

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

Los indicadores más recientes refuerzan la opinión de que la notable contracción de la actividad económica mundial ha llegado a su fin y de que la economía mundial ha comenzado a crecer nuevamente. Al mismo tiempo, las tasas de inflación mundiales se han mantenido en niveles ligeramente negativos, debido a efectos de base relacionados con la evolución de los precios de las materias primas y con el alto grado de capacidad productiva sin utilizar. Aunque la incertidumbre continúa siendo elevada, se estima que los riesgos para las perspectivas de la economía mundial están, en general, equilibrados.

1.1 EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

Los indicadores más recientes refuerzan la opinión de que la notable contracción de la actividad económica mundial ha llegado a su fin y de que la economía mundial ha comenzado a crecer nuevamente. En octubre, el índice general de directores de compras (PMI, en sus siglas en inglés) relativo a la producción del sector manufacturero registró el valor más alto observado en más de tres años y señaló que la actividad se había recuperado a un ritmo significativamente más acelerado que en meses anteriores. De acuerdo con el citado índice, la actividad mundial del sector manufacturero ha crecido durante cinco meses consecutivos. El aumento de actividad en octubre fue bastante generalizado, y resultó especialmente acusado en algunas economías avanzadas.

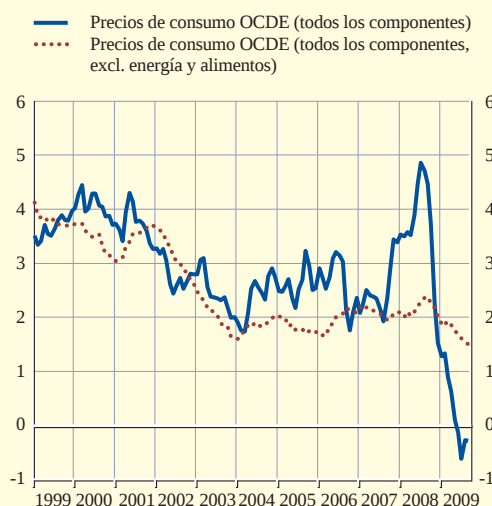
Las tasas de inflación mundiales se han mantenido en niveles ligeramente negativos, debido a efectos de base relacionados con la evolución de los precios de las materias primas y con el alto grado de capacidad productiva sin utilizar. En los países de la OCDE, el IPC general se redujo un 0,3% en el año transcurrido hasta septiembre, la misma tasa que en agosto. Excluidos la energía y los alimentos, la inflación interanual, medida por el IPC, se situó en el 1,5% en septiembre (véase gráfico 1). El índice general PMI de precios de los consumos intermedios del sector manufacturero puso de manifiesto que los precios de adquisición mundiales aumentaron notablemente en octubre, tras la aceleración registrada en septiembre, en parte como consecuencia de los recientes incrementos de los precios de las materias primas.

ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos, la actividad económica creció en el tercer trimestre de 2009, tras la fuerte desaceleración experimentada en los trimestres anteriores. Según estimaciones preliminares de la Oficina de Análisis Económico, el PIB real aumentó un 3,5%, en tasa anualizada, en el tercer trimestre de 2009, después de cuatro trimestres de crecimiento negativo. La recuperación de la actividad es reflejo del incremento del gasto en consumo. Las medidas de estímulo adoptadas por el Gobierno favorecieron temporalmente la demanda privada, especialmente en el caso de las ventas de automóviles. La tasa de descenso de la inversión empresarial se moderó con respecto al trimestre anterior, mientras que la inversión residencial re-

Gráfico 1 Evolución de los precios internacionales

(datos mensuales; tasas de variación interanual)



Fuente: OCDE.

gistró su primer aumento desde finales del 2005, coincidiendo con los recientes indicios de estabilización de los mercados de la vivienda. Las existencias y el gasto público contribuyeron positivamente al crecimiento del PIB. La demanda exterior neta registró una contribución negativa de 0,5 puntos porcentuales, ya que las importaciones repuntaron en mayor medida que las exportaciones. El déficit presupuestario del Gobierno federal se elevó a casi el 10% del PIB en el ejercicio fiscal que concluyó en septiembre de 2009, frente al 3,2% del ejercicio anterior.

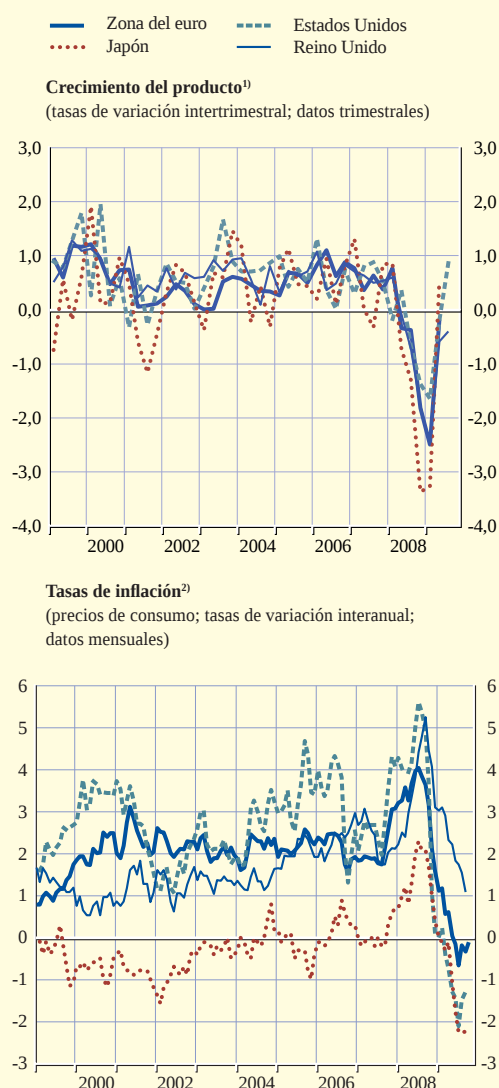
Por lo que respecta a la evolución de los precios, el índice de precios de consumo registró una caída del 1,3% en el año transcurrido hasta septiembre, tras un descenso del 1,5% en el año transcurrido hasta agosto. Las tasas de inflación negativas siguen estando determinadas, principalmente, por la bajada de los precios de la energía en comparación con el año anterior. La tasa de inflación interanual, excluidos la energía y los alimentos, se situó en el 1,5% en septiembre, frente al 1,4% de agosto. De cara al futuro, los efectos de base relacionados con la evolución de los precios de la energía se irán revirtiendo gradualmente en los próximos meses y es probable que las tasas de inflación general vuelvan a registrar cifras positivas. No obstante, se prevé que la capacidad productiva sin utilizar limite la presión alcista sobre los precios.

El 4 de noviembre de 2009, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal decidió mantener sin variación, en una banda del 0% al 0,25%, el tipo de interés fijado como objetivo para los fondos federales. Aunque el Comité reconoce que la actividad económica ha mejorado recientemente, mantuvo sus previsiones de que la situación económica probablemente justifique que el tipo de interés de los fondos federales se mantenga en niveles excepcionalmente bajos durante un período prolongado.

JAPÓN

En Japón, la actividad económica se recuperó a partir del segundo trimestre de 2009, mientras que los precios de consumo siguieron descendiendo. La recuperación tiene su origen, principalmente, en un aumento de las exportaciones, lo que refleja, en parte, la fuerte recuperación de otras economías asiáticas. En septiembre, la producción industrial se incrementó por séptimo mes consecutivo, a una tasa intermensual del 1,4%. Sin embargo, la de-

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.

manda interna privada siguió siendo relativamente débil, habida cuenta de la moderada evolución de los beneficios empresariales, el empleo y las rentas.

Las tasas de inflación se han mantenido en niveles negativos en los últimos meses, debido a efectos de base relacionados con los productos petrolíferos y con el alto grado de capacidad productiva sin utilizar. Mientras que la inflación interanual medida por el IPC se mantuvo sin variación en el -2,2% en septiembre, la inflación interanual medida por el IPC, excluidos la energía y los alimentos, cayó hasta el -1,0%, desde el -0,9% de agosto.

En su reunión de 30 de octubre de 2009, el Banco de Japón decidió mantener sin variación, en el 0,1%, el objetivo para el tipo de interés de los préstamos a un día sin garantía.

REINO UNIDO

En el Reino Unido, de acuerdo con las estimaciones preliminares, el PIB real volvió a contraerse ligeramente en el tercer trimestre, un 0,4% en tasa intertrimestral, tras el descenso del 0,6% registrado en el segundo trimestre. La actividad económica se situó significativamente por debajo de las expectativas del mercado en el tercer trimestre. En conjunto, los indicadores de actividad y del mercado de la vivienda sugieren que la situación económica puede mejorar en los próximos meses. En concreto, el índice Halifax de precios de la vivienda creció un 2,8%, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre, pese a la debilidad del crédito hipotecario. Sin embargo, al mismo tiempo, el nuevo debilitamiento de la producción industrial, que se puso de manifiesto con un descenso intermensual del 2,5% en agosto, parece indicar que la mejora de la situación económica podría ser bastante limitada. La inflación interanual, medida por el IAPC, se redujo desde el 1,6% en agosto hasta el 1,1% en septiembre. El 5 de noviembre, el Comité de Política Monetaria decidió mantener en el 0,5% el tipo de interés oficial al que se remuneran las reservas de las entidades de crédito y aumentar el volumen del programa de compras de activos del Banco de Inglaterra en 25 mm de libras esterlinas, hasta un importe total de 200 mm de libras.

OTROS PAÍSES EUROPEOS

Parece que la situación económica también mejoró en los últimos meses en la mayoría de los otros países de la UE no pertenecientes a la zona del euro; el ritmo de desaceleración del PIB se moderó en la mayoría de los países y algunos registraron tasas de crecimiento positivas en el segundo trimestre de 2009. En Suecia, el PIB real se incrementó un 0,2%, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre de 2009, lo que representa una notable mejora en comparación con el descenso del 0,9% registrado en el primer trimestre. Sin embargo, en Dinamarca, el producto experimentó una contracción del 2,6% en el segundo trimestre, en tasa intertrimestral, tras la reducción del 1,3% observada en el primer trimestre. La disminución más acusada en el segundo trimestre se debió, en parte, a efectos transitorios. En los últimos meses, la inflación interanual medida por el IAPC ha descendido en ambos países, situándose en el 1,4% en Suecia y en el 0,5% en Dinamarca en septiembre.

En los Estados miembros más grandes de Europa Central y Oriental, los indicadores recientes sugieren una cierta mejora de la actividad económica. En el segundo trimestre, el PIB real experimentó una contracción más lenta en Hungría y Rumanía, del 2,0% y el 1,1%, respectivamente, en tasa intertrimestral, mientras que aumentó un 0,1% en la República Checa y un 0,5% en Polonia. En general, los recientes indicadores de confianza y los datos sobre producción industrial y comercio exterior apuntan a una mejora adicional de la actividad en el tercer trimestre. Al mismo tiempo, persisten algunos riesgos a la baja significativos, como muestra el incremento del desempleo. En septiembre, la inflación interanual medida por el IAPC fue negativa, del -0,3%, en la República Checa, como consecuencia, principalmen-

te, de los efectos de base derivados de anteriores subidas de los impuestos indirectos y del crecimiento más lento de los precios administrados. Por el contrario, en Rumanía, Hungría y Polonia, la inflación interanual medida por el IAPC se mantuvo en niveles más elevados, del 4,9%, 4,8% y 4,0%, respectivamente. El 19 de octubre de 2009, el Magyar Nemzeti Bank decidió reducir su principal tipo de interés oficial en 50 puntos básicos, hasta el 7%.

ECONOMÍAS EMERGENTES DE ASIA

La recuperación ha continuado en las economías emergentes de Asia. El aumento de los precios de los activos, sumado a los planes de estímulo fiscal y la política monetaria acomodaticia, ha respaldado la demanda interna. Los datos más recientes del mercado de trabajo indican que el desempleo, que había aumentado tras la desaceleración mundial, ha empezado a disminuir en algunos países. Sin embargo, el repunte del comercio exterior ha ido a la zaga de la recuperación económica. La inflación está aumentando gradualmente, aunque las variaciones interanuales de los precios de consumo siguen siendo negativas en algunos países.

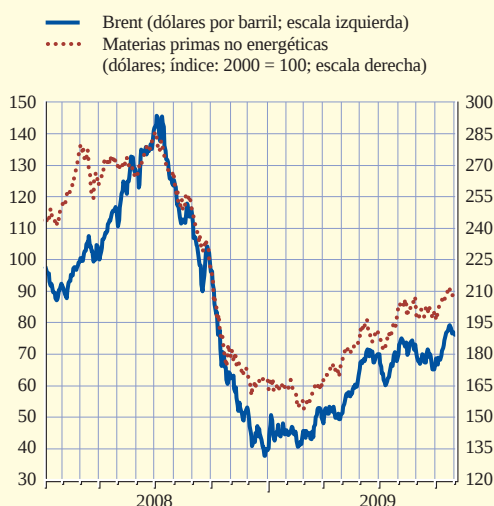
En China, el crecimiento interanual del PIB real siguió siendo robusto y aumentó hasta alcanzar el 8,9% en el tercer trimestre de 2009. En conjunto, en los tres primeros trimestres de 2009, la tasa media de crecimiento interanual del PIB fue del 7,7%. El crecimiento siguió dependiendo, en gran medida, de los planes de estímulo fiscal, y la inversión fija derivada de dichos planes contribuyó 7,3 puntos porcentuales al crecimiento interanual del PIB en los tres primeros trimestres de 2009. La contribución del consumo continuó siendo elevada (4,0 puntos porcentuales) en el mismo período. Como consecuencia de la debilidad de las exportaciones, el superávit comercial volvió a disminuir en septiembre, aunque se mantuvo en niveles elevados. La política monetaria ha seguido siendo acomodaticia y el crecimiento del crédito vigoroso. Últimamente, las variaciones intermensuales de los precios de consumo han vuelto a ser positivas y la inflación interanual se situó en el -0,8% en septiembre, frente al -1,2% de agosto.

AMÉRICA LATINA

En América Latina, la actividad económica ha seguido evolucionando de forma heterogénea en las principales economías. En Brasil, la tasa de descenso interanual de la producción industrial fue del 7,8% en septiembre, tras una caída del 7,2% en agosto. La inflación interanual medida por el IPC se situó en el 4,2% en septiembre, 0,1 puntos porcentuales por debajo de la cifra del mes anterior. En Argentina, la actividad económica mostró algunos signos de mejora y la producción industrial se mantuvo sin variación en septiembre con respecto al mismo mes del año anterior, después de experimentar un descenso del 1,4% en agosto, en tasa interanual. Al mismo tiempo, las presiones inflacionistas repuntaron ligeramente y la inflación interanual, medida por los precios de consumo, se elevó al 6,2% en septiembre, una subida de casi 1 punto porcentual con respecto al mínimo de los cinco últimos años registrado en junio. En México, la actividad económica dio nuevas muestras de debilidad en agosto, con una disminución de la producción industrial del 7,7%, en tasa interanual, y una caída de las ventas al por menor del 10,3%. La inflación interanual se redujo ligeramente, desde el 5,1% en agosto hasta el 4,9% en septiembre.

1.2 MERCADOS DE MATERIAS PRIMAS

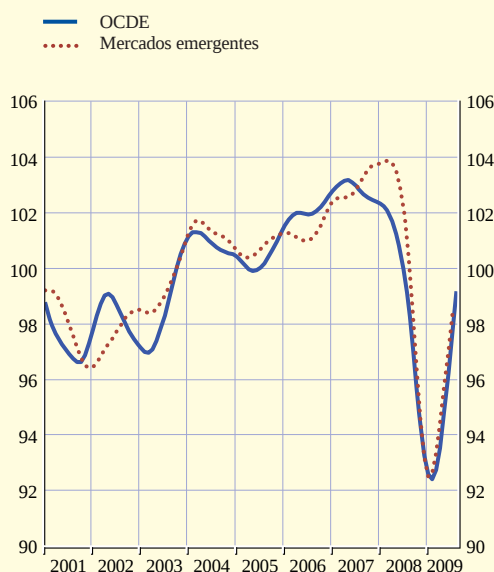
Los precios del petróleo se situaron entre 70 y 75 dólares estadounidenses el barril durante la mayor parte de octubre, antes de registrar un notable aumento hacia finales de mes (véase gráfico 3). El 4 de noviembre, el precio del barril de Brent se situaba en 76,2 dólares, lo que representa casi el doble

**Gráfico 3 Principales indicadores
de los mercados de materias primas**

Fuentes: Bloomberg y HWWI.

**Gráfico 4 Indicadores sintéticos adelantados
de la OCDE**

(datos mensuales; ajustados a la amplitud del ciclo)



Fuente: OCDE.

Nota: El indicador de los mercados emergentes es una media ponderada de los indicadores sintéticos adelantados de Brasil, Rusia y China.

del nivel registrado a comienzos de 2009. De cara al futuro, los participantes en los mercados prevén precios más elevados a medio plazo; actualmente, los futuros con entrega en diciembre del 2011 se negocian en torno a 88 dólares estadounidenses.

Si se consideran las variables fundamentales, se prevé que aumente la demanda de petróleo, y la Agencia Internacional de la Energía ha revisado al alza en varias ocasiones sus proyecciones de demanda de crudo en 2009 y 2010, especialmente para América del Norte y Asia. Los datos sobre comercio exterior de China también apuntan a un crecimiento sólido de la demanda de petróleo, que podría haber impulsado al alza los precios. Por lo que respecta a la oferta, el moderado descenso de la producción de petróleo en los países no pertenecientes a la OPEP se compensó con un incremento de la producción en los países que integran dicha organización.

Los precios de las materias primas no energéticas también se incrementaron en octubre. Los precios de los alimentos registraron algunos aumentos, sobre todo el maíz y el cacao. Los precios de los metales, especialmente el cobre y el cinc, se elevaron debido a las expectativas de reposición de existencias en los países de la OCDE, y también se incrementaron los precios del oro. En términos agregados, el índice de precios de las materias primas no energéticas (denominado en dólares estadounidenses) se situaba a finales de octubre en torno a un 23% por encima del nivel observado a principios de año.

1.3 PERSPECTIVAS DEL ENTORNO EXTERIOR

Los indicadores adelantados sugieren que la actividad económica mundial está en fase de recuperación. En agosto, los indicadores sintéticos adelantados de la OCDE apuntaban a una reactivación económica generalizada en la mayoría de los países de la OCDE (véase gráfico 4). En cuanto a las economías emergentes, los indicadores correspondientes también aumentaron, aunque menos que en meses anteriores. Además, los datos más

recientes indican que es probable que el comercio mundial haya vuelto a registrar tasas de crecimiento positivas en el tercer trimestre, respaldando así las perspectivas a corto plazo en relación con la demanda exterior de bienes y servicios de la zona del euro.

Aunque las perspectivas de la economía mundial siguen estando sujetas a un elevado grado de incertidumbre, los riesgos para la actividad mundial continúan prácticamente 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. En cuanto a los aspectos negativos, sigue preocupando que la espiral de reacciones adversas entre la economía real y el sector financiero pueda ser más intensa o persistente, así como los nuevos aumentos de los precios del petróleo y de otras materias primas, la intensificación de las presiones proteccionistas y la posibilidad de que se produzca una corrección desordenada de los desequilibrios mundiales.

2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

2.1 DINERO Y CRÉDITO DE LAS IFM

Los datos monetarios de septiembre indican que las tasas de crecimiento interanual de M3 y de los préstamos al sector privado continuaron descendiendo de modo paralelo, y apuntan a una tasa de crecimiento monetario subyacente que implica presiones inflacionistas reducidas a medio plazo. Aunque la tasa de crecimiento interanual del crédito al sector privado fue negativa en septiembre, continuó siendo positiva tras ajustarla por los efectos de la titulización, y los préstamos aumentaron ligeramente en términos intermensuales. Hasta ahora, el patrón de crecimiento de los préstamos a los hogares y a las sociedades no financieras se ha mantenido acorde con las regularidades históricas observadas durante el ciclo económico. El proceso de desapalancamiento del sector bancario se reanudó en septiembre, y las IFM redujeron considerablemente sus posiciones frente a otras IFM y sus exposiciones frente al resto del mundo.

EL AGREGADO MONETARIO AMPLIO M3

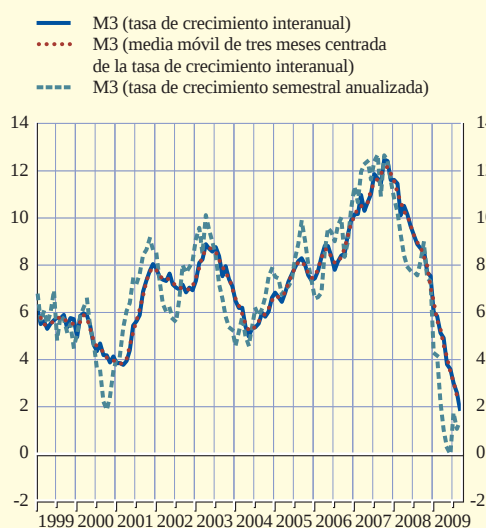
La tasa de crecimiento interanual de M3 volvió a descender y se situó en el 1,8% en septiembre, frente al 2,6% de agosto (véase gráfico 5), como resultado de la moderación observada en la tasa de crecimiento a más corto plazo de M3 (el -0,1% en términos intermensuales en septiembre, frente al 0,1% del mes anterior). La contención registrada en la evolución monetaria sigue reflejando, en gran parte, la influencia de la configuración actual de los tipos de interés. El hecho de que la pendiente de la curva de tipos sea especialmente acusada está provocando salidas de activos monetarios hacia activos menos líquidos y, posiblemente, de mayor riesgo. En consecuencia, la caída del crecimiento de M3 está superando la moderación patente en el crecimiento monetario subyacente.

Al mismo tiempo, la configuración actual de los tipos de interés implica que el coste de oportunidad de mantener depósitos a la vista en comparación con los depósitos a corto plazo y los instrumentos negociables es especialmente reducido. Esto ha respaldado el fortalecimiento registrado en M1 en los últimos meses (aunque la tasa de crecimiento interanual se moderó en septiembre). En los próximos meses, los efectos de base provocarán un impacto a la baja sobre la tasa de crecimiento interanual de M3, que conducirá a unas tasas de crecimiento muy reducidas, ya que los elevados flujos de entrada hacia activos monetarios (y hacia M1, en particular) en el cuarto trimestre de 2008 no se incluyen en el cálculo.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM al sector privado pasó a ser negativa en septiembre. No obstante, esto refleja todavía, en cierta medida, el impacto de la intensa actividad previa de eliminación de préstamos de los balances de este sector en el contexto de las operaciones de titulización, especialmente a finales de 2008. Esto sigue causando un efecto moderador en la tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM al sector privado, pese a la contención observada en las operaciones de titulización en los últimos meses. Una vez ajustada por los efectos de la eliminación de préstamos, la tasa

Gráfico 5 Crecimiento de M3

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



Fuente: BCE.

de crecimiento interanual de los préstamos al citado sector continuó siendo ligeramente positiva en septiembre. Además, el flujo mensual de préstamos de las IFM al sector privado también fue positivo, aunque moderado. El hecho de que la tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM a este sector pasara a ser negativa en septiembre fue atribuible a la evolución de los préstamos a las sociedades no financieras. Las regularidades históricas apuntan a que cabe esperar que los préstamos a las sociedades no financieras sigan disminuyendo durante algunos trimestres cuando la actividad económica se haya estabilizado.

En general, estas consideraciones sugieren que la tasa de crecimiento interanual negativa de los préstamos al sector privado registrada en septiembre debe situarse en perspectiva y que, en cierta medida, todavía refleja el impacto retardado del acusado deterioro de la actividad registrado anteriormente, así como el elevado grado de incertidumbre existente en torno a las perspectivas de negocio, de renta y del mercado de la vivienda. Estos factores reducen la demanda de préstamos e influyen también en la valoración que realizan las entidades de crédito de la solvencia de los prestatarios y en su disposición para conceder préstamos. Por tanto, una tasa de crecimiento interanual de los préstamos negativa no debe interpretarse, por sí misma, como una señal de falta de disponibilidad general de crédito de las IFM. De hecho, los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios de octubre de 2009 en la zona del euro apuntan a que el porcentaje neto de entidades que indicó que los criterios aplicados para la aprobación de préstamos y líneas de crédito se habían endurecido volvió a disminuir considerablemente (véase recuadro 2).

El proceso de desapalancamiento de las IFM de la zona del euro se reanudó en septiembre, mes en que este sector redujo sustancialmente sus principales activos. Esto se debió, principalmente, a la disminución de las posiciones de las IFM frente a otras IFM, reflejando la situación imperante por el lado de la financiación, ya que el recurso a la financiación proporcionada por el Eurosistema por parte de las entidades de crédito ha descendido tras el máximo asociado a la primera operación de inyección de liquidez a un año realizada en junio.

PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

El descenso observado en septiembre en la tasa de crecimiento interanual de M3 estuvo determinado por las continuadas salidas mensuales de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista (es decir, M2-M1), mientras que se registró un flujo mensual de entrada en los instrumentos negociables (esto es, M3-M2).

La tasa de crecimiento interanual de M1 experimentó un ligero descenso en septiembre y se situó en el 12,8%, frente al 13,6% del mes anterior (véase cuadro 1). Este descenso se debió a un flujo mensual de entrada muy moderado en los depósitos a la vista en comparación con meses anteriores, mientras que el crecimiento interanual del efectivo en circulación se desaceleró, ya que dejó de estar afectado por el incremento relativamente acusado observado en septiembre de 2008. En los próximos meses, los efectos de base provocarán un impacto a la baja sobre las tasas de crecimiento interanual de estos dos componentes, ya que los abundantes flujos de entrada asociados a la intensificación de las turbulencias financieras hace un año no se incluyen en el cálculo.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista volvió a disminuir y se situó en el -5,3% en septiembre, frente al -4,1% de agosto. Las cuantiosas salidas registradas en los depósitos a plazo hasta dos años (es decir, los depósitos a corto plazo) continuaron en septiembre, y una parte siguió dirigiéndose hacia los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses (esto es, los depósitos de ahorro). La evolución de los distintos tipos de depósitos a corto plazo es acorde con los respectivos tipos de interés a los que se remuneran estos depósitos. A este respecto, los persistentes flujos de entrada en los depósitos de ahorro a corto plazo pueden explicarse por el hecho

Cuadro I 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 IV	2009 I	2009 II	2009 III	2009 Ago	2009 Sep
M1	46,8	2,7	5,3	8,0	12,3	13,6	12,8
Efectivo en circulación	7,9	12,4	13,6	12,2	12,8	13,2	12,5
Depósitos a la vista	38,8	0,8	3,7	7,0	12,2	13,7	12,8
M2 - M1 (= otros depósitos a corto plazo)	40,2	15,8	9,3	3,0	-3,1	-4,1	5,3
Depósitos a plazo hasta dos años	21,5	29,0	13,0	-0,7	-13,1	-15,2	-17,8
Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses	18,7	-0,5	4,5	8,6	12,8	13,6	14,9
M2	87,0	8,9	7,3	5,5	4,5	4,6	3,6
M3 - M2 (= instrumentos negociables)	13,0	4,1	-0,7	-2,5	-7,5	-9,3	-8,8
M3	100,0	8,2	6,1	4,4	2,8	2,6	1,8
Crédito a residentes en la zona del euro		7,4	5,9	4,3	3,3	2,8	3,1
Crédito a las Administraciones Públicas		1,7	5,6	8,4	11,5	11,5	13,6
Préstamos a las Administraciones Públicas		2,9	2,3	1,5	2,7	3,6	1,6
Crédito al sector privado		8,6	5,9	3,5	1,6	1,1	1,1
Préstamos al sector privado		7,3	4,6	2,1	0,4	0,1	-0,3
Préstamos al sector privado ajustados por ventas y titulizaciones		8,4	6,1	3,6	1,6	1,3	0,9
Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas)		1,1	1,7	2,6	3,6	3,8	4,7

Fuente: BCE.

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

de que actualmente están mejor remunerados que los depósitos a corto plazo. Aunque los flujos mensuales de entrada hacia los depósitos a la vista fueron moderados en septiembre, el coste de oportunidad de mantener este tipo de depósito, en contraposición a otros activos monetarios, sigue siendo reducido. Al mismo tiempo, siguieron asignándose fondos a activos financieros no incluidos en M3, que han aumentado su atractivo en un contexto en el que la pendiente de la curva de tipos es acusada y en el que se ha observado una recuperación en una amplia variedad de activos en los últimos meses.

La tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables fue algo menos negativa en septiembre, mes en que se situó en el -8,8%, frente al -9,3% de agosto. El principal subcomponente de los instrumentos negociables, las participaciones en fondos del mercado monetario, registró un reducido flujo positivo, mientras que la mayor parte de la mejora observada procedió de las entradas en las cesiones temporales. Al mismo tiempo, el sector tenedor de dinero siguió reduciendo los valores distintos de acciones hasta dos años de las IFM que mantienen, aunque a un ritmo más lento que en meses anteriores.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3, que incluyen los depósitos a corto plazo y las cesiones temporales, y que constituyen el grupo más amplio de activos monetarios para el que se dispone de un detalle por sectores, siguió cayendo en septiembre, mes en que se situó en el 2,4%, frente al 3,1% de agosto. Esto se debe a la menor contribución de los depósitos de M3 que mantiene el sector hogares, si bien la tasa de crecimiento interanual de este componente fue más alta que la del total de depósitos de M3. En cambio, la contribución de las sociedades no financieras ha pasado a ser ligeramente positiva en los últimos meses, y este sector fue el único que registró un flujo positivo en septiembre. Esta evolución es acorde con la naturaleza cíclica de las tenencias de activos monetarios de las sociedades no financieras, ya que sus reservas de liquidez tienden a respaldarse en la mejora de las posiciones de flujo de caja en las fases iniciales de una recuperación. Un rasgo característico del ciclo económico es que el repunte de las tenencias de activos monetarios de las sociedades no financieras precede al punto de giro en la actividad económica o coincide con él, mientras que los préstamos de las IFM a este sector suelen presentar un desfase.

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, que incluye la adquisición de valores y la concesión de préstamos, aumentó hasta situarse en el 3,1% en septiembre, desde el 2,8% de agosto (véase cuadro 1), reflejando un crecimiento interanual más intenso del crédito al sector público. La tasa de crecimiento interanual del crédito al sector privado no se modificó, aunque en septiembre se registró un flujo mensual positivo.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM al sector privado, el principal componente del crédito al citado sector, volvió a disminuir y se situó en el -0,3% en septiembre, frente al 0,1% del mes anterior. No obstante, el flujo mensual de préstamos de las IFM al sector privado fue positivo en septiembre, reflejando un aumento de los préstamos a los hogares y a los intermediarios financieros.

Las operaciones de titulización fuera de balance o real han sido moderadas en los últimos meses, tras un período de intensa actividad, especialmente a finales de 2008, 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 descenso de las operaciones de titulización puede ser atribuible a la caída de la demanda de las entidades de crédito de liquidez adicional de los bancos centrales tras las operaciones de financiación a plazo más largo con vencimiento a un año realizadas por el Eurosistema. De hecho, el flujo mensual de préstamos dados de baja del balance pasó a ser negativo en septiembre, lo que implica que las devoluciones de préstamos anteriormente dados de baja superaron el flujo de préstamos eliminados recientemente del balance. No obstante, el impacto de la anterior eliminación de préstamos siguió prevaleciendo en las tasas de crecimiento interanual, y la diferencia entre las series anuales corregida y sin corregir se situó en 1,2 puntos porcentuales en septiembre, una cifra que prácticamente no se ha modificado en los cuatro últimos meses.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras volvió a disminuir y se situó en el -0,1% en septiembre, frente al 0,7% de agosto (véase cuadro 2). Los datos de septiembre confirman que el flujo de préstamos a más largo plazo (esto es, a más de cinco años) se ha mantenido positivo, en líneas generales, pese a haber sido algo más moderado que en agosto, y ha compensado, en parte, las caídas observadas en los préstamos a corto y a medio plazo. La combinación de la moderación observada en los préstamos a corto plazo y los persistentes flujos positivos de préstamos a más largo plazo podría reflejar un proceso en el que las empresas están sustituyendo préstamos bancarios a corto plazo por préstamos a largo plazo, con el fin de asegurarse los reducidos niveles vigentes de los tipos de interés a largo plazo. Esta evolución también es acorde con los incrementos observados en la emisión de valores, que podría indicar que las empresas, especialmente las grandes empresas, han sustituido los préstamos próximos al vencimiento por la financiación en los mercados. La disminución de los diferenciales entre los tipos de interés de mercado y los aplicados a los préstamos bancarios ha hecho que a las empresas les resulte más atrayente obtener financiación en los mercados.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares cayó hasta situarse en el -0,3% en septiembre, frente al -0,2% de agosto. No obstante, el flujo mensual fue positivo y superior al de agosto, continuando una tendencia que se inició en mayo. El descenso de esta tasa siguió estando impulsado por los préstamos para adquisición de vivienda, cuya tasa de crecimiento interanual se redujo hasta el -0,6% en septiembre, frente al -0,4% de agosto, debido, en gran parte, a la moderación observada en los precios de la vivienda en muchos países de la zona del euro. No obstante, la evolución de los últimos meses confirma que la trayectoria descendente de los préstamos a hogares se ha moderado, en consonancia con la fase actual del ciclo económico.

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 IV	2008 I	2009 II	2009 III	2009 Ago	2009 Sep
Sociedades no financieras	44,2	11,2	8,1	4,6	1,2	0,7	-0,1
Hasta un año	26,2	9,0	4,0	-2,6	-8,6	-9,3	-9,7
De uno a cinco años	20,1	15,9	12,4	9,8	4,7	3,7	2,1
Más de cinco años	53,7	10,8	8,8	6,8	5,3	5,2	4,5
Hogares²⁾	45,6	2,8	0,9	0,0	-0,1	-0,2	-0,3
Crédito al consumo ³⁾	12,8	3,1	1,2	-0,4	-1,3	-1,0	-1,1
Préstamos para adquisición de vivienda ³⁾	71,5	2,9	0,7	-0,2	-0,3	-0,4	-0,6
Otras finalidades	15,7	2,2	1,7	1,5	1,4	1,3	1,5
Empresas de seguros y fondos de pensiones	0,9	-6,7	-6,2	-2,9	-5,4	-8,5	-6,5
Otros intermediarios financieros no monetarios	9,3	14,4	8,0	1,4	-0,0	-0,7	-0,3

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.

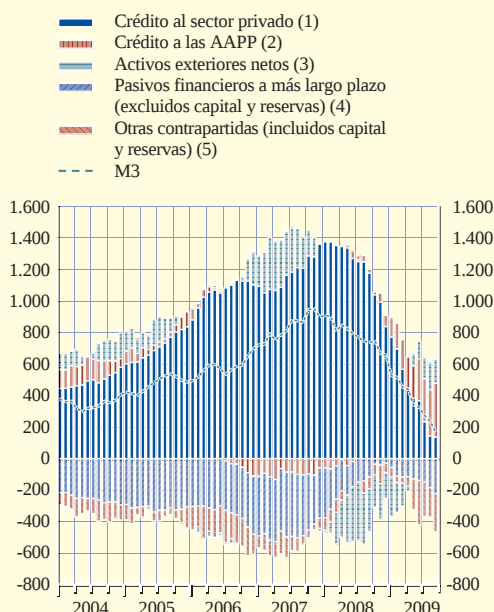
3) Las definiciones de crédito al consumo y préstamos para adquisición de vivienda no son totalmente homogéneas en la zona del euro.

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 de nuevo en septiembre y se situó en el 4,6%, desde el 3,8% de agosto. En particular, los depósitos a más largo plazo (es decir, los depósitos a más de dos años y los disponibles con preaviso superior a tres meses) se han beneficiado de la acusada pendiente de la curva de tipos, y han atraído al menos parte de los fondos que han estado saliendo de los depósitos a corto plazo. La tasa de crecimiento interanual del capital y las reservas siguió disminuyendo y fue del 8,5% en septiembre, frente al 10,7% de agosto.

Por último, la posición acreedora neta frente al exterior del sector de las IFM se redujo en 8 mm de euros en septiembre, tras dos meses de flujos positivos, con lo que los flujos interanuales disminuyeron hasta situarse en 153 mm de euros (véase gráfico 6). El hecho de que el flujo interanual de la posición acreedora neta frente al exterior sea positivo se debe a que los pasivos exteriores brutos se han reducido con mayor rapidez que los activos exteriores brutos. Hasta cierto punto, esta disminución paralela de los activos y los pasivos se debe al ajuste gradual a la baja de las posiciones interbancarias internacionales a escala mundial, en un contexto de desapalancamiento. En el recuadro 1 se presenta un análisis de la evolución de los activos y pasivos exteriores netos desde la perspectiva de los instrumentos, sectores de contrapartida y regiones geográficas.

Gráfico 6 Contrapartidas de M3

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



Fuente: BCE.

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

En resumen, los datos monetarios de septiembre confirman la desaceleración del crecimiento de M3 y de los préstamos al sector privado, y siguen apuntando a una tasa de crecimiento monetario subyacente que implica presiones inflacionistas reducidas a medio plazo. Aunque los préstamos al sector privado no financiero fueron positivos si se consideran los flujos mensuales, se mantuvieron en niveles contenidos, como consecuencia del elevado grado de incertidumbre que subsiste en torno a las perspectivas de negocio, de renta y del mercado de la vivienda. Esta incertidumbre está moderando el crecimiento del crédito, ya que limita la demanda de préstamos de las IFM y afecta a la disposición y a la capacidad de las entidades de crédito para conceder préstamos. La corrección de los balances de las IFM se reanudó en septiembre, mes en que este sector redujo sustancialmente sus principales activos, fundamentalmente mediante la reducción de sus posiciones frente a otras IFM.

En el recuadro 3, que figura al final de esta sección, se presenta una descripción del marco actualizado para la recopilación de información estadística por parte del BCE, y en el recuadro 4 se analizan brevemente las cuentas integradas de la zona del euro para el segundo trimestre de 2009.

Recuadro I

EL PAPEL DE LOS ACTIVOS Y PASIVOS EXTERIORES EN EL RECIENTE PROCESO DE DESAPALANCAMIENTO

Las posiciones frente a no residentes (en adelante, posiciones «exteriores») han desempeñado un importante papel en la evolución del balance de las IFM de la zona del euro en los últimos años¹. Esto es válido tanto para el período 2005-2007, de fuerte desapalancamiento, como para el período de desapalancamiento posterior que se inició a principios de 2008. Ciertamente, casi la mitad de la reciente desaceleración observada en la acumulación de activos de las IFM se ha debido a la reducción de los activos exteriores (véase gráfico A). En este contexto, en este recuadro se examinan los activos y pasivos exteriores de las IFM desde la perspectiva de los instrumentos, sectores de contrapartida y regiones geográficas.

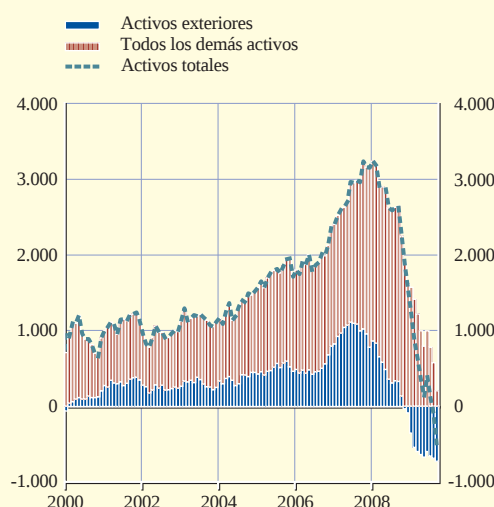
La perspectiva de los instrumentos

Tradicionalmente, las operaciones de las IFM de la zona del euro con el resto del mundo han supuesto, por el lado del activo, la concesión de préstamos o la compra de valores, mientras que los pasivos se han contraído principalmente en forma de depósitos. Estos activos y pasivos suelen derivarse de las operaciones con el resto del mundo llevadas a cabo por las IFM por cuenta del sector tenedor de dinero de la zona del euro.

Desde 2004 hasta finales de 2006, los flujos anuales hacia los activos exteriores tuvieron un

Gráfico A Activos totales y activos exteriores de las IFM

(flujos anuales en mm de euros)



Fuente: BCE.

Notas: Sector IFM, excluido el Eurosistema. Los «activos totales» excluyen los activos fijos y los activos restantes.

1 Para un análisis más detallado, véase el artículo titulado «La dimensión externa del análisis monetario», en el Boletín Mensual de agosto de 2008.

nivel y una composición relativamente estables en términos de instrumentos (véase gráfico B). En el período inmediatamente anterior al inicio de las turbulencias financieras, el volumen de préstamos al resto del mundo aumentó significativamente. Al mismo tiempo, las compras de valores distintos de acciones, a pesar de que también se incrementaron, desempeñaron un papel más limitado. Por el lado del pasivo, el flujo anual de depósitos procedentes del resto del mundo mostró un perfil similar al de los préstamos y correspondió al grueso de la financiación recibida del resto del mundo.

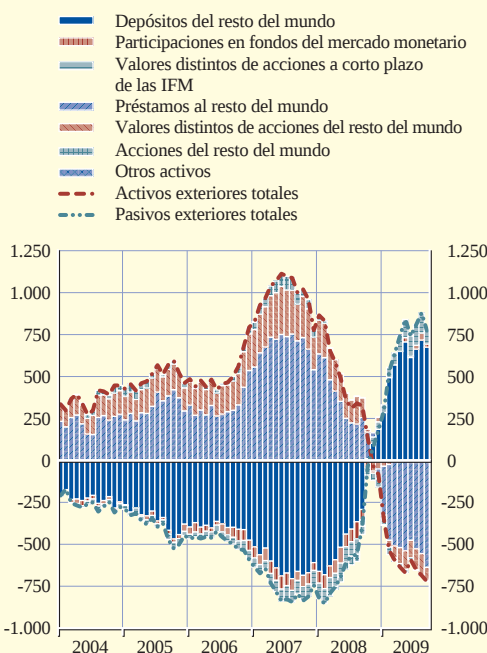
Desde finales de 2008, el sector IFM de la zona del euro (excluido el Eurosistema) ha reducido considerablemente todos los activos y pasivos exteriores. Esto ha sucedido, sobre todo, en el volumen de préstamos concedidos a los no residentes en la zona del euro, aunque la contracción ha sido menos pronunciada que la observada en los depósitos exteriores. Al mismo tiempo, el descenso observado en los valores distintos de acciones emitidos en el resto del mundo mantenidos en el activo de las IFM ha sido más moderado de lo que hubiera podido esperarse sobre la base de las regularidades históricas. Desde finales de 2008 también se han registrado reembolsos en aquellos fondos del mercado monetario de la zona del euro que tradicionalmente invierten sus ingresos en valores distintos de acciones emitidos en el exterior y que se comercializan en el resto del mundo. Sin embargo, estos reembolsos han sido más limitados que los observados en los depósitos de las entidades de crédito. Si se comparan los reembolsos registrados en los fondos del mercado monetario con la reducción de los valores distintos de acciones emitidos por no residentes en el activo de las IFM, se constata que un porcentaje significativo de este descenso se deriva de las ventas efectuadas por las entidades de crédito.

La perspectiva del sector de contrapartida

En general, las operaciones realizadas por las entidades de crédito de la zona del euro por cuenta propia deberían dar lugar a variaciones simétricas en ambos lados del balance de las IFM, mientras que las operaciones liquidadas por cuenta de no residentes y del sector tenedor de dinero producirían variaciones asimétricas en términos de las posiciones acreedora y deudora en cuestión².

Gráfico B Activos y pasivos exteriores de las IFM, por instrumento

(flujos anuales en mm de euros)



Fuente: BCE.

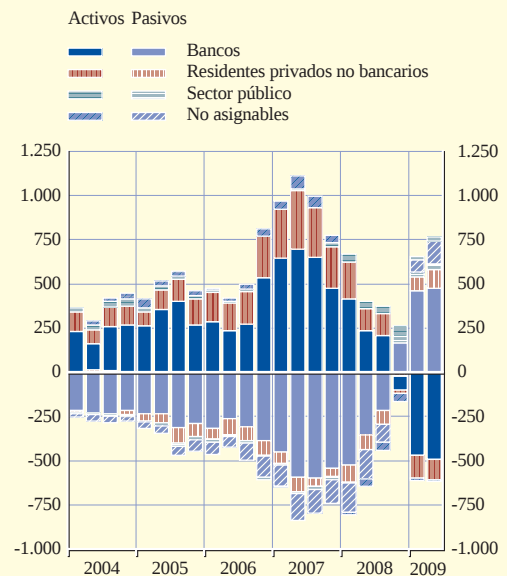
Nota: Sector IFM, excluido el Eurosistema. Los «otros activos» incluyen las participaciones en fondos de inversión del resto del mundo en poder de las IFM y las tenencias de divisas exteriores a la zona del euro.

² Para una explicación conceptual de la relación entre la evolución de la posición acreedora neta y la de la posición acreedora bruta frente al exterior, véanse el recuadro titulado «Evolución de los activos y pasivos exteriores brutos de las IFM», en el Boletín Mensual de julio de 2007, y el recuadro titulado «Activos exteriores netos de las IFM y su impacto en la evolución monetaria», en el Informe Anual 2007.

El gráfico C sugiere que la fuerte correlación existente en las posiciones acreedora/deudora frente a las entidades no residentes refleja, en gran medida, las operaciones llevadas a cabo entre los bancos, bien con sus propias filiales en el extranjero o con otros bancos. Esto fue perceptible tanto en el aumento de los activos exteriores en el período previo a las turbulencias financieras como en el período de corrección observado a partir de 2008. La disminución de los préstamos interbancarios transfronterizos representa un intento de ajustar el tamaño de sus balances y de centrarse en la actividad crediticia principal. Al mismo tiempo, es posible que esta reducción refleje la paralización de la actividad en los mercados financieros internacionales, tras la quiebra de Lehman Brothers. Lo anterior señala un descenso en las actividades de las entidades de crédito de la zona del euro realizadas a través de los centros financieros internacionales. En el período transcurrido desde finales de 2008, las IFM de la zona del euro (excluido el Eurosistema) también han continuado aumentando sus tenencias de deuda pública extranjera, al tiempo que han reducido considerablemente su financiación de residentes privados no bancarios en el resto del mundo. La evolución de la posición «no asignable» recoge la reducción, en el lado del pasivo del balance, de los instrumentos negociables a corto plazo emitidos por las IFM de la zona en poder de no residentes.

Gráfico C Activos y pasivos exteriores de las IFM, por sector de contrapartida

(flujos anuales en mm de euros)



Fuente: BCE.

Nota: Sector IFM, excluido el Eurosistema. Los pasivos se muestran con el signo opuesto. Los activos exteriores «no asignables» incluyen los valores de renta variable mantenidos en el resto del mundo, para los que no se dispone de desagregación por sectores. Los pasivos exteriores «no asignables» incluyen las participaciones en fondos del mercado monetario y los valores distintos de acciones a corto plazo de las IFM comprados por no residentes, para los que no se dispone de desagregación por sectores.

La perspectiva geográfica

En el gráfico D se presenta una desagregación estimada de los activos y pasivos exteriores frente a residentes en países de la UE no pertenecientes a la zona del euro y en el resto del mundo (excluida la UE). El Reino Unido ha desempeñado tradicionalmente un papel fundamental en las operaciones exteriores de las IFM de la zona del euro, sobre todo en lo que se refiere a las operaciones con bancos no residentes, como consecuencia del papel de Londres como centro financiero. El volumen de las operaciones con el resto del mundo (excluida la UE) es también muy elevado y es menos probable que tengan un banco de contrapartida. Los países de Europea Central y Oriental pertenecientes a la UE desempeñan un papel secundario en la posición de las IFM de la zona del euro frente al exterior, aunque puede que hayan desempeñado un papel más importante en los sectores IFM de algunos Estados miembros.

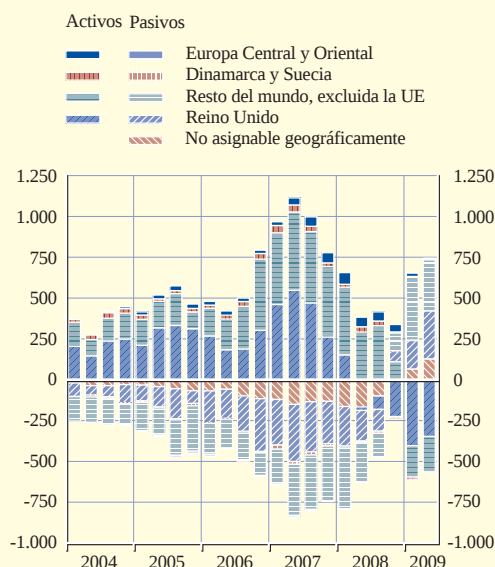
En el período desde 2004 hasta principios de 2006, los prestatarios residentes en el Reino Unido parecen haber sido las principales contrapartidas de los préstamos de las IFM al resto del mundo, mientras que la financiación de las IFM de la zona del euro procedente del Reino Unido fue mucho más limitada. Desde mediados de 2006 hasta el inicio de las turbulencias financieras, el crecimiento

de los préstamos transfronterizos se debió, principalmente, a las operaciones con el resto del mundo (excluida la UE). Por el contrario, la contracción observada posteriormente en los préstamos reflejó predominantemente una reducción de los activos frente a residentes en el Reino Unido. En lo que se refiere a los pasivos exteriores, el reciente flujo de salida puede atribuirse, sobre todo, a las retiradas por parte de los no residentes en la UE.

Las distintas perspectivas ayudan a arrojar cierta luz sobre los factores determinantes de la evolución observada recientemente en las posiciones frente al exterior. Tras los significativos aumentos registrados en los activos (y pasivos) exteriores entre 2004 y principios de 2008, el sector IFM de la zona del euro ha reducido considerablemente sus activos y pasivos frente al resto del mundo después de que se intensificaran las turbulencias financieras. La evidencia de las distintas perspectivas sugiere que esta reducción de las operaciones internacionales —que refleja, principalmente, un descenso de los préstamos otorgados y de los depósitos recibidos— se ha producido predominantemente frente a bancos no residentes radicados en los principales centros financieros, sobre todo en el Reino Unido. A diferencia de lo ocurrido en algunas crisis financieras internacionales anteriores, en el episodio actual han sido las exposiciones de los bancos a otros países industrializados las que más se han deteriorado. En suma, será necesario efectuar un estrecho seguimiento de las repercusiones de la reducción de la posición frente al exterior sobre la financiación de la economía real de la zona del euro y la integración de los mercados financieros internacionales.

Gráfico D Activos y pasivos exteriores de las IFM, por país/región

(flujos anuales en mm de euros)



Fuente: Estimaciones del BCE.

Nota: Sector IFM, excluido el Eurosistema. Los pasivos se muestran con el signo opuesto. Los pasivos exteriores «no asignables geográficamente» incluyen las participaciones en fondos del mercado monetario y los valores distintos de acciones a corto plazo de las IFM comprados por no residentes, para los que no se dispone de desagregación geográfica.

Recuadro 2

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

En este recuadro se presentan los principales resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de octubre de 2009 que realiza el Eurosistema¹. En el tercer trimestre de 2009, el porcentaje neto² de entidades de crédito participantes en la encuesta que señaló que se había producido un

1 La fecha límite para la recepción de datos de las entidades participantes fue el 2 de octubre de 2009. El 28 de octubre de 2009 se publicó una valoración exhaustiva de los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios de octubre de 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»).

endurecimiento de los criterios aplicados para la aprobación de préstamos y líneas de crédito a empresas volvió a reducirse considerablemente, lo que hizo que el endurecimiento neto casi se interrumpiera. Por tanto, se confirman los indicios de que se produjo un punto de inflexión en la tendencia hacia el endurecimiento observada en la encuesta de abril de 2009. Al mismo tiempo, se ha de tener presente que el endurecimiento neto acumulado durante el período de turbulencias financieras todavía no ha empezado a invertirse. 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 disminuyó en el tercer trimestre de 2009. Para el cuarto trimestre de 2009, las entidades esperaban una leve relajación, en términos netos, de los criterios aplicados para la aprobación de préstamos a empresas y una nueva reducción del endurecimiento neto de los criterios aplicados a los préstamos a hogares. En cuanto a la demanda, las entidades indicaron que la demanda neta de préstamos a empresas se mantuvo negativa, pero en menor medida que en el segundo trimestre, mientras que la demanda neta³ de préstamos para adquisición de vivienda volvió a aumentar en el tercer trimestre.

Préstamos o líneas de crédito a empresas

Criterios de aprobación del crédito: En el tercer trimestre de 2009, el porcentaje neto de entidades que señaló que se había producido un endurecimiento de los criterios aplicados para la aprobación de préstamos y líneas de crédito a empresas volvió a reducirse considerablemente y se situó en el 8%, en comparación con el 21% del segundo trimestre y el 43% del primer trimestre (véase gráfico A). El endurecimiento neto fue similar para las grandes empresas (el 11%) y para las pequeñas y medianas empresas —pymes— (el 12%). Todos los factores contribuyeron a la disminución del endurecimiento neto de los criterios. Los principales factores determinantes del endurecimiento neto en la zona del euro continuaron siendo las perspectivas de sectores o sociedades concretas (un porcentaje neto del 38%, frente al 47% del segundo trimestre) y las expectativas relativas a la actividad económica en general (un porcentaje neto del 26%, en comparación con el 46% del segundo trimestre). No obstante, para los dos factores, el endurecimiento neto continuó disminuyendo notablemente en el tercer trimestre de 2009. Se ha de destacar que algunos factores de oferta, concretamente la capacidad de las entidades para acceder a la financiación en los mercados (–3%) y su situación de liquidez (–9%), contribuyeron a la relajación de los criterios aplicados para la aprobación de préstamos a empresas.

El endurecimiento neto de las condiciones relacionadas con el precio y de otras condiciones aplicadas en la concesión de préstamos a empresas disminuyó de forma significativa en el tercer trimestre de 2009 (véase gráfico B). En particular, el endurecimiento neto de los márgenes aplicados a los préstamos ordinarios y a los de mayor riesgo volvió a reducirse considerablemente y se situó en el 13% (desde el 35% del segundo trimestre) y en el 31% (frente al 56%), respectivamente. El grado de endurecimiento neto de las otras condiciones no relacionadas con el precio también experimentó un descenso.

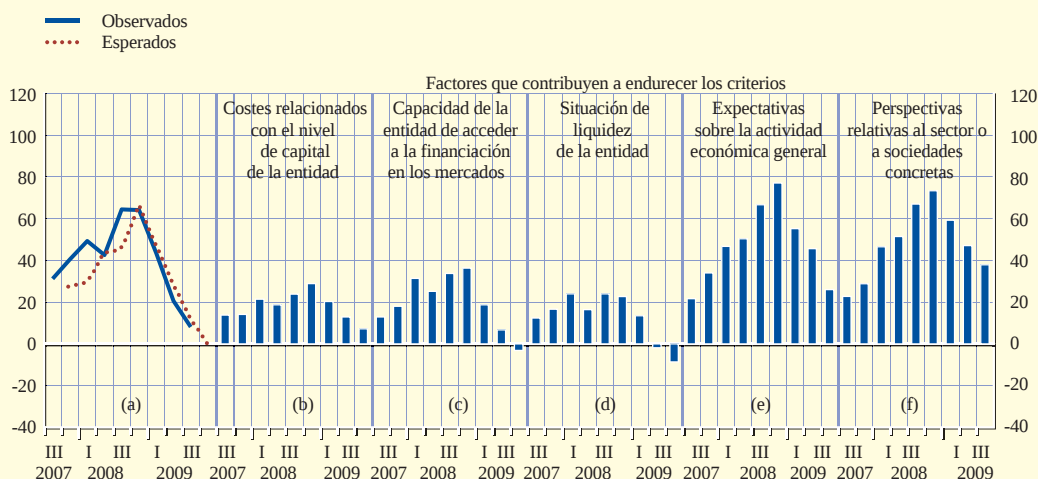
En cuanto a las expectativas, las entidades participantes en la encuesta esperan una leve relajación neta de los criterios aplicados para la aprobación de préstamos a empresas en el cuarto trimestre de 2009 (–1%; véase gráfico A).

Demanda de préstamos: La demanda neta de préstamos por parte de las empresas volvió a disminuir, aunque de manera más moderada, en el tercer trimestre de 2009, registrando un porcentaje neto del –20% (frente al –29% del segundo trimestre; véase gráfico C). La demanda neta fue considerablemen-

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)

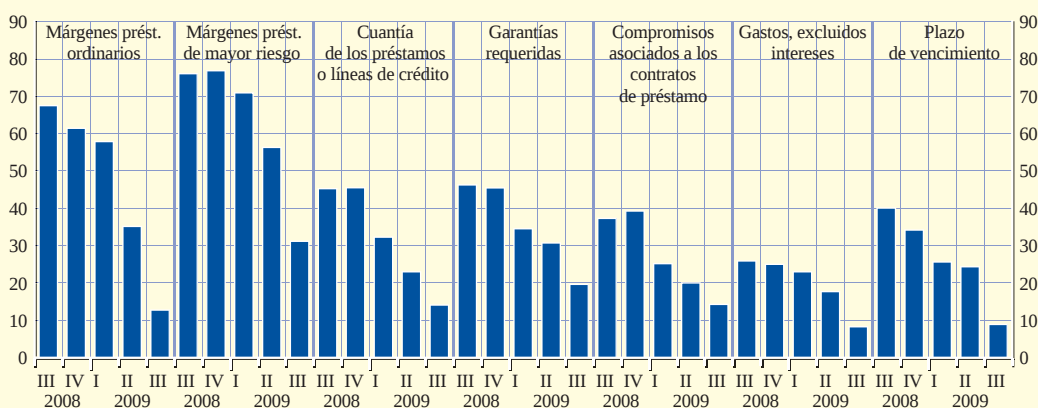


Notas: En el panel (a) el porcentaje neto se refiere a la diferencia entre la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han endurecido considerablemente» y «se han endurecido en cierta medida» y la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han relajado en cierta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

te más negativa para las grandes empresas (el -27%) que para las pymes (el -17%). Las inversiones en capital fijo, así como las fusiones y adquisiciones y reestructuraciones de empresa, fueron los dos factores que más contribuyeron a la demanda neta negativa observada (el -52% y el -33%, respectivamente), con un impacto que prácticamente no se modificó con respecto al segundo trimestre. La financiación en los mercados, en particular mediante la emisión de valores de renta fija por parte de las empresas, tam-

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)



Nota: 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».

bién contribuyó negativamente a la demanda neta de préstamos (el -12%, frente al -7% del segundo trimestre), lo que indica una mejora en las condiciones de financiación en los mercados.

En cuanto a las expectativas para el cuarto trimestre de 2009, se espera que la demanda neta de préstamos por parte de las empresas sea ligeramente positiva (1%), sin variaciones con respecto a las expectativas del trimestre anterior (véase gráfico C).

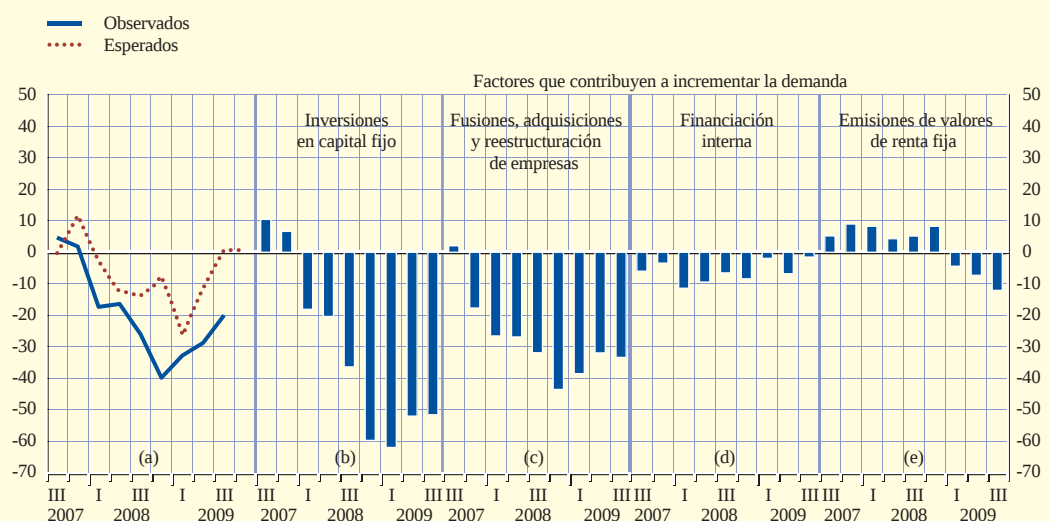
Préstamos a hogares para adquisición de vivienda

Criterios de aprobación del crédito: En el tercer trimestre de 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 14% (frente al 22% del segundo trimestre y el 28% del primer trimestre; véase gráfico D). La disminución del endurecimiento neto de los criterios aplicados a esta modalidad de préstamo estuvo determinada por la menor percepción de riesgos por parte de las entidades de crédito en relación con la actividad económica en general (el 19%, frente al 29%) y con las perspectivas relativas al mercado de la vivienda (el 14%, frente al 22%).

En cuanto a las condiciones aplicadas a los nuevos préstamos para adquisición de vivienda, el endurecimiento neto de los márgenes volvió a reducirse en el tercer trimestre para los préstamos ordinarios (el 6%, frente al 10% del segundo trimestre) y para los préstamos de mayor riesgo (el 23%, frente al 35%). Después de que las condiciones no relacionadas con el precio no se modificaran, en general, en el segundo trimestre, el endurecimiento neto de las garantías solicitadas y de la relación entre el principal y el valor de la garantía disminuyó considerablemente en el tercer trimestre.

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

(en porcentaje neto)



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

De cara al cuarto trimestre de 2009, las entidades participantes en la encuesta esperan que el endurecimiento neto de los criterios aplicados para la aprobación de préstamos para adquisición de vivienda siga siendo positivo, pero que continúe disminuyendo (hasta el 5%; véase gráfico D).

Demanda de préstamos: El porcentaje neto de entidades participantes en la encuesta que señaló un aumento de la demanda de préstamos para adquisición de vivienda se incrementó de nuevo, hasta el 10%, en el tercer trimestre de 2009, desde el 4% del segundo trimestre (véase gráfico E). Este aumento estuvo determinado, en particular, por una valoración considerablemente menos negativa de las perspectivas relativas al mercado de la vivienda y de la confianza de los consumidores, en comparación con el segundo trimestre. Para el cuarto trimestre de 2009, se espera que la demanda neta de esta modalidad de préstamo continúe siendo positiva (el 9%).

Crédito al consumo y otros préstamos a hogares

Criterios de aprobación del crédito: En el tercer trimestre de 2009, el porcentaje neto de entidades que señaló que se había producido un endurecimiento de los criterios aplicados para la aprobación del crédito al consumo y otros préstamos a hogares volvió a descender, hasta el 13% (desde el 21% del segundo trimestre de 2009; véase gráfico F). 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.

Para el cuarto trimestre de 2009, las entidades esperan que el endurecimiento neto de los criterios aplicados al crédito al consumo y otros préstamos a hogares siga disminuyendo (hasta el 9%; véase gráfico F).

Demanda de préstamos: La demanda neta de crédito al consumo y otros préstamos a hogares continuó disminuyendo en el tercer trimestre de 2009 (el -9%), aunque considerablemente menos que en el segundo trimestre (el -26%; véase gráfico E). El factor que más contribuyó a la moderación de la

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

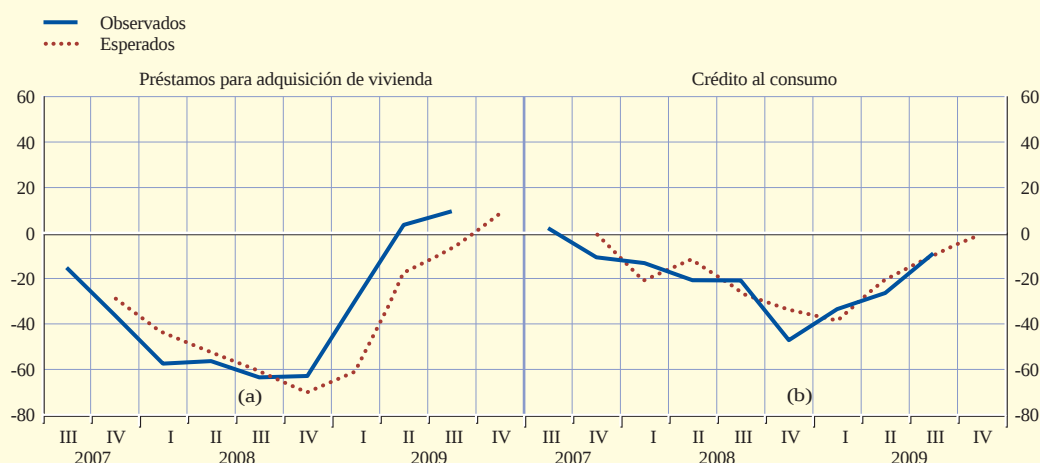
(en porcentaje neto)



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.

demanda siguió siendo la confianza de los consumidores (el -20%, frente al -29% del segundo trimestre), mientras que el impacto negativo relacionado con el gasto en bienes de consumo duradero se redujo notablemente (hasta el -6%, frente al -28%). En lo que respecta a las expectativas, se espera que la demanda neta de crédito al consumo y otros préstamos a hogares no se modifique (0%) en el cuarto trimestre de 2009 (véase gráfico E).

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.

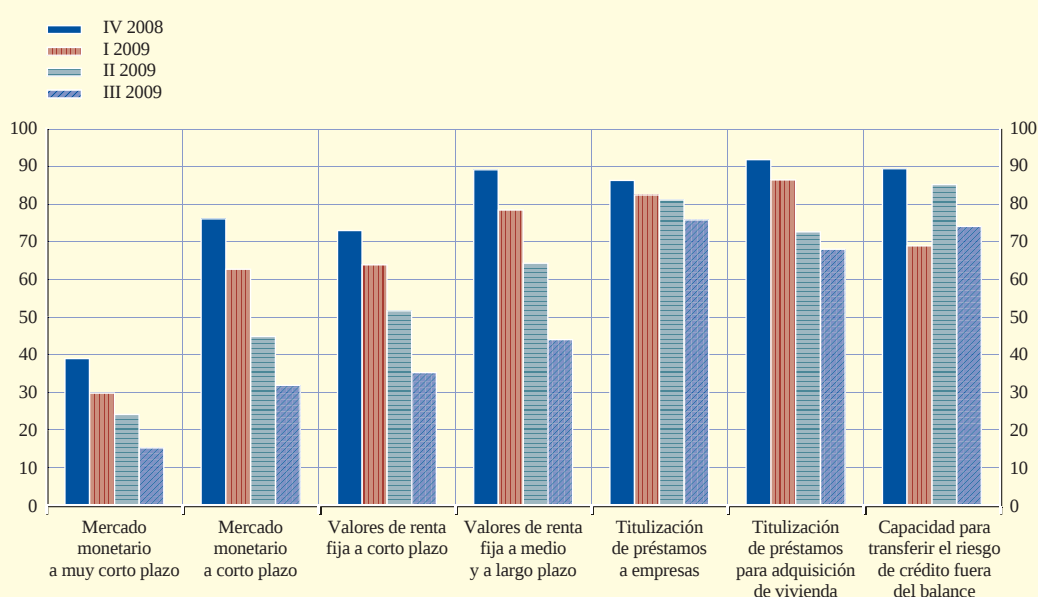
Preguntas ad hoc sobre las turbulencias en los mercados financieros

Al igual que en encuestas anteriores, en la de octubre de 2009 se plantearon una serie de preguntas ad hoc con el objeto de conocer el impacto de las tensiones registradas en los mercados financieros desde el segundo semestre de 2007.

Para el tercer trimestre de 2009, las entidades participantes en la encuesta indicaron que el acceso a la financiación en los mercados mayoristas había planteado menos dificultades que en el segundo trimestre en todos los mercados y categorías que se muestran en el gráfico G. En el caso del acceso a la financiación en los mercados monetarios a muy corto plazo y a corto plazo, el 15% y el 32%, respectivamente, de las entidades que participaron en la encuesta señalaron que dicho acceso se vio dificultado como consecuencia de las turbulencias financieras. Aunque los porcentajes de entidades que declararon dificultades para acceder a los mercados de renta fija a corto plazo y a medio y largo plazo (el 35% y el 44%, respectivamente) fue más elevado que los señalados para la financiación a través de los mercados monetarios, dichos porcentajes fueron considerablemente más reducidos que en el segundo trimestre. En cuanto a la titulización, se registró cierta mejora en el acceso a este mercado. No obstante, el acceso a esta fuente de financiación continuó planteando dificultades, según el 68%-76% de las entidades participantes, dependiendo del tipo de titulización. Para los tres próximos meses, las entidades esperan una nueva mejora en el acceso a los mercados financieros, en particular a los mercados de valores de renta fija a medio y largo plazo y a los de titulización, en los que la situación todavía se considera más complicada que la de los mercados monetarios y de valores de renta fija a corto plazo.

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.

Según las entidades participantes en la encuesta, 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, continuaron contribuyendo a mejorar el acceso de las entidades a la financiación en los mercados mayoristas en el tercer trimestre de 2009. El 55% de las entidades participantes (frente al 60% en el segundo 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 consonancia, en líneas generales, con la mejora registrada en el acceso a los mercados financieros mayoristas, las entidades señalaron que el impacto sobre su política crediticia, en lo que respecta a los márgenes aplicados y a las cantidades otorgadas, derivado de las mayores dificultades de acceso a estos mercados, disminuyó en el tercer trimestre de 2009. Este impacto continuó siendo más intenso sobre los márgenes que sobre el volumen concedido. En cuanto al efecto de las mayores dificultades de acceso a la titulación sobre los préstamos bancarios, las entidades también indicaron un impacto algo menor sobre el volumen y sobre los márgenes aplicados que en el trimestre anterior.

2.2 EMISIONES DE VALORES

El crecimiento de la emisión total de valores distintos de acciones siguió siendo intenso en agosto de 2009, aunque volvió a moderarse ligeramente con respecto a la elevada tasa registrada en meses anteriores. La emisión de este tipo de valores por las sociedades no financieras de la zona del euro continuó siendo dinámica en agosto de 2009, impulsada, en gran parte, por la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo. La evolución de las emisiones del sector empresas refleja la mejora observada en las condiciones de los mercados de capitales y, probablemente, la sustitución de la financiación bancaria por la financiación en los mercados, dado que el coste de la financiación mediante valores de renta fija ha disminuido con más rapidez que los tipos de interés aplicados a los préstamos bancarios y dado que persiste el endurecimiento de los criterios aplicados por las entidades para la aprobación de préstamos y líneas de crédito. De igual modo, la emisión de acciones cotizadas por residentes en la zona del euro continuó su moderada tendencia al alza en agosto de 2009.

VALORES DISTINTOS DE ACCIONES

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro descendió hasta situarse en el 11% en agosto de 2009, frente al 11,8% del mes anterior (véase cuadro 3), confirmando con ello que el crecimiento de la emisión de valores distintos de acciones ha experimentado una ligera moderación, aunque se mantiene en niveles elevados. Esto también se refleja en la tasa de crecimiento semestral anualizada y desestacionalizada de la emisión de este tipo de valores, que ha estado apuntando a que la sólida expansión de la emisión total de valores en los últimos meses se ha moderado levemente (véase gráfico 7). No obstante, la cifra total oculta ciertas diferencias en la evolución de los distintos plazos de vencimiento y de los diferentes emisores.

En cuanto a los plazos de vencimiento, aunque la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones a corto plazo se mantuvo en niveles altos, siguió descendiendo con rapidez y se situó en el 14% en agosto de 2009, desde el 18,7% del mes anterior. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores a largo plazo continuó siendo elevada, del 10,6%, en agosto de 2009. La emisión de este tipo de valores puede dividirse en valores a tipo de interés variable y valores a tipo de interés fijo. En los últimos meses, los emisores han favorecido claramente a los valores distintos de accio-

nes a largo plazo a tipo de interés fijo, que representan casi el 70% del saldo vivo de la emisión de este tipo de valores. La tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo a tipo fijo aumentó desde el 5,4% de principios de año hasta el 10,6% en agosto de 2009. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a largo plazo a tipo de interés variable continuó descendiendo y se situó en el 10,9%.

En cuanto a la emisión por sectores, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las sociedades no financieras prácticamente no se modificó y fue del 12,6% en agosto de 2009. El crecimiento sostenido de la emisión de este tipo de valores estuvo impulsado, principalmente, por los valores a largo plazo, mientras que la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones a corto plazo por las sociedades no financieras fue considerablemente negativa en los meses del año transcurridos hasta agosto de 2009. Actualmente, las empresas de la zona del euro están aprovechando el acusado descenso del coste relativo de financiación mediante valores de renta fija con el fin de asegurarse financiación a largo plazo. Ciertamente, entre noviembre de 2008 y agosto de 2009, el coste real de esta fuente de financiación cayó con mucha más rapidez que los tipos correspondientes aplicados por las IFM a los préstamos y líneas de crédito. Esto se debió a las mejoras registradas en las condiciones de financiación en los mercados de capitales, y los diferenciales de los valores de renta fija privada retornaron a niveles inferiores a los observados inmediatamente antes de la intensificación de la crisis financiera en septiembre de 2008, aunque siguieron en nive-

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.

Cuadro 3 Valores emitidos por residentes en la zona del euro

Sector emisor	Saldo vivo (mm de euros) 2009 Agosto	Tasas de crecimiento interanual ¹⁾					
		2008 III	2008 IV	2009 I	2009 II	2009 Jul	2009 Ago
Valores distintos de acciones	14.090	7,3	7,8	10,6	12,0	11,8	11,0
IFM	5.439	8,2	5,7	5,9	5,9	4,3	3,6
Instituciones financieras no monetarias	2.156	22,9	23,7	31,1	32,7	31,0	27,6
Sociedades no financieras	763	4,1	5,1	7,8	10,3	13,1	12,6
Administraciones Públicas	5.731	2,4	5,6	9,6	12,1	13,2	13,0
De las cuales:							
Administración Central	5.377	2,4	5,7	9,9	12,3	13,5	13,3
Otras Administraciones Públicas	354	3,0	2,9	5,9	9,6	9,5	9,0
Acciones cotizadas:	4.044	0,6	0,8	1,2	1,9	2,7	2,7
IFM	572	2,8	4,9	7,2	8,7	9,5	9,4
Instituciones financieras no monetarias	371	2,6	2,6	3,1	3,4	3,9	3,6
Sociedades no financieras	3.171	0,0	-0,1	0,0	0,7	1,6	1,7

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».

les ligeramente por encima de los registrados antes de la crisis (es decir, julio de 2007), pese al incremento paralelo de las tasas de impago de empresas.

Al mismo tiempo, el dinamismo observado en la emisión de estos valores por las sociedades no financieras también podría deberse, en parte, al deterioro en la disponibilidad de financiación bancaria a través de un endurecimiento de las condiciones establecidas para la concesión de préstamos bancarios (véanse, en el recuadro 2, los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de octubre de 2009). El moderado nivel de operaciones de fusión y adquisición, uno de los principales determinantes tradicionales de la emisión de valores distintos de acciones, confirma la valoración de que las empresas, especialmente las grandes, pueden haberse dirigido a los mercados de capitales para eludir el endurecimiento de los criterios aplicados para la aprobación de préstamos bancarios. En la encuesta sobre préstamos bancarios de octubre de 2009, un porcentaje creciente de las entidades participantes indicó que la competencia de la financiación en los mercados contribuyó a la desaceleración de la demanda de crédito bancario.

En cuanto al sector financiero, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones por las IFM volvió a disminuir y se situó en el 3,6% en agosto de 2009, frente al 4,2% del mes anterior, como consecuencia de la rápida caída de la tasa correspondiente de la emisión de valores distintos de acciones a corto plazo, hasta el -4,2% en agosto de 2009, desde el 1,7% del mes precedente, mientras que el crecimiento de la emisión de este tipo de valores a largo plazo se mantuvo prácticamente invariable, en el 4,9%. De igual modo, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las instituciones financieras no monetarias experimentó una reducción y se situó en el 27,6% en agosto de 2009, esto es, aproximadamente 3 puntos porcentuales por debajo del nivel observado el mes precedente. La tasa de crecimiento semestral anualizada y desestacionalizada también se moderó en agosto de 2009, en comparación con el mes anterior. Las emisiones de las instituciones financieras no monetarias, al igual que las de otros emisores, siguieron centrándose en los valores a más largo plazo.

Por último, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las Administraciones Públicas se mantuvo en niveles elevados en agosto de 2009, mes en que se situó en el 13%. El fuerte impulso observado en la emisión de deuda pública se debe a que continúan las sustanciales necesidades de financiación del sector público de la zona del euro, y se ha de observar que la tasa de crecimiento de la emisión de deuda pública a corto plazo registró un crecimiento muy intenso.

ACCIONES COTIZADAS

La tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro no se modificó y fue del 2,7% en agosto de 2009 (véase gráfico 8). La tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones por las IFM se mantuvo elevada, en el 9,4%, reflejando los continuados esfuerzos de muchas entidades de crédito de la zona del euro por mejorar sus balances incrementando sus bases de capital. Otro rasgo reseñable es el au-

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

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

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

mento de la tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras, que se situó en el 1,7% en agosto de 2009, el nivel más alto observado desde mayo de 2001, una mejora que posiblemente estuvo impulsada por la positiva evolución de los mercados de valores en los últimos meses y las continuas necesidades de reforzar los balances de las empresas.

2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

Tanto los tipos de interés del mercado monetario sin garantías como los tipos con garantías se mantuvieron relativamente estables en octubre de 2009, prácticamente invariables con respecto al mes anterior. La liquidez en la zona del euro continuó siendo abundante, tras la adjudicación de las dos primeras operaciones de financiación a plazo más largo con vencimiento a un año el 24 de junio y el 30 de septiembre de 2009. Esto quedó reflejado en el descenso de la demanda observado en las operaciones principales de financiación y en las otras operaciones de financiación a plazo más largo, todas realizadas aplicando procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena. Además, el Eurosistema continuó realizando adquisiciones directas de bonos garantizados en el contexto del programa de adquisiciones que comenzó el 6 de julio de 2009.

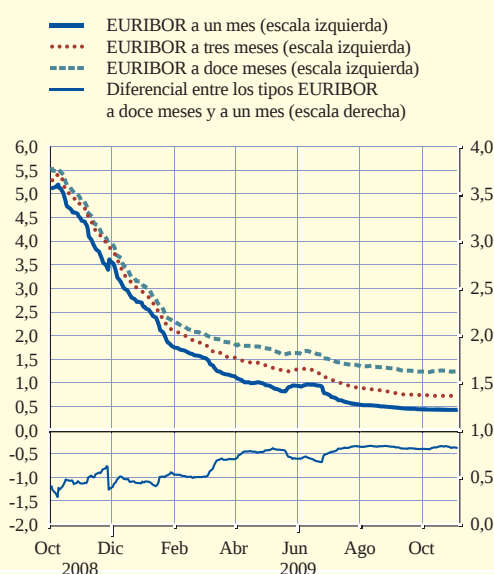
Los tipos de interés del mercado monetario sin garantías se mantuvieron estables en octubre de 2009. El 4 de noviembre, los tipos EURIBOR a un mes, a tres meses, a seis meses y a doce meses se situaban en el 0,43%, el 0,72%, el 1% y el 1,24%, respectivamente, prácticamente sin variaciones con respecto a los niveles del 7 de octubre. La pendiente de la curva de tipos del mercado monetario aumentó ligeramente, y el diferencial entre los tipos EURIBOR a doce meses y a un mes se situó en 81 puntos básicos el 4 de noviembre, 2 puntos básicos por encima del nivel observado el 7 de octubre, y los dos tipos se movieron en direcciones opuestas (véase gráfico 9).

Los tipos de interés del mercado monetario con garantías obtenidos del índice del EONIA swap experimentaron un ligero descenso. En el segmento a tres meses, la caída del tipo swap fue menos pronunciada que la del EURIBOR, lo que se tradujo en una disminución moderada del diferencial entre los tipos sin garantías y los tipos con garantías. Este diferencial se situó en 26 puntos básicos el 4 de noviembre, esto es, 1 punto básico por encima del nivel observado el 7 de octubre.

Los tipos de interés implícitos en los precios de los futuros del EURIBOR a tres meses con vencimiento en diciembre de 2009 y marzo de 2010 cayeron 3 puntos básicos entre el 7 de octubre y el 4 de noviembre, fecha en que se situaron en el 0,760% y el 0,935%, respectivamente, mientras que el tipo implícito en el contrato con vencimiento en junio de 2010 se incrementó 4 puntos básicos, hasta el 1,265%.

Gráfico 9 Tipos de interés del mercado monetario

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



Fuentes: BCE y Reuters.

El EONIA fue estable, en líneas generales, en octubre, y se situó en niveles en torno a 10 puntos básicos por encima del tipo de interés de la facilidad de depósito, el 0,25% (véase gráfico 10). La única excepción fue el 13 de octubre, último día del noveno período de mantenimiento del año, fecha en que el EONIA se elevó hasta alcanzar el 0,57%, como consecuencia de una operación de ajuste de absorción de liquidez realizada por el Eurosistema. En esa operación, en la que se aplicó un procedimiento de subasta a tipo de interés variable, se absorbieron 169,7 mm de euros a un tipo máximo del 1%, un tipo marginal del 0,8% y un tipo medio ponderado del 0,74%.

El volumen de las operaciones de mercado abierto, que aumentó temporalmente hasta situarse en torno a 743 mm de euros tras la liquidación de la segunda operación de financiación a plazo más largo (OFPML) a un año el 30 de septiembre, reanudó su descenso, y el 4 de noviembre se situó en 685,2 mm de euros. Desde principios de octubre, la demanda de liquidez en las operaciones principales de financiación y en las operaciones de financiación a plazo más largo —y, por tanto, la liquidez proporcionada en estas operaciones dado el procedimiento de subasta con adjudicación plena que aplica actualmente el Eurosistema— se ha situado constantemente por debajo de los importes que vencían. Esta tendencia ha sido más pronunciada en el caso de las operaciones a plazo más largo, debido principalmente a las OFPML a un año. No obstante, en conjunto, el plazo medio de las operaciones de liquidez se ha alargado, y, actualmente, las operaciones principales de financiación sólo representan alrededor del 7% del total de la liquidez, en comparación con aproximadamente el 50% observado en junio antes de la liquidación de la primera OFPML a un año.

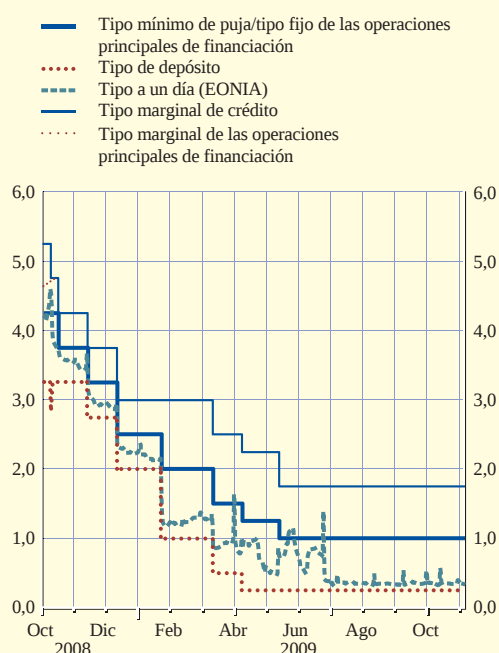
En las operaciones principales de financiación realizadas los días 6, 13, 20 y 27 de octubre, el BCE adjudicó 62,6 mm de euros, 61,6 mm de euros, 49,8 mm de euros y 48,7 mm de euros, respectivamente. En cuanto a las operaciones a plazo más largo, el BCE realizó tres OFPML especiales con vencimiento a uno, tres y seis meses en octubre, así como una OFPML regular a tres meses. El BCE adjudicó 7,7 mm de euros en la OFPML especial con vencimiento a un mes efectuada el 13 de octubre, y 1,1 mm de euros y 2,4 mm de euros, respectivamente, en las OFPML especiales con vencimiento a tres y seis meses del 7 de octubre. En la OFPML regular a tres meses realizada el 29 de octubre, el BCE adjudicó 3,3 mm de euros.

El superávit de liquidez del mercado monetario de la zona del euro fue absorbido principalmente mediante el recurso a la facilidad de depósito, que se mantuvo elevado, en 91,5 mm de euros, el 4 de noviembre, pero por debajo del recurso medio diario de 109,6 mm de euros observado en el período de mantenimiento anterior, que finalizó el 13 de octubre.

El 6 de octubre, de conformidad con la decisión adoptada por el Consejo de Gobierno el 24 de octubre, el Eurosistema, haciendo uso de los acuer-

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

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

dos recíprocos de divisas (líneas *swap*) con la Reserva Federal, realizó la última operación de inyección de liquidez en dólares estadounidenses con vencimiento a 84 días. No obstante, el Eurosistema continuó proporcionando liquidez en esta divisa a través de operaciones a una semana respaldadas por activos de garantía admitidos por el Eurosistema. De igual modo, el Eurosistema, de conformidad con el acuerdo con el Banco Nacional de Suiza, continuó proporcionando financiación a una semana en francos suizos mediante operaciones de *swaps* de divisas.

Por último, el Eurosistema ha seguido adquiriendo bonos garantizados admitidos en el programa que se inició el 6 de julio. El importe total de los bonos garantizados adquiridos entre el 6 de julio y el 4 de noviembre ascendió a unos 21 mm de euros, frente a un importe total anunciado de compras directas de 60 mm de euros hasta finales de junio de 2010.

2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

En octubre, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo aumentó ligeramente en la zona del euro, como consecuencia, en parte, del elevado volumen de emisiones registrado en el citado mes y de la mejora de los datos macroeconómicos. El rendimiento de los bonos a largo plazo se incrementó algo más en Estados Unidos durante el mismo período. En octubre, la volatilidad implícita de los mercados de renta fija aumentó ligeramente en la zona del euro y en Estados Unidos. Las expectativas de inflación obtenidas de los bonos indicados con la inflación de la zona del euro parecen mantenerse firmemente ancladas. Los diferenciales de renta fija privada de la zona del euro se estrecharon nuevamente en octubre, volviendo a niveles similares a los observados antes de la intensificación de la crisis financiera en septiembre de 2008.

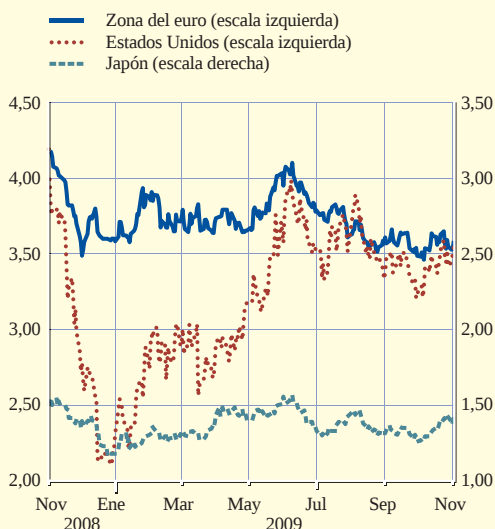
En comparación con finales de septiembre, el rendimiento de la deuda pública a diez años aumentó unos 10 puntos básicos en la zona del euro y unos 20 puntos básicos en Estados Unidos, hasta situarse en el 3,6%, en ambos casos, el 4 de noviembre (véase gráfico 11). En consecuencia, el diferencial entre el rendimiento nominal de la deuda pública a diez años en Estados Unidos y en la zona del euro se estrechó, hasta situarse en cero puntos porcentuales. El aumento del rendimiento de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro puede explicarse, en parte, por el elevado volumen de emisiones observado en octubre y por la mejora de las perspectivas macroeconómicas. El incremento del rendimiento de los bonos estadounidenses a diez años es reflejo de la publicación de datos más favorables de lo previsto y de revisiones de las expectativas del mercado respecto a la trayectoria futura de los tipos de interés oficiales en Estados Unidos, tras las observaciones realizadas por el presidente de la Reserva Federal en la tercera semana del mes. Hacia finales de octubre, el elevado volumen de emisiones de bonos estadounidenses encontró una fuerte demanda, en el contexto de una corrección de los mercados bursátiles y de presiones al alza sobre el tipo de cambio del dólar estadounidense, con una ligera disminución del rendimiento, en comparación con los niveles observados a mediados de mes. En octubre, la volatilidad implícita de los mercados de renta fija creció ligeramente en la zona del euro y en Estados Unidos.

La reducción de la mayor parte de los diferenciales de seguros de riesgo de crédito a diez años entre los países de la zona del euro estuvo acompañada de un estrechamiento de los diferenciales de deuda soberana de la zona frente a Alemania, con una notable excepción en Grecia, donde el diferencial se amplió ligeramente.

En comparación con finales de septiembre, el rendimiento de los bonos a cinco años indicados con la inflación de la zona del euro se mantuvo prácticamente sin cambios, situándose en el 0,8% el 4 de noviembre,

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.

mente, parece estar relacionada con factores técnicos, concretamente con la normalización en curso, pero incompleta, de la situación de liquidez en todos los plazos, tras la crisis financiera, y con la creciente demanda de bonos que ofrecen protección contra la inflación. De cara al futuro, el esperado

mientras que el rendimiento real de los bonos a diez años se elevó 20 puntos básicos, hasta el 1,6%, en la misma fecha (véase gráfico 12). En consecuencia, el rendimiento real *forward* a cinco años dentro de cinco años se incrementó 30 puntos básicos, hasta situarse en el 2,3%. Esta evolución es reflejo de la normalización en curso, pero incompleta, de la situación de liquidez del mercado de bonos indicados con la inflación.

Los datos de los mercados financieros siguen sugiriendo que las expectativas de inflación se mantienen firmemente ancladas. El 4 de noviembre, las tasas de inflación implícitas *spot* a cinco y a diez años se situaron en el 1,8% y el 2,1%, respectivamente, ligeramente por debajo de los niveles registrados a finales de septiembre (véase gráfico 13). La tasa de inflación implícita *forward* a cinco años dentro de cinco años disminuyó 20 puntos básicos, hasta el 2,4%. Sin embargo, la elevada volatilidad de las tasas de inflación implícitas *forward* a largo plazo y de los tipos de los *swaps* indicados con la inflación, observada reciente-

mente, parece estar relacionada con factores técnicos, concretamente con la normalización en curso, pero incompleta, de la situación de liquidez en todos los plazos, tras la crisis financiera, y con la creciente demanda de bonos que ofrecen protección contra la inflación. De cara al futuro, el esperado aumento de la oferta de bonos indicados con la inflación debería contribuir a mejorar la situación de liquidez a lo largo de la curva de tasas de inflación implícitas.

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)



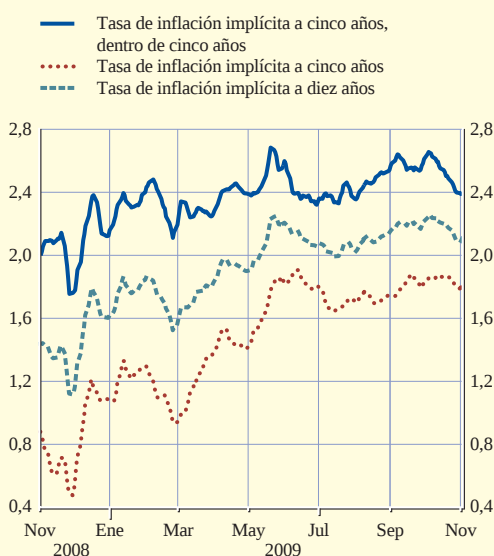
Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

La estructura temporal de los tipos *forward* de la zona del euro muestra cómo el comportamiento general del rendimiento de la deuda pública a largo plazo de la zona puede descomponerse entre las variaciones de las expectativas de tipos de interés (y de las correspondientes primas de riesgo) en distintos horizontes temporales (véase gráfico 14). En octubre, la pendiente de la curva de tipos de interés *forward* implícitos a un día de la deuda pública de la zona del euro se acentuó ligeramente con respecto a finales de septiembre, lo que puede asociarse, probablemente, a un leve incremento de las primas por plazo de vencimiento, como consecuencia del ligero aumento de la volatilidad en los mercados de renta fija.

En los mercados de renta fija privada, los diferenciales de los valores de renta fija de alta calidad

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

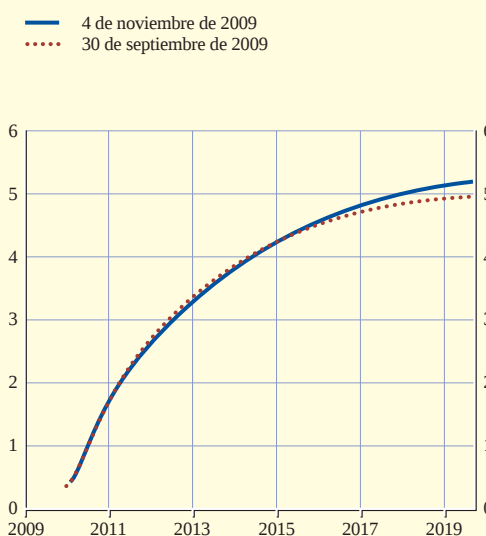
(en porcentaje; medias móviles de cinco días de datos diarios; datos desestacionalizados)



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

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

(en porcentaje; datos diarios)



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

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

con calificación crediticia más baja y de los valores de grado especulativo continuaron estrechándose. Ello se reflejó en una elevada emisión de deuda en el sector privado, lo que sigue sugiriendo que la financiación bancaria está siendo sustituida, en cierta medida, por la financiación de mercado. En el contexto actual de mejores expectativas respecto a las perspectivas económicas, el marcado estrechamiento de los diferenciales de renta fija privada (pese al aumento de las tasas de impago en el sector privado, a raíz de la pronunciada desaceleración cíclica) probablemente refleja la normalización de la situación en esos mercados, que volvieron a los niveles vigentes antes de la intensificación de la crisis financiera en el pasado otoño, aunque manteniéndose ligeramente por encima de los valores históricos a largo plazo.

2.5 TIPOS DE INTERÉS DE LOS PRÉSTAMOS Y DE LOS DEPÓSITOS

En septiembre de 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. La tendencia a la baja de estos tipos iniciada en noviembre de 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, en general, está en consonancia con regularidades anteriores.

En septiembre de 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 registrados en el mes anterior, como consecuencia de la gradual transmisión de los considerables descensos de los tipos del mercado monetario observados desde noviembre de 2008 (véase gráfico 15). Los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a los préstamos por importes reducidos concedidos a las sociedades no financieras se redujeron 6 puntos básicos en septiembre de 2009, mientras que los tipos de interés aplicados a los préstamos por importes elevados a corto plazo otorgados a este sector registraron una caída de 23 puntos básicos durante el mismo período. De la misma manera, los tipos de interés a corto plazo de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda disminuyeron 19 puntos básicos en septiembre de 2009. Al mismo tiempo, los tipos de interés de los descubiertos en cuenta concedidos a las sociedades no financieras se mantuvieron prácticamente estables, mientras que, en el caso de los hogares, se incrementaron ligeramente.

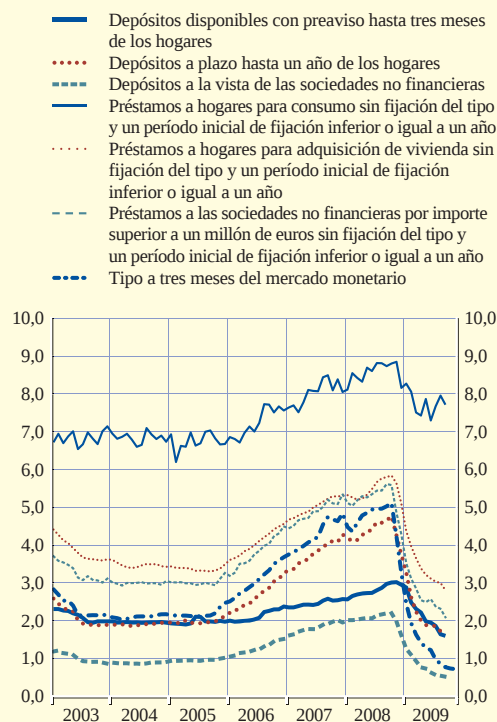
En general, los descensos observados en los tipos de interés a corto plazo de los préstamos en septiembre de 2009 fueron más pronunciados que los de los tipos correspondientes del mercado monetario. Por ejemplo, el EURIBOR a tres meses se redujo 9 puntos básicos. Por consiguiente, aunque los diferenciales entre los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM y los tipos a corto plazo del mercado monetario siguen siendo amplios, se redujeron en septiembre de 2009, y se espera que disminuyan aún más a medida que, eventualmente, se transmitan las variaciones de los tipos de interés de mercado (véase gráfico 16).

Desde una perspectiva de más largo plazo, los tipos de interés a corto plazo aplicados a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda descendieron 299 puntos básicos entre octubre de 2008 y septiembre de 2009. Los tipos de interés equivalentes aplicados a los préstamos por importes reducidos y elevados concedidos a las sociedades no financieras registraron una caída de 298 y 353 puntos básicos, respectivamente, frente a una disminución de 425 puntos básicos del EURIBOR a tres meses. A pesar de la preocupación respecto a las perspectivas de los balances de los prestatarios y de la incertidumbre en cuanto a la renta y la capacidad de los prestatarios para atender sus obligaciones de pago, que están elevando las primas de riesgo de crédito, los recortes de los tipos de interés oficiales parecen haber repercutido en los tipos aplicados por las entidades de crédito a los préstamos y depósitos con un grado de inercia bastante similar al observado en el pasado (véase también 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», en el Boletín Mensual de agosto de 2009).

En septiembre de 2009, la gran mayoría de los tipos de interés a medio y largo plazo aplicados a los préstamos descendieron en un entorno de rendimientos más bajos de la deuda pública (véase gráfico 17).

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

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



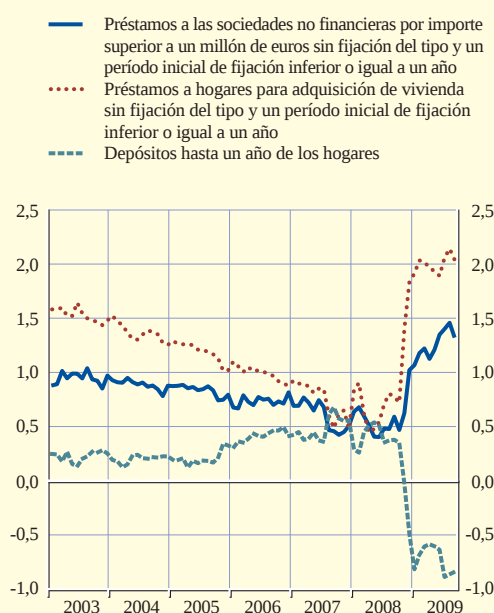
Fuente: BCE.

Los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos por importes reducidos y elevados concedidos a las sociedades no financieras con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años registraron una caída de 8 y 21 puntos básicos, respectivamente. De la misma manera, los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años y hasta diez años y con período inicial del tipo de más de diez años experimentaron un descenso de 6 y 4 puntos básicos, respectivamente. Durante el mismo período, el rendimiento de la deuda pública a siete años se redujo 8 puntos básicos.

Desde una perspectiva de más largo plazo, los descensos observados entre agosto de 2008 y septiembre de 2009 en los tipos de interés a largo plazo aplicados por las IFM a los préstamos a los hogares fueron equivalentes, en general, a aproximadamente la mitad de los 152 puntos básicos en que se redujeron los rendimientos de la deuda pública a siete años durante ese período. Si bien esta evolución podría reflejar, principalmente, el desfase 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, también puede señalar un incremento de las primas de riesgo de crédito. Por el contrario, los tipos a largo plazo aplicados por las IFM a los préstamos por importes reducidos concedidos a las sociedades no financieras descendieron 136 puntos básicos entre agosto de 2008 y septiembre de 2009, mientras que los tipos aplicados por las IFM a los préstamos por importes elevados concedidos a este sector experimentaron una caída de 211 puntos básicos. Así pues, en general, los descensos de los tipos de interés a largo plazo aplicados a

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

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



Fuente: BCE.

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

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

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



Fuente: BCE.

los préstamos concedidos a las sociedades no financieras han sido similares o más pronunciados que los registrados por los tipos de mercado a largo plazo durante este período.

La rentabilidad de las entidades de crédito de la zona del euro depende, entre otras cosas, del diferencial entre los tipos de interés de los préstamos y de los depósitos, tanto el basado en los saldos vivos como el basado en las nuevas operaciones. Ambas medidas se mantuvieron prácticamente sin cambios, en un nivel bajo, durante el año transcurrido hasta septiembre, lo que tiende a confirmar que las entidades han trasladado en un grado bastante similar las reducciones recientes de los tipos de interés oficiales a los tipos aplicados a los préstamos y a los depósitos.

2.6 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

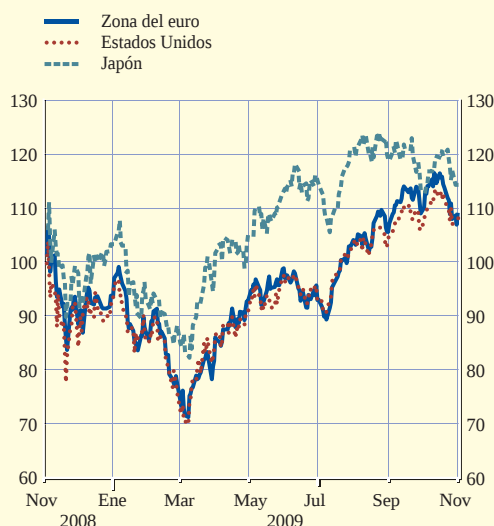
En la mayor parte del mes de octubre, los precios de las acciones siguieron subiendo en la zona del euro y en Estados Unidos, antes de bajar en los últimos días del mes, deshaciendo, en gran medida, las ganancias iniciales. Al mismo tiempo, la volatilidad implícita de los mercados de renta variable aumentó hacia finales de mes. En la zona del euro, el crecimiento de los beneficios por acción esperado en los próximos doce meses volvió a mejorar en octubre y se observó por primera vez en más de un año tanto en el sector financiero como en el no financiero. En general, en la mayor parte del mes de octubre las cotizaciones bursátiles subieron en la zona del euro, como resultado de la publicación de datos económicos más positivos y de revisiones al alza de las expectativas de beneficios. Hacia el final del mes, la realización de beneficios y la persistente incertidumbre de los mercados respecto a las perspectivas económicas pesaron sobre la evolución de los precios de las acciones.

En la mayor parte del mes de octubre, los índices bursátiles de la zona del euro y de Estados Unidos mostraron una tendencia ascendente, antes de experimentar un descenso hacia el final del mes, reflejo, principalmente, de la realización de beneficios por parte de los participantes en el mercado. Este patrón se observó tanto en el sector financiero como en el no financiero. Entre finales de septiembre y el 4 de noviembre, las cotizaciones bursátiles de la zona del euro, medidas por el índice Dow Jones EURO STOXX amplio, las de Estados Unidos, medidas por el índice Standard & Poor's 500, y las de Japón, medidas por el índice Nikkei 225, bajaron un 3,6%, un 1% y un 2,9%, respectivamente (véase gráfico 18). Al mismo tiempo, la incertidumbre a corto plazo de los mercados de renta variable, medida por la volatilidad implícita, se mantuvo, en general, estable en la mayor parte de octubre, pero aumentó hacia el final del mes en la zona del euro y en Estados Unidos (véase gráfico 19).

La tendencia ascendente de los precios de las acciones observada en la zona del euro en la primera mitad de octubre estuvo determinada por la publicación de datos macroeconómicos más favorables de lo previsto, que impulsaron a algunos participantes en el mercado a volver a revisar al alza las perspectivas de crecimiento de la economía de la zona del euro y del resto del mundo. En los últimos meses, la evolución de las cotizaciones bursátiles en Estados Unidos y en la zona del euro ha seguido un patrón muy similar, manteniéndose la correlación de la rentabilidad de las acciones muy por encima de las medias históricas. Ello se debe a que los mercados consideran que se está en presencia de una crisis global y que, por lo tanto, la recuperación de las economías nacionales depende, en gran medida, de la recuperación de la economía mundial. La revisión al alza de la valoración del sector bancario de la zona del euro y de Estados Unidos, realizada en octubre por los principales participantes en el mercado, y la publicación de datos de beneficios positivos contribuyeron a incrementar la confianza de los inversores. Pese a esta evolución favorable, los precios de las acciones permanecen muy por debajo de los elevados niveles alcanzados en el segundo trimestre de 2007.

Gráfico 18 Índices bursátiles

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

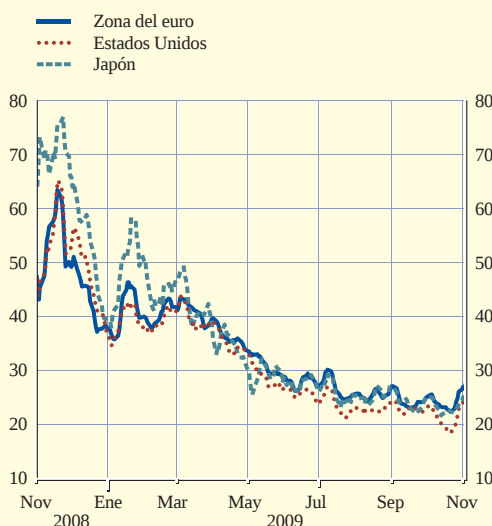


Fuentes: Reuters y Thomson Financial Datastream.

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.

El crecimiento de los beneficios efectivos de las empresas cotizadas de la zona del euro siguió siendo escaso en octubre. El crecimiento interanual de los beneficios efectivos por acción de las empresas incluidas en el índice Dow Jones EURO STOXX se mantuvo sin cambios en el -41%. Sin embargo, el crecimiento de los beneficios por acción esperados en los próximos doce meses volvió a mejorar, hasta situarse en el 18%, frente al 11,5% de septiembre. Desde el inicio del tercer trimestre de 2009, se ha venido observando una mejora sostenida de los beneficios esperados, que se ha registrado en octubre por primera vez en más de un año tanto en el sector financiero como en el no financiero.

En general, la evolución de los precios de las acciones en octubre estuvo determinada por factores compensatorios. A lo largo de la mayor parte del mes, la publicación de datos económicos positivos y las revisiones al alza de las expectativas de beneficios siguieron impulsando las cotizaciones al alza, en un contexto de recuperación de la tolerancia al riesgo, de bajos tipos de interés y de abundante liquidez. Sin embargo, hacia el final del mes, la realización de beneficios y la incertidumbre de los mercados sobre las futuras decisiones de política monetaria y, en particular, respecto a la finalización de las medidas no convencionales pesaron también en la evolución de los precios de las acciones.

Recuadro 3

UN MARCO JURÍDICO ACTUALIZADO PARA LA OBTENCIÓN DE INFORMACIÓN ESTADÍSTICA POR EL BCE

El artículo 5 de los Estatutos del SEBC y del BCE asigna al BCE, con la asistencia de los BCN, la competencia de obtener la información estadística necesaria para el desempeño de las tareas del SEBC. Además, asigna al Consejo de la Unión Europea la competencia de «definir las personas físicas y jurídicas sujetas a exigencias de información, el régimen de confidencialidad y las disposiciones de ejecución y de sanción adecuadas». Por consiguiente, en 1998, el Consejo adoptó el Reglamento CE nº 2533/98 sobre la obtención de información estadística por el BCE. Dicho Reglamento ha sido un instrumento jurídico clave para la obtención de información estadística por parte del BCE desde el inicio de la Unión Monetaria Europea. No obstante, la evolución de los mercados financieros en los diez últimos años, así como la tendencia observada en los procesos de producción de estadísticas hacia unos sistemas de obtención de datos más integrados, hicieron necesaria la modificación del acto jurídico. Además, la estrecha cooperación entre el SEBC y el Sistema Estadístico Europeo (SEE), que integran Eurostat y los institutos de estadística nacionales, merecía un reconocimiento explícito. Así pues, siguiendo una Recomendación del BCE de 3 de octubre de 2008, el Consejo adoptó, el 9 de octubre de 2009, el Reglamento (CE) nº 951/09, por el que se modifica el Reglamento del Consejo de 1998.

Este Reglamento marco no impone automáticamente unas exigencias de información estadística a los agentes informadores, sino que, por el contrario, (i) define la población informadora potencial (la denominada «población informadora de referencia») a la que el BCE puede exigir obligaciones de información; (ii) describe el alcance de la información que el SEBC puede obtener mediante esas exigencias de información; (iii) define el régimen de confidencialidad, y (iv) perfila la estructura conforme a la cual deberán regirse la preparación, la elaboración y la difusión de las estadísticas europeas por el SEBC.

A continuación se describen las principales modificaciones que introduce este Reglamento:

1) *Población informadora y fines para los que se obtienen los datos*: La modificación amplía la población informadora de referencia para incluir a todo el sector de instituciones financieras. Hasta ahora, el BCE no tenía facultades legales para imponer exigencias de información a las empresas de seguros y fondos de pensiones, pese a que representan una gran parte del sector financiero de la zona del euro en términos de activos totales y a que su participación en los mercados financieros ha aumentado sustancialmente en los diez últimos años. Las interrelaciones cada vez más estrechas entre los distintos tipos de intermediarios financieros y la creciente complejidad de los mercados financieros pueden muy bien hacer necesario recopilar información estadística frecuente, puntual y comparable de todos los agentes significativos del sector financiero. Además, el marco jurídico actualizado permite al BCE obtener información de los agentes informadores para cumplir con todas las funciones que desempeña el SEBC, incluidos la estabilidad financiera, los pagos y los sistemas de pago. Antes de la modificación, el Reglamento limitaba a unos fines concretos el alcance de la obtención de información estadística de ciertos agentes informadores, por ejemplo, a la obtención de estadísticas monetarias y bancarias o de estadísticas de balanza de pagos. No obstante, esa relación biunívoca ya no resulta apropiada para los modernos procesos integrados de elaboración de estadísticas. Al mismo tiempo, y al objeto de reducir al mínimo las exigencias de información, se ha incluido una disposición adicional para que, antes de que el BCE adopte normas sobre nuevas estadísticas, se evalúen las ventajas y los costes que entrañaría la obtención de datos estadísticos nuevos o sustancialmente mejorados, práctica que ya viene aplicando el BCE desde el año 2000.

2) *Confidencialidad*: El SEBC asigna la máxima importancia a la estricta protección de la información estadística confidencial (básicamente, la información que permita identificar directa o indirectamente a las entidades informadoras) y aplica todas las medidas necesarias para garantizar la protección de esos datos. Al mismo tiempo, se requieren disposiciones adecuadas para regular la transmisión de la información estadística confidencial en los casos en que ello sea necesario y admisible siguiendo unos procedimientos diseñados al efecto. Todas estas consideraciones se reflejan en el nuevo marco actualizado. El principio básico de la obtención de información estadística confidencial sigue siendo la obligación de que ésta sea descentralizada, lo que significa que los BCN obtienen la información de cada uno de los agentes informadores y la transmiten en forma agregada al BCE. No obstante, el Reglamento modificado prevé que los miembros del SEBC puedan intercambiar la información estadística confidencial obtenida si ello fuese necesario para mejorar la calidad de las estadísticas. Un sencillo ejemplo basta para ilustrar la necesidad de esa transmisión de información: los BCN que facilitan la contribución nacional a las estadísticas de balanza de pagos deben velar por que una operación transfronteriza de gran volumen dentro de la zona del euro se registre de la misma manera en los dos Estados miembros que participan en la misma. De no mediar un intercambio de información estadística confidencial entre las autoridades nacionales que recopilan los datos, el momento, la valoración y la clasificación de la operación en cuestión podrían registrarse de forma muy diferente, lo que, a su vez, podría dar lugar a un error en la balanza de pagos de la zona del euro. Este es también uno de los motivos por los que en el nuevo marco jurídico se contempla el intercambio de este tipo de información entre el SEBC y el SEE, dado que, en unos pocos Estados miembros de la UE, los institutos nacionales de estadística son los responsables de la elaboración de las estadísticas de balanza de pagos.

3) *Principios que rigen la elaboración de las estadísticas europeas por parte del SEBC*: La modificación ha introducido una definición del concepto de «estadísticas europeas» a fin de identificar mejor el alcance de las estadísticas obtenidas y compiladas por el SEBC. En este Reglamento, se entiende por estadísticas europeas las estadísticas que: (i) son necesarias para el desempeño de las tareas del SEBC a las que se hace referencia en el Tratado; (ii) vienen determinadas en el programa de trabajo estadístico del SEBC, y (iii) son preparadas, elaboradas y difundidas de conformidad con los principios estadísticos. El Reglamento enumera de forma explícita dichos principios, que incluyen la imparcialidad, la objetividad, la independencia profesional, la eficacia en términos de costes, el secreto estadístico, la reducción en lo posible de la carga informadora y el alto grado de calidad estadística del producto (incluida la fiabilidad). Las definiciones de estos principios se publican en la dirección del BCE en Internet en forma de compromiso público sobre las estadísticas europeas por parte del SEBC («Public Commitment on European Statistics by the ESCB»).

4) *Cooperación entre el SEBC y el SEE*: Por último, en los diez últimos años, la labor estadística en la Unión Europea se han visto favorecida por la estrecha cooperación entre el BCE y Eurostat¹, lo que ha facilitado una eficiente división de funciones entre las dos instituciones evitando solapamientos de la información necesaria para formular la política europea. En este sentido, el Reglamento modificado confirma la importancia de una estrecha cooperación entre el SEBC y el SEE.

La adopción de este Reglamento del Consejo modificado permitirá al SEBC servirse de un marco jurídico mejorado, especialmente apto para la obtención y la compilación de las estadísticas necesarias para el desempeño de sus tareas en el próximo decenio.

1 El BCE se ocupa principalmente de las estadísticas monetarias, las estadísticas sobre instituciones financieras y las estadísticas sobre mercados financieros, así como de las estadísticas sobre reservas internacionales, tipos de cambio efectivos y cuentas financieras trimestrales, mientras que Eurostat se responsabiliza, fundamentalmente, de las estadísticas económicas generales y de las estadísticas no económicas. Ambas instituciones comparten la responsabilidad en lo que se refiere a estadísticas exteriores (balanza de pagos y posición de inversión internacional), a las cuentas europeas del sector no financiero y a la infraestructura estadística europea.

Recuadro 4

CUENTAS INTEGRADAS DE LA ZONA DEL EURO DEL SEGUNDO TRIMESTRE DE 2009¹

Las cuentas integradas de la zona del euro del segundo trimestre de 2009, publicadas el 29 de octubre 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.

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

En el segundo trimestre, la tasa de crecimiento interanual de la renta disponible nominal siguió deteriorándose, siendo las rentas de las Administraciones Públicas y, hasta cierto punto, de los hogares, las más castigadas. La renta disponible bruta de la zona del euro, en términos nominales, cayó un 3,5%, en tasa interanual, en el segundo trimestre de 2009 (frente al -3,2% del primer trimestre y al -0,2% del cuarto trimestre de 2008) (véase gráfico A).

La reducción del ahorro bruto en la zona del euro en su conjunto se desaceleró ligeramente en el segundo trimestre de 2009, hasta un -14,8%, en tasa interanual. La formación bruta de capital se contrajo con más rapidez en el segundo trimestre de 2009, hasta un -17,7%, en tasa interanual. Como reflejo de esta evolución, la capacidad/necesidad de financiación en la zona del euro mejoró ligeramente, hasta registrar un déficit del 1,5% del PIB en el segundo trimestre 2009 sobre la base de los flujos acumulados de los cuatro últimos trimestres². Desde una perspectiva sectorial, la mejora de la capacidad/necesidad de financiación de la zona del euro refleja el acusado incremento de la capacidad de financiación de los hogares y de las instituciones financieras, que —junto con una considerable reducción de la necesidad de financiación de

las sociedades no financieras— superaron el enorme aumento de la necesidad de financiación del sector público (véase gráfico B).

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.

Esta ligera reducción de la necesidad de financiación en la zona del euro es también el reflejo de la disminución de los déficits por cuenta corriente y por cuenta de capital de la zona del euro, derivados de un menor déficit de rentas de inversión, así como de los mayores superávits comerciales. Así pues, en 2009, la zona del euro en su conjunto siguió mostrando una necesidad de financiación hasta el segundo trimestre. Las secuelas de la crisis financiera internacional continuaron frenando las operaciones transfronterizas en término brutos, re-

1 Para una información más detallada, véase el sitio web del BCE <http://sdw.ecb.europa.eu/browse.do?node=2019181>.

2 La capacidad/necesidad de financiación de un sector es el saldo de su cuenta de capital, es decir, mide el exceso de ahorro y de 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 operaciones con pasivos.

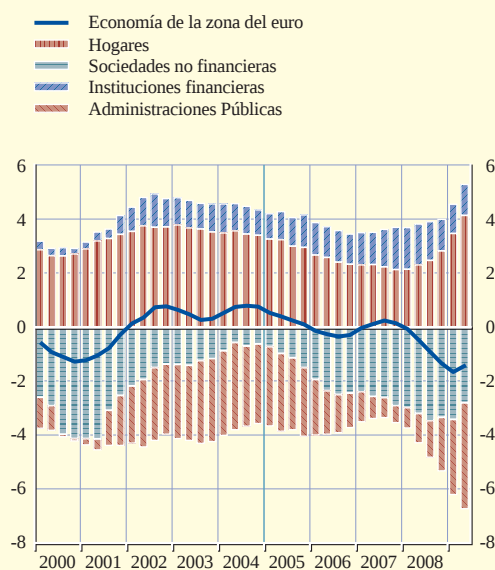
gistrándose importantes reembolsos de los depósitos transfronterizos. El descenso hasta casi desaparecer en las entradas netas de depósitos (que, en 2009, incluso se tornaron en salidas netas hasta el segundo trimestre) se vio compensado por la aceleración de las entradas netas anuales en los valores distintos de acciones. Además, los flujos anuales netos frente al exterior de los préstamos cayeron de forma acusada en el segundo trimestre de 2009.

Evolución de los sectores institucionales

En el segundo trimestre de 2009, el crecimiento de la renta nominal de los *hogares* se desaceleró hasta su estancamiento. El descenso observado en la remuneración de los asalariados en un contexto de deterioro de los mercados de trabajo y de reducción de la renta de los trabajadores autónomos, junto con una acusada caída de los dividendos distribuidos, contrarrestó el creciente efecto de apoyo de las transferencias sociales recibidas y de la reducción de los impuestos pagados (véase gráfico C). La dinámica de desinflación continuó favoreciendo el crecimiento de la renta disponible real, y el consumo real se recuperó ligeramente con respecto a la profunda contracción registrada en los trimestres anteriores (hasta el -0,9%, en tasa interanual, en el segundo trimestre de 2009). En un entorno de empeoramiento de las perspectivas de empleo, de continua debilidad del mercado de la vivienda y de acumulación de pérdidas en el valor de las acciones, el ahorro siguió aumentando, aunque a un ritmo más lento. La tasa de ahorro de los hogares se incrementó de nuevo, hasta el 15,4%, en el segundo trimestre de 2009 (en flujos acumulados de los cuatro últimos trimestres), 1,3 puntos porcentuales por encima del año anterior, de modo que superó el máximo registrado en 2002-2003. Este hecho, unido a la caída de la inversión de los hogares (principalmente en vivienda), generó un nuevo e importante incremento de su capacidad de financiación y mantuvo la moderación en su necesidad

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

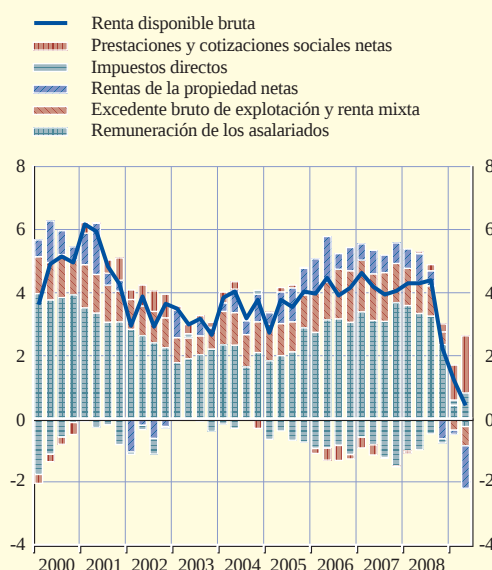
(en porcentaje del PIB; flujos acumulados de los cuatro últimos trimestres)



Fuentes: Eurostat y BCE.

Gráfico C Renta disponible bruta nominal de los hogares

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y BCE.

de contraer préstamos. Por el lado de los activos financieros, se redujo ligeramente la preferencia por la liquidez, reanudándose las compras de acciones y participaciones y estabilizándose las adquisiciones de reservas técnicas de seguro, al iniciarse la recuperación de la confianza y de los mercados de activos (véase gráfico D).

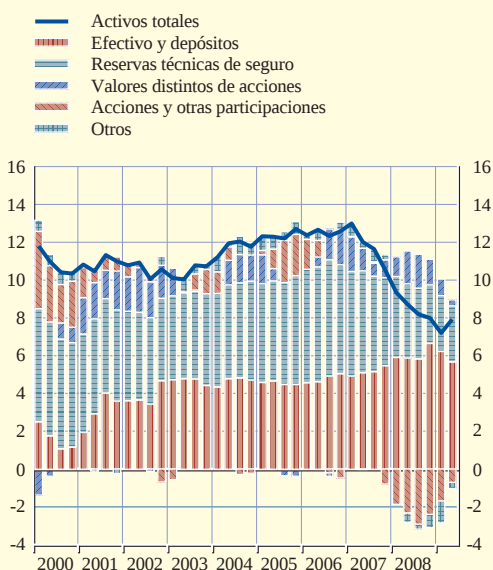
Como consecuencia de la pronunciada contracción de la actividad y de las presiones sobre los márgenes, la reducción interanual del valor añadido en términos nominales de las *sociedades no financieras* se acentuó. Su excedente bruto de explotación cayó de forma aún más acusada, ya que la remuneración de los asalariados no se redujo tan rápidamente como la actividad. Sin embargo, la renta y el ahorro se recuperaron en el contexto de unos intereses netos, unos impuestos y unos dividendos distribuidos considerablemente menores. En un entorno de debilidad de la demanda mundial, de baja utilización de la capacidad productiva y de unas condiciones de financiación restrictivas, aunque en proceso de relajación, el crecimiento interanual de la formación bruta de capital en las sociedades no financieras se contrajo de nuevo (un -17,1%), y se produjo una enorme desacumulación de existencias (-15 mm de euros en el primer semestre de 2009, frente a una acumulación de 18 mm de euros registrada el año anterior). Como resultado, la necesidad de financiación de estas sociedades se redujo sustancialmente en el segundo trimestre de 2009. La tasa de crecimiento interanual de la financiación externa de las sociedades no financieras siguió disminuyendo, y su composición continuó mostrando grandes variaciones derivadas de los efectos de sustitución, puesto que la financiación obtenida en los mercados superó la financiación recibida de las IFM. El flujo neto de financiación mediante préstamos se redujo hasta situarse en un importe muy reducido en el segundo trimestre de 2009 (debido, sobre todo, a la reducción de los préstamos a corto plazo de las IFM en el contexto de una menor necesidad de capital circulante, debido sobre todo a la disminución de las existencias), mientras que la emisión de instrumentos en los mercados (valores distintos de acciones y acciones cotizadas) se aceleró nuevamente (véase gráfico E).

Por otro lado, el crédito comercial y los préstamos concedidos por las sociedades no financieras (estos últimos, principalmente intrasectoriales), pese a desacelerarse, fueron relativamente resistentes si se comparan con el PIB nominal, lo que sugiere un papel de soporte que alivió el impacto adverso de las restricciones observadas en la financiación bancaria (véase gráfico F). Las sociedades no financieras volvieron a reducir sus compras de acciones cotizadas en el segundo trimestre de 2009, aunque continuaron recortando sus reservas de liquidez (con cierto reequilibrio hacia los depósitos).

El nuevo deterioro de las cuentas de las *Administraciones Públicas* es consecuencia, principalmente, del efecto de los estabilizadores automáticos, así como de algunas medidas adicionales de estímulo como el aumento del gasto en prestaciones sociales, el descenso del crecimiento de las cotizaciones sociales (que pasaron a ser negativas), la caída de los impuestos indirectos y la

Gráfico D Inversión financiera de los hogares

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



Fuentes: Eurostat y BCE.

contracción sustancial de los impuestos directos. Los Tesoros Públicos siguieron incrementando considerablemente la emisión de deuda en el segundo trimestre de 2009, con el fin de financiar no sólo los déficits 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, y de una extensa acumulación de efectivo. Esta creciente emisión neta de valores distintos de acciones fue absorbida de nuevo por compras adicionales efectuadas por las IFM, que buscaban inversiones seguras y que se beneficiaron de las rentables operaciones de *carry trade*, junto con un aumento de las adquisiciones realizadas por no residentes.

La renta disponible de las *instituciones financieras* repuntó, pese a la reducción de los intereses netos obtenidos, en el contexto de un aumento del excedente bruto de explotación (que refleja un incremento de los márgenes bancarios y una caída de la remuneración de los asalariados) y de profundos recortes en los dividendos distribuidos. Pese a la continuidad de las presiones para el desapalancamiento, prosiguió la expansión de sus balances, aunque de forma moderada (menos de 100 mm de euros por trimestre desde el cuarto trimestre de 2008, frente al aumento de más de 1 billón de euros por trimestre durante el anterior período de apalancamiento). Esta expansión se vio acompañada de un acusado desplazamiento hacia activos más seguros, con adquisiciones de deuda pública por parte de las instituciones financieras, al tiempo que se reducían las exposiciones transfronterizas y se limitaba la originación de préstamos.

Gráfico E Financiación externa de las sociedades no financieras, por fuente de financiación

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

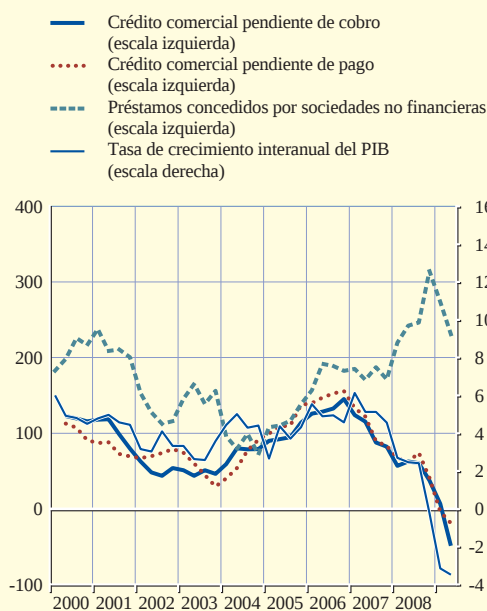


Fuente: BCE.

Nota: A efectos de presentación, se excluyen de la financiación algunas operaciones con activos, ya que se realizan principalmente dentro del sector (préstamos concedidos por las sociedades no financieras, acciones no cotizadas, otras cuentas pendientes de cobro/pago).

Gráfico F Préstamos concedidos y crédito comercial pendiente de cobro y de pago de las sociedades no financieras

(flujos acumulados de los cuatro últimos trimestres en mm de euros; tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y BCE.

Nota: El BCE estima el crédito comercial pendiente de cobro y el crédito comercial pendiente de pago a partir de información parcial.

Financiación de los sectores no financieros y mercados financieros

El crecimiento de la financiación total de los sectores no financieros se estabilizó, ya que la evolución de la financiación a través de los mercados compensó las restricciones observadas en la financiación bancaria, en un entorno de importantes emisiones de deuda por parte de las Administraciones Públicas y de un fuerte recurso a la financiación en los mercados por parte de las sociedades no financieras.

Desde la perspectiva de los distintos instrumentos, el mercado de valores distintos de acciones observó un nuevo y significativo 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. El resto del mundo continuó aumentando sus compras netas, al tiempo que se redujeron las adquisiciones de los hogares y de las empresas de seguros y fondos de pensiones. En el mercado de fondos de inversión, se reanudó la emisión neta de participaciones en fondos de inversión no monetarios, convirtiéndose las aseguradoras en destacados compradores. En el mercado de acciones cotizadas, se aceleró la emisión neta por parte de las sociedades no financieras y de las instituciones financieras. Las sociedades no financieras redujeron de nuevo sus compras, mientras que los hogares las reanudaron, y las ventas de las IFM se redujeron.

Evolución de los balances

El repunte del precio de las acciones observado en todo el mundo atenuó el impacto negativo de caídas anteriores sobre la riqueza financiera neta de los hogares hasta un importe, todavía elevado, de 0,6 billones de euros, de pérdidas acumuladas en el año transcurrido hasta el segundo trimestre de 2009. Los cambios de valoración (y el resto de otros flujos) constituyen el componente más volátil de la variación de la riqueza financiera neta de los hogares, que ascendió al 12,3% de su renta disponible anual en el año transcurrido hasta el segundo trimestre de 2009. Al mismo tiempo, los aumentos en el precio de la deuda pública se tradujeron en considerables ganancias en las carteras, que compensaron las pérdidas registradas en las tenencias de «activos tóxicos» en poder de las instituciones financieras³.

3 En el caso de los préstamos, que se valoran por el nominal, conviene 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.

3 PRECIOS Y COSTES

Según el avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se situó en el -0,1% en octubre, frente al -0,3% de septiembre. Las actuales tasas de inflación ligeramente negativas están en línea con las expectativas anteriores y reflejan, principalmente, las fluctuaciones que experimentaron los precios internacionales de las materias primas el año pasado. Las fluctuaciones de las tasas de inflación interanual medida por el IAPC registradas en los últimos meses responden, en gran medida, a la interacción entre los efectos de base al alza derivados de la caída de los precios de las materias primas observada en los mercados mundiales en el segundo semestre de 2008 y la evolución actual de esos precios. Debido también a estos efectos de base al alza, se espera que las tasas de inflación interanual vuelvan en los próximos meses a valores positivos, en los que se estima que se mantendrán posteriormente. Por otro lado, cabe esperar que los precios y los costes continúen registrando una evolución moderada, en un contexto de 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 fue del -0,1% en octubre, frente al -0,3% de septiembre (véase cuadro 4). Aunque no se han publicado todavía las estimaciones oficiales del detalle del IAPC de octubre, se sabe que el resultado de ese mes se vio afectado por un efecto de base al alza del componente energético, como consecuencia de la caída que experimentaron los precios del petróleo en los mercados internacionales doce meses antes.

El detalle del IAPC de septiembre muestra que todos los componentes del índice, salvo los servicios, contribuyeron al descenso ligeramente más pronunciado de la inflación medida por el IAPC general, con respecto al -0,2% registrado en agosto. Al igual que en los meses anteriores, la contribución de los precios de la energía a la evolución interanual del IAPC general fue particularmente negativa. La tasa de variación interanual de los precios del componente energético del IAPC disminuyó hasta el -1,1% en septiembre, desde el -10,2% de agosto, pese a un ligero efecto de base al alza derivado del descenso de los precios del petróleo registrado doce meses antes. La caída de los precios de los combustibles líquidos para el transporte y la calefacción fue el principal determinante de un importante descenso inter-

Cuadro 4 Evolución de los precios

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	2007	2008	2009 May	2009 Jun	2009 Jul	2009 Ago	2009 Sep	2009 Oct
IAPC y sus componentes								
Índice general ¹⁾	2,1	3,3	0,0	-0,1	-0,7	-0,2	-0,3	-0,1
Energía	2,6	10,3	-11,6	-11,7	-14,4	-10,2	-11,0	.
Alimentos no elaborados	3,0	3,5	0,7	0,0	-1,1	-1,2	-1,3	.
Alimentos elaborados	2,8	6,1	1,0	1,1	0,8	0,6	0,5	.
Bienes industriales no energéticos	1,0	0,8	0,8	0,6	0,5	0,6	0,5	.
Servicios	2,5	2,6	2,1	2,0	1,9	1,8	1,8	.
Otros indicadores de precios								
Precios industriales	2,7	6,1	-5,9	-6,5	-8,4	-7,5	-7,7	.
Precios del petróleo (euro/barril)	52,8	65,9	42,8	49,5	46,5	51,1	46,9	49,8
Precios de las materias primas no energéticas	7,5	2,0	-25,4	-23,6	-22,9	-16,2	-16,8	-6,1

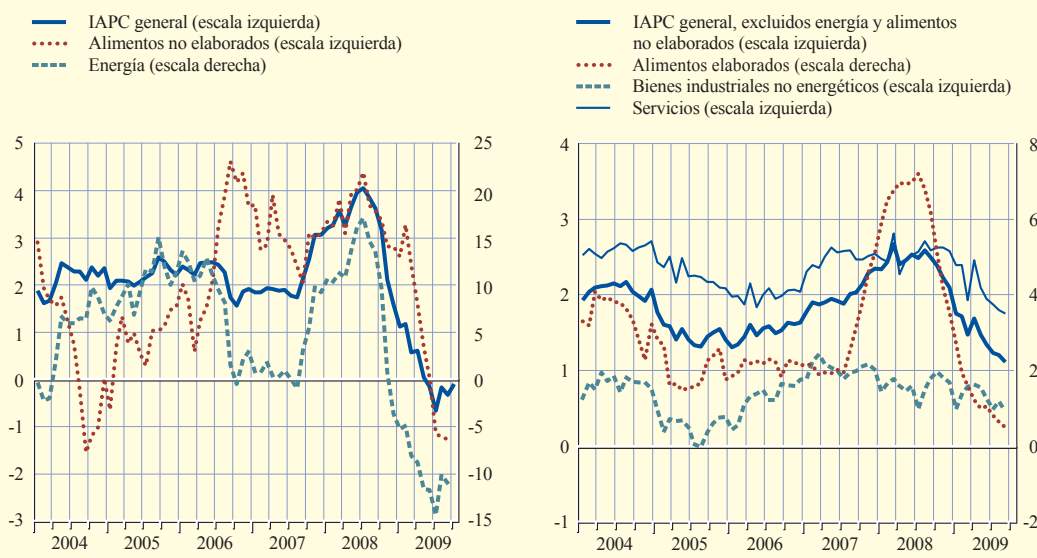
Fuentes: Eurostat, BCE y cálculos del BCE basados en datos de Thomson Financial Datastream.

Nota: El índice de precios de las materias primas no energéticas se ha ponderado de acuerdo con la estructura de las importaciones de la zona del euro en el período 2004-2006.

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

Gráfico 20 Desagregación del IAPC por principales componentes

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

mensual de los precios de la energía, mientras que las tasas de variación interanual de los precios de la electricidad y del gas continuaron bajando, siguiendo la evolución de los precios del petróleo del año pasado con cierto retraso.

La tasa de variación interanual de los precios del componente de alimentos no elaborados del IAPC de la zona del euro volvió a disminuir en septiembre, hasta el $-1,3\%$. Haciendo abstracción de la volatilidad de los precios de las frutas y hortalizas, que dependen de las condiciones meteorológicas, la considerable reducción de la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos no elaborados es reflejo, en particular, del continuado descenso de la tasa de variación interanual de los precios de la carne, tras la inversión de la perturbación que afectó a los precios de los alimentos en los mercados mundiales el año pasado. La tasa de variación interanual de los precios de los alimentos elaborados disminuyó ligeramente, hasta el $0,5\%$, en septiembre, alcanzando su nivel más bajo desde 1999. Ello fue resultado, en gran medida, de nuevos descensos de las tasas de variación de los precios de los cereales, los productos lácteos y los aceites, que pueden explicarse por las presiones a la baja generadas por la fuerte competencia en los precios al por menor de los alimentos, en un contexto de debilidad de la demanda de consumo y de caída de los precios de las materias primas alimentarias.

Si se excluyen los componentes de alimentos y energía, que representan cerca del 30% de la cesta del IAPC, la inflación medida por el IAPC disminuyó $0,1$ puntos porcentuales, hasta el $1,2\%$, en septiembre, como reflejo del descenso de la tasa de variación interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos, mientras que la inflación en los precios de los servicios no experimentó cambios.

La tasa de variación interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos se redujo ligeramente, hasta el $0,5\%$, en septiembre, desde el $0,6\%$ de agosto. Hecha la abstracción de la distorsión debida a las rebajas estacionales de los artículos de vestir, la tasa de variación interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos ha seguido mostrando la tendencia ligeramente descendente

observada el año pasado. Esta tendencia estuvo determinada, fundamentalmente, por los precios de los bienes de consumo duradero (especialmente, los automóviles) y, en menor medida, por los precios de los bienes de consumo semiduradero, que reflejan, principalmente, la evolución de los precios de los artículos de vestir y del calzado.

La inflación en los precios de los servicios se mantuvo sin cambios en el 1,8% en septiembre. La tasa de inflación de los servicios relacionados con las vacaciones (como restaurantes, alojamiento y transporte aéreo) siguió disminuyendo en el mes, como consecuencia, probablemente, de la debilidad de la demanda de consumo y de las moderadas presiones sobre los costes.

Las Administraciones Públicas nacionales pueden influir directamente en la evolución de los precios de consumo a través de los precios administrados y de los impuestos indirectos. Resulta útil medir la magnitud de este impacto para evaluar la influencia de las Administraciones Públicas en la evolución de la inflación. Eurostat ha publicado recientemente un nuevo IAPC con tipos impositivos constantes. En el recuadro 5 se ofrece una breve descripción de las características y de la interpretación del índice publicado recientemente.

Recuadro 5

NUEVAS SERIES ESTADÍSTICAS PARA MEDIR EL IMPACTO DE LOS IMPUESTOS INDIRECTOS SOBRE LA INFLACIÓN MEDIDA POR EL IAPC

Las Administraciones Públicas nacionales pueden influir directamente sobre la evolución de los precios de consumo a través de dos cauces principales: los precios administrados y los impuestos indirectos. Por consiguiente, para evaluar la influencia de las Administraciones Públicas en la evolución de la inflación resulta útil medir adecuadamente la magnitud de estos efectos.

En el caso de los precios administrados, el BCE viene publicando un índice experimental desde abril de 2007. Se trata de un subíndice del IAPC, que incluye solamente aquellos productos en cuyos precios influyen las Administraciones Públicas¹.

En lo que respecta a los impuestos indirectos, Eurostat ha publicado recientemente un nuevo IAPC experimental con tipos impositivos constantes (IAPC-TC)². En aras de la simplicidad, este nuevo índice, elaborado por Eurostat tras consultar con el BCE, elimina el impacto «automático» de cambios en los impuestos sobre la inflación medida por los precios de consumo, basándose en el supuesto de que estos cambios se trasladan en su totalidad y de forma inmediata a los precios de consumo. Los IAPC-TC se han publicado para todos los países de la UE, a excepción de Irlanda, y las series de la mayor parte de los países empiezan en diciembre de 2002. En el presente recuadro se ofrece una breve descripción de las características y de la interpretación del IAPC-TC publicado recientemente.

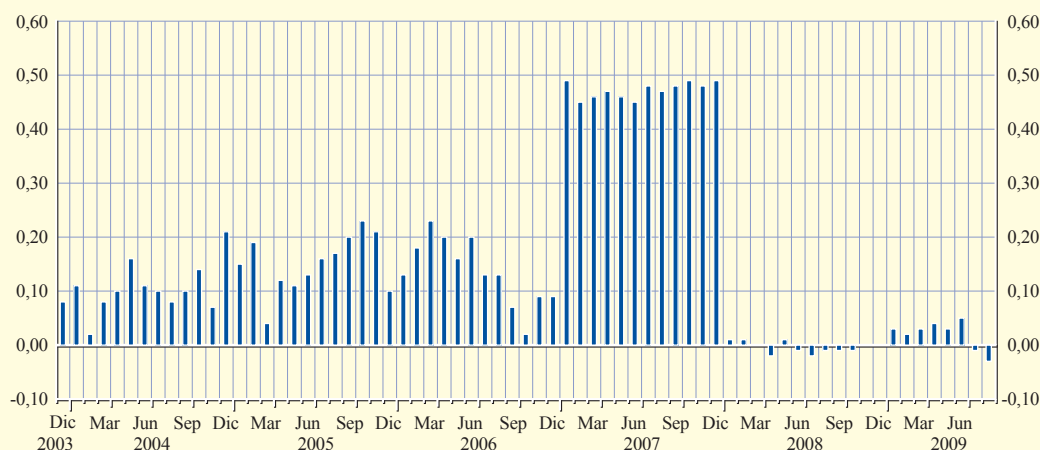
El IAPC-TC incluye los impuestos sobre productos que forman parte del gasto en consumo final. Estos impuestos son, principalmente, el IVA y los impuestos especiales, en particular, los que gravan las bebidas alcohólicas, el tabaco y los bienes energéticos (carburantes, combustibles para calefacción, etc.), así como los impuestos sobre determinados bienes y servicios, como automóviles, seguros

¹ Los precios administrados incluyen los relativos a todos los bienes y servicios cuyos precios son fijados por las Administraciones Públicas o en los que dichas administraciones tienen una influencia significativa. Véase también el recuadro titulado «Cuantificar y evaluar el impacto de los precios administrados en la inflación medida por el IAPC», en el Boletín Mensual de mayo de 2007.

² Véase http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/hicp/methodology/hicp_constant_tax_rates.

Impacto de los cambios en los impuestos indirectos sobre la inflación medida por el IAPC de la zona del euro

(en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

y ocio³. En principio, todos los impuestos incluidos en el IAPC-TC deberían mantenerse constantes. Sin embargo, para simplificar el cálculo del IAPC-TC puede prescindirse de los impuestos que generan ingresos muy reducidos, en el sentido de que no se mantienen constantes sino que varían tal y como se recoge en el IAPC general⁴.

El IAPC-TC se calcula utilizando las mismas ponderaciones, fórmulas del índice y estructura de agregación que el IAPC general. La principal diferencia reside en el tratamiento de los impuestos aplicado a los distintos productos. En el IAPC-TC, los tipos impositivos se mantienen constantes con respecto a su nivel del mes de diciembre del año precedente. En un determinado mes, los tipos impositivos actuales se eliminan del precio de consumo y se sustituyen por los tipos impositivos del mes de diciembre previo. Si todos los tipos impositivos de un determinado año se han mantenido sin cambios desde diciembre del año precedente, el IAPC y el IAPC-TC registrarán exactamente las mismas tasas de variación intermensual. Las eventuales diferencias en la evolución del IAPC y del IAPC-TC proporcionarán el límite superior del impacto observado de los cambios impositivos. Por otro lado, este impacto se concentra en el momento en que el cambio en el tipo impositivo entra en vigor. Ello se debe al hecho de que la metodología descrita anteriormente incorpora el supuesto implícito de que se produce una transmisión total e inmediata de los cambios impositivos a los precios de consumo. Aunque, en la realidad, la transmisión es más lenta, a efectos estadísticos no existe alternativa práctica a la hipótesis de que los cambios impositivos se trasladan en su totalidad y de forma inmediata, debido a que el índice debe elaborarse puntualmente y con periodicidad mensual.

En el período comprendido entre diciembre de 2003 y agosto de 2009, en promedio para la zona del euro, pueden atribuirse 0,15 puntos porcentuales de la inflación interanual medida por el IAPC general a cambios en los tipos de los impuestos indirectos. El efecto automático de estos cambios de

³ Por el momento, las subvenciones relacionadas directamente con el consumo final no están incluidas en el IAPC-TC.

⁴ En el cálculo del IAPC-TC no es necesario tener en cuenta las rúbricas impositivas que representen menos del 2% de los ingresos impositivos totales, siempre que la suma de todos los impuestos que se mantienen constantes en el índice constituya, como mínimo, el 90% de los ingresos impositivos totales.

los tipos impositivos sobre la inflación varía de forma significativa con el tiempo. De hecho, la mayor diferencia (0,5 puntos porcentuales), observada en 2007, se debió principalmente al aumento del tipo general del IVA, desde el 16% al 19%, que tuvo lugar en Alemania en enero de 2007. El impacto sobre la inflación interanual media de los cambios en los tipos impositivos efectuados entre diciembre de 2002 y diciembre de 2007, se cifró, en promedio, en 0,21 puntos porcentuales. Después de diciembre de 2007, no se observan diferencias significativas entre las tasas de inflación medidas por el IAPC y el IAPC-TC, dado que, desde esa fecha, no se han producido cambios importantes en los tipos impositivos de la zona del euro.

El caso del aumento del IVA alemán que tuvo lugar en 2007 ilustra la diferencia entre el impacto automático de cambios en los impuestos indirectos y el impacto observado, que se refleja en la diferencia entre las tasas de variación interanual del IAPC y el IAPC-TC, que se sitúa en unos 0,5 puntos porcentuales para la zona del euro (véase gráfico). En la práctica, dado que el aumento del IVA alemán se había anunciado con mucha antelación, parte de este aumento ya se había anticipado en los últimos meses de 2006. Cuando se llevó a cabo el cambio en enero de 2007, se produjo, efectivamente, una fuerte subida de los precios de consumo, cuya transmisión completa se retrasó, sin embargo, hasta el final de 2007. Según las estimaciones del Deutsche Bundesbank, casi el 30% del impacto total se anticipó en 2006, en torno a un tercio se observó a comienzos de 2007 y el resto se materializó en ajustes en el resto de 2007⁵.

Este ejemplo muestra que, en el momento en el que se efectúan cambios en los tipos impositivos, la utilización del IAPC-TC puede llevar a sobrevalorar el impacto observado, dado que se supone que los cambios se han trasladado de forma completa e instantánea. En la medida en que, al final, el aumento del tipo impositivo se transmite en su totalidad, ello sugiere simplemente que la secuencia y el ritmo del impacto observado pueden diferir de los del impacto automático derivado del IAPC-TC. Sin embargo, el impacto total observado puede ser menor que el que se calcula automáticamente, dependiendo de las estrategias de fijación de precios de las empresas. Con todo, la disponibilidad del nuevo índice de la zona del euro y los datos de los correspondientes índices nacionales permitirán establecer exactamente cuándo se realizan los cambios y su posible impacto a largo plazo sobre la inflación⁶.

Junto con el índice de precios administrados, el IAPC-TC permitirá realizar una valoración más precisa y transparente del impacto de las medidas gubernamentales sobre la inflación medida por el IAPC. En general, el impacto de los impuestos indirectos y de los precios administrados sobre la inflación de la zona del euro no ha sido despreciable. Así pues, la evolución de estas medidas ha de tenerse en cuenta a la hora de hacer una valoración completa de las presiones inflacionistas. En particular, los impuestos indirectos permiten identificar la intensidad con la que los salarios y los beneficios pueden contribuir a la inflación sin poner en peligro la estabilidad de precios. El nuevo índice IAPC-TC llega en un momento en el que varios países de la zona del euro están debatiendo cambios en los impuestos indirectos, por lo que puede ayudar a una mejor evaluación y anticipación de los posibles impactos de estas medidas sobre la evolución de la inflación.

5 Véase el artículo titulado «Price and volume effects of VAT increase on 1 January 2007», en Monthly Report, Deutsche Bundesbank, abril de 2008.

6 Inicialmente, Eurostat sólo publicará el índice general del IAPC-TC sin el detalle de los componentes del IAPC y con un mes de retraso adicional con respecto al IAPC general (es decir, unos 45 días después del mes de referencia, en lugar de 15). Sin embargo, el objetivo final es publicar los índices con el detalle completo de los componentes del IAPC y al mismo tiempo que el índice general del IAPC.

3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

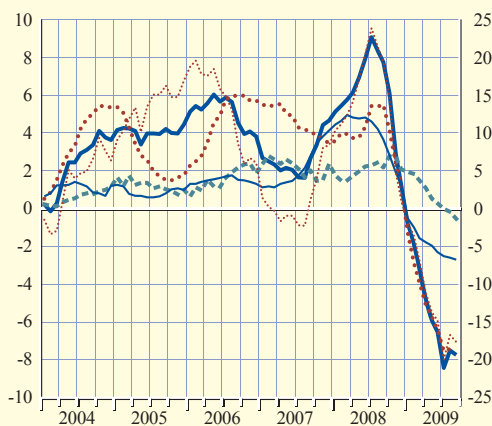
Las presiones sobre los precios a lo largo de la cadena de suministro se mantienen en una senda muy moderada. En septiembre, la tasa de variación interanual de los precios industriales, excluida la construcción, descendió hasta el $-7,7\%$, desde el $-7,5\%$ de agosto. Esta evolución estuvo determinada, en gran medida, por el componente energético. Pese a un efecto de base al alza, la tasa de variación interanual de los precios del componente de energía disminuyó en septiembre, hasta el $-17,6\%$, desde el $-16,7\%$ de agosto, como consecuencia de un descenso intermensual de los precios industriales de la energía. Si se excluyen la energía y la construcción, la inflación interanual en los precios industriales se redujo ligeramente en septiembre, hasta el $-4,3\%$, frente al $-4,2\%$ del mes anterior, aunque los subcomponentes registraron una evolución dispar. La tasa de variación interanual de los precios de los bienes intermedios se elevó en septiembre, hasta el $-7,3\%$, desde el $-7,4\%$ de agosto, debido, probablemente, a un aumento de la demanda. En cambio, 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 volvieron a descender, hasta el $-0,5\%$ y el $-2,7\%$, 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 una moderación de las presiones a la baja sobre los precios (véase gráfico 22). Por lo que se refiere a la encuesta a los directores de compras, el índice de precios de los bienes intermedios en el sector manufacturero aumentó, hasta situarse por encima de 50 en octubre, señalando una subida de los precios de los bienes intermedios por primera vez en doce meses, lo que puede relacionarse, posiblemente, con la elevación de los precios de las materias primas. El índice relativo al sector servicios aumentó también, aunque se mantuvo ligeramente por debajo de 50, lo que apunta a una rela-

Gráfico 21 Desagregación de los precios industriales

(tasas de variación interanual; datos mensuales)

- Industria, excluida construcción (escala izquierda)
- ... Bienes intermedios (escala izquierda)
- Bienes de equipo (escala izquierda)
- Bienes de consumo (escala izquierda)
- ... Energía (escala derecha)

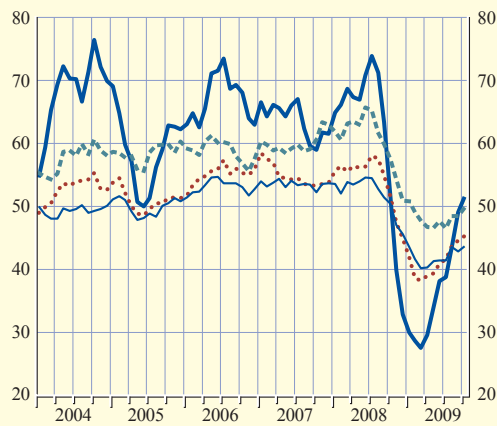


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

(índices de difusión; datos mensuales)

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



Fuente: Markit.

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

tiva estabilidad de los costes para los proveedores de servicios. Asimismo, los índices de precios cobrados en los sectores de manufacturas y servicios se elevaron, aunque se mantuvieron por debajo de 50. Esta evolución indica que, mientras que las empresas siguen ofreciendo descuentos para estimular las ventas de bienes y servicios ante la debilidad de la demanda, las presiones a la baja sobre los precios se están moderando.

3.3 INDICADORES DE COSTES LABORALES

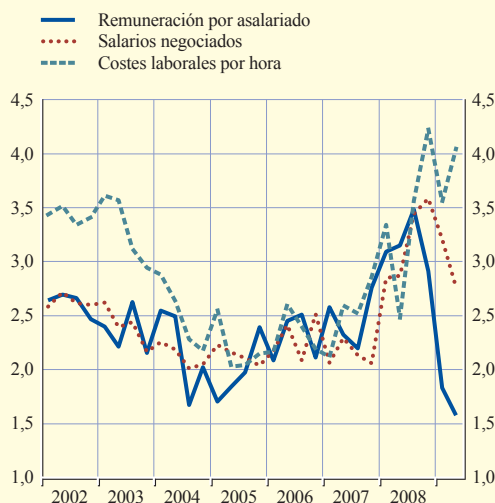
No se dispone de mucha información adicional sobre los costes laborales desde el anterior Boletín Mensual. En general, el crecimiento de los costes laborales, que había alcanzado valores máximos a finales de 2008, siguió registrando una desaceleración en el segundo trimestre de 2009, como resultado de un menor crecimiento de los salarios y de la disminución de las horas trabajadas. La evolución de estas dos variables ha originado algunas diferencias en el comportamiento de las tasas de crecimiento interanual de los salarios negociados, de la remuneración por asalariado y de los costes laborales por hora (véanse gráfico 23 y cuadro 5).

La tasa de crecimiento interanual de los salarios negociados de la zona del euro descendió desde el 3,2% del primer trimestre de 2009 hasta el 2,8% del segundo trimestre. Esta caída fue reflejo, probablemente, de la menor capacidad de negociación de los trabajadores, como consecuencia de la fuerte contracción de la actividad económica, del marcado aumento del desempleo y del acusado descenso de la inflación. Dado que los salarios negociados reflejan las subidas salariales pactadas en los convenios colectivos, este indicador tiende a responder a cambios en la situación económica con cierto retraso. La información disponible señala que la tasa de crecimiento interanual de los salarios negociados puede haber experimentado una nueva desaceleración en el tercer trimestre de 2009.

La tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado volvió a descender, hasta el 1,6%, en el segundo trimestre de 2009, desde el 1,8% del primer trimestre. Esta desaceleración fue resultado

Gráfico 23 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

Cuadro 5 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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

Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

del menor crecimiento de los salarios, de la reducción de las horas de trabajo y de recortes en los componentes flexibles de las remuneraciones. La desagregación por sectores indica que la desaceleración del crecimiento de la remuneración por asalariado observada en el segundo trimestre de 2009 estuvo determinada, en gran medida, por la industria, excluida la construcción, y los servicios no de mercado (véase gráfico 24).

La tasa de crecimiento interanual de los costes laborales por hora de la zona del euro se mantuvo en un nivel elevado, el 4%, en el segundo trimestre de 2009, lo que supuso un ligero repunte con respecto a las tasas más reducidas registradas en el primer trimestre del año. La persistencia de un fuerte crecimiento de los costes laborales por hora parece aún ser consecuencia del impacto de las medidas adoptadas para reducir el número de horas trabajadas por asalariado en distintas economías de la zona del euro, ya que el menor número de horas trabajadas va acompañado con frecuencia de un recorte menos que proporcional de la remuneración¹. Debido a que el sector industrial es el que se ve más afectado por estas medidas de ajuste, en el segundo trimestre de 2009 la tasa de crecimiento interanual de los costes laborales por hora aumentó más en este sector. Además, el hecho de que la Semana Santa cayera en el segundo trimestre en 2009 (frente al primer trimestre en 2008) contribuyó también a reducir las horas trabajadas en términos interanuales, lo que elevó los costes laborales por hora en el segundo trimestre de 2009.

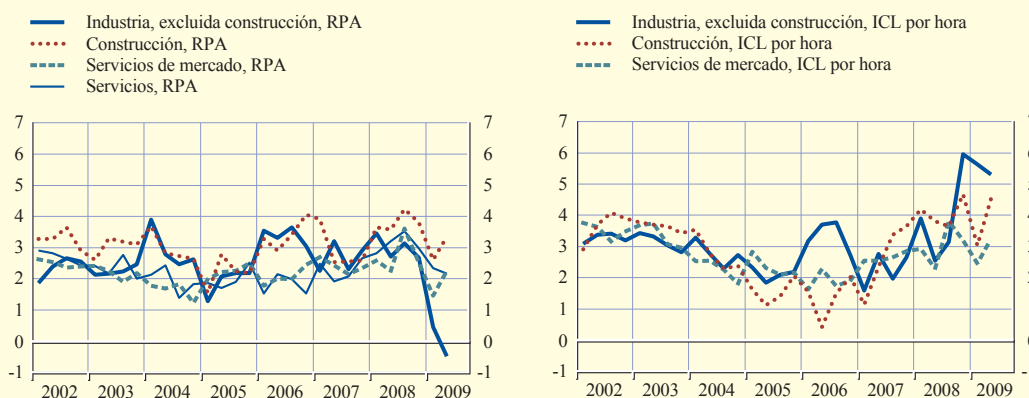
En el segundo trimestre de 2009, la tasa de crecimiento interanual de la productividad por asalariado experimentó un menor descenso (3,1%), que en el primer trimestre (3,7%). Esta menor caída de la productividad, unida a la desaceleración de la tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado, contribuyó a reducir ligeramente la tasa de crecimiento interanual de los costes laborales unitarios, que bajó al 4,8% en el segundo trimestre de 2009, desde el 5,8% del primer trimestre. No obstante, considerando que la tasa media de crecimiento interanual de los costes laborales unitarios registrada desde el inicio de la UEM es del 1,8%, su nivel actual sigue siendo muy alto.

Pese a las elevadas tasas de crecimiento de los costes laborales unitarios observadas en los dos primeros trimestres del año, el deflactor del PIB de la zona del euro, que es un indicador resumen de las presiones

¹ Véase también el recuadro titulado «Ajustes de los mercados de trabajo durante la actual contracción de la actividad económica», en el Boletín Mensual de junio de 2009.

Gráfico 24 Evolución de los costes laborales por sectores

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: RPA = remuneración por asalariado; ICL = índice de costes laborales.

sobre los precios internos, disminuyó en el mismo período, como resultado, principalmente, de una fuerte contracción de los beneficios. El recuadro 6 analiza la evolución de los márgenes en este contexto.

Recuadro 6

EVOLUCIÓN DE LOS MÁRGENES

Un importante factor determinante de las variaciones de la inflación es la brecha entre los precios cobrados y los costes en que han incurrido las empresas, es decir, el «margen». Una aproximación a escala macroeconómica del margen es el indicador del margen de beneficio, calculado como la diferencia entre el deflactor del PIB al coste de los factores y el coste laboral unitario. En este recuadro se analiza la evolución del indicador del margen de beneficio.

El gráfico A muestra que la evolución del indicador del margen de beneficio se corresponde, en general, con los beneficios medidos en términos de excedente bruto de explotación, un indicador de uso extendido basado en los datos de contabilidad nacional¹. La contracción del indicador del margen de beneficio, que comenzó en el primer trimestre de 2008, se intensificó progresivamente hasta el primer trimestre de 2009, antes de estabilizarse en el segundo trimestre del presente año. En el primer semestre de 2009, la tasa de variación interanual del indicador del margen de beneficio para la zona del euro se situó en torno al -3,5%, su nivel más bajo desde el inicio, en 1996, de las series de datos basadas en el SEC 95. La fuerte contracción de los márgenes se produjo pese a que los precios de las materias primas (incluidos los precios de la energía), que son componentes importantes de los costes no laborales, bajaron de forma acusada en relación con los niveles máximos alcanzados a mediados de 2008.

Las variaciones de los márgenes afectan a la evolución de los precios. En efecto, la moderación del deflactor del PIB de la zona del euro, un indicador resumen de la evolución de los costes laborales unitarios y de los beneficios, observada desde el inicio de 2009, se caracteriza predominantemente por una contracción de los beneficios, debido a la debilidad de las condiciones de demanda². La disminución de los márgenes ha compensado los efectos del alza de los costes laborales sobre el deflactor del PIB (véase gráfico B). El crecimiento de los costes laborales unitarios se ha acelerado notablemente en los últimos trimestres, reflejo de las políticas de acumulación del trabajo adoptadas por numerosas empresas en tiempos de grave recesión económica.

La evolución de los márgenes depende, entre otras cosas, de factores de competencia y de la velocidad relativa del ajuste de los precios de venta en relación con los costes laborales y no laborales. Se considera que la velocidad de ajuste de los precios está ligada a las condiciones de demanda, especialmente a la atonía económica, que puede reflejarse en las medidas de la brecha de producción. Sin embargo, dado que la brecha de producción no es una variable observable y que su estimación está sometida a un alto grado de incertidumbre, la tasa de utilización de la capacidad productiva en el sector manufacturero se emplea frecuentemente como una variable que permite aproximar la atonía económica. De hecho, la experiencia muestra que un aumento de la tasa de utilización de la capacidad productiva está asociado a una elevación del indicador del margen de beneficio, y viceversa

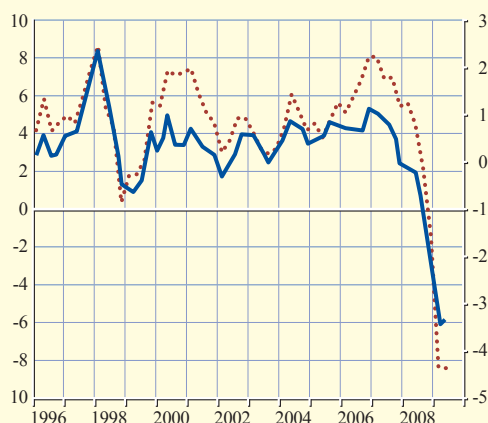
1 Para un análisis de las limitaciones que presenta la medición de los beneficios en la zona del euro, véase el artículo titulado «Medición y análisis de la evolución de los beneficios en la zona del euro», en el Boletín Mensual de enero de 2004.

2 Véase también el recuadro titulado «Tendencias recientes del IAPC excluidos los alimentos y la energía», en el Boletín Mensual de octubre de 2009.

Gráfico A Indicador del margen de beneficio y beneficios

(tasas de variación interanual)

— Indicador del margen de beneficio¹⁾ (escala derecha)
 Beneficios²⁾ (escala izquierda)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Deflactor del PIB al coste de los factores menos coste laboral unitario.

2) Excedente bruto de explotación.

(véase gráfico C)³. Los datos disponibles sobre la tasa de utilización de la capacidad productiva en el segundo semestre de 2009 apuntan a una ligera reducción de la atonía económica, lo que concuerda, probablemente, con el hecho de que el descenso de los márgenes ha tocado fondo en el primer semestre del presente año.

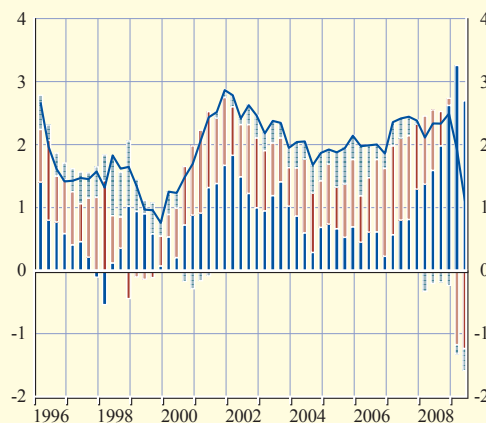
De cara al futuro, en los próximos trimestres probablemente proseguirá el deterioro del mercado de trabajo, aunque la demanda ha empezado ya a repuntar. Esta evolución debería impulsar la productividad, lo que, a su vez, debería elevar los márgenes, que deberían también beneficiarse de las medidas de reestructuración adoptadas en la reciente crisis.

3 La teoría económica no puede determinar sin ambigüedades cómo varían los márgenes con las condiciones de demanda. Para un análisis de este tema, véase C. Macallan y M. Parker, «How do mark-ups vary with demand», Bank of England, Quarterly Bulletin, segundo trimestre de 2008.

Gráfico B Descomposición del deflactor del PIB

(tasas de variación interanual; puntos porcentuales)

— Coste laboral unitario
 Beneficio por unidad de producto
 — Impuesto por unidad de producto
 — Deflactor del PIB

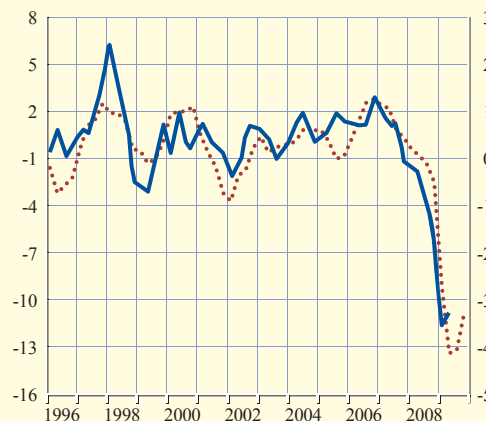


Fuente: Eurostat.

Gráfico C Indicador del margen de beneficio y tasa de utilización de la capacidad productiva

(variaciones interanuales en puntos porcentuales; tasas de variación interanual)

— Indicador del margen de beneficio (escala derecha)
 Tasa de utilización de la capacidad productiva en las manufacturas (escala izquierda)



Fuentes: Comisión Europea, Eurostat y cálculos del BCE.

3.4 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

A corto plazo, las perspectivas de inflación interanual medida por el IAPC seguirán estando determinadas, principalmente, por los efectos de base al alza derivados de la caída de los precios de la energía en el segundo semestre de 2008. Debido también a estos efectos de base, se espera que las tasas de inflación interanual se sitúen en los próximos meses en valores positivos, en los que se estima que se mantendrán a más largo plazo. Por otro lado, cabe esperar que los precios y los costes continúen registrando una evolución moderada, en un contexto de atonía de la demanda en la zona del euro y en otros países.

Como se indica en el recuadro 7, la última encuesta del BCE a expertos en previsión económica muestra que las expectativas de inflación a corto plazo se han revisado ligeramente a la baja para 2009 y ligeramente al alza para 2010, manteniéndose en los intervalos señalados en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE en septiembre de 2009. Las expectativas de inflación a largo plazo se han revisado ligeramente a la baja, hasta el 1,92%, desde el 1,98% de la encuesta anterior.

Los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios están, en general, equilibrados. Estos riesgos están relacionados, en particular, con las perspectivas de actividad económica y con la evolución de los precios de las materias primas. Además, los impuestos indirectos y los precios administrados podrían registrar aumentos superiores a los esperados actualmente, debido a la necesidad de sanear las finanzas públicas en los próximos años.

Recuadro 7

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

Este recuadro presenta los resultados correspondientes al cuarto trimestre de 2009 de la encuesta a expertos en previsión económica (EPE) realizada por el BCE entre el 15 y el 19 de octubre de 2009 y respecto de la cual se recibieron 56 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 julio, los participantes en la EPE revisaron sus expectativas de inflación a la baja, en 0,1 puntos porcentuales, hasta el 0,3%, para 2009, y al alza, en 0,1 puntos porcentuales, hasta el 1,2%, para 2010 (véase cuadro)². Las expectativas de inflación para 2011 se mantuvieron sin cambios en el 1,6%. Muchos encuestados estimaban que la amplia brecha de producción y la infrautilización de la capacidad productiva ejercerían presiones a la baja sobre la inflación, que esperaban permaneciese por debajo del 2% en el medio plazo. La mayoría de los participantes señaló que los principales riesgos al alza para la inflación procedían de posibles aumentos de los precios del petróleo y de las materias primas.

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

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

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

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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

1) En porcentaje de la población activa.

2) Las expectativas a largo plazo de la EPE y de Consensus Economics se refieren a 2014, y las del Barómetro de la Zona del Euro, a 2013.

Las expectativas de inflación de la EPE para 2009 y 2010 se sitúan dentro de los intervalos de las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro en septiembre de 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 octubre de 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, para 2009 los encuestados asignan una probabilidad del 71% a que la inflación se sitúe entre el 0% y el 0,4%, mientras que la distribución de probabilidad asignada para 2010 se concentra más claramente en el intervalo del 0,5% al 1,9%, y la relativa a 2011 se sitúa en niveles ligeramente inferiores (véase gráfico A). Basándose en las distribuciones de probabilidad individuales, estas previsiones están sujetas a riesgos bajistas (el número de encuestados que sitúan su estimación puntual por encima de la media de su distribución de probabilidad es superior al de los participantes que la sitúan por debajo de la media).

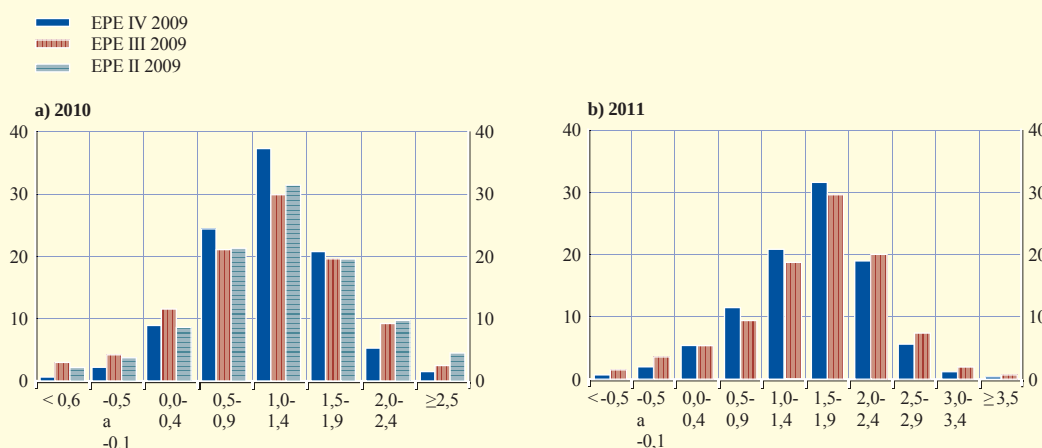
Indicadores de expectativas de inflación a largo plazo

Las expectativas de inflación a más largo plazo (para 2014) se han revisado a la baja, hasta el 1,92%, desde el 1,98% de la encuesta anterior. La media de las estimaciones está por debajo de las previsiones de inflación a largo plazo de Consensus Economics (2%) y del Barómetro de la Zona del Euro (2,2%) publicadas en octubre del presente año.

La revisión a la baja de la estimación media, hasta el 1,92%, recogida en esta EPE va unida a una desviación típica de las estimaciones generalmente estable. Al mismo tiempo, la bimodalidad de la distribución de corte transversal, que se observaba en los primeros años de la EPE, ha vuelto a aparecer en la EPE del cuarto trimestre de 2009: existe un mayor número de encuestados que indican una estimación del 1,8% y del 2% que del 1,9% (véase gráfico B). Finalmente, la probabilidad de que la

Gráfico A Distribución de probabilidad para la inflación media anual en 2010 y 2011 en las últimas encuestas EPE¹⁾

(probabilidad en porcentaje)



Fuente: BCE.

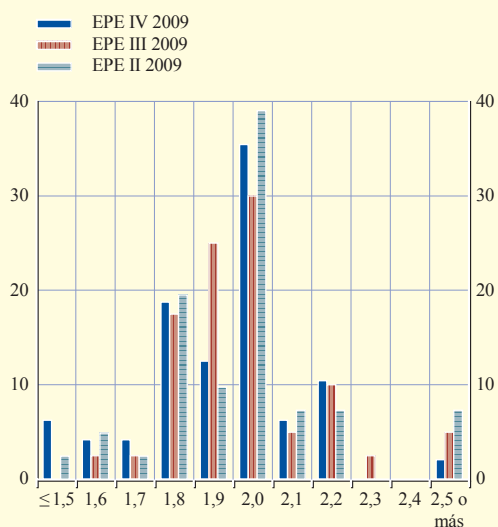
1) Corresponde a la media de las distribuciones de probabilidad individuales asignadas por los expertos en previsión económica.

inflación a largo plazo se sitúe en un nivel igual o superior al 2% ha disminuido al 44%, desde el 48% de la EPE anterior (véase gráfico C).

Estos resultados pueden compararse con la tasa de inflación implícita, que es un indicador de las expectativas de inflación a largo plazo de los participantes en el mercado calculado como el diferencial de rendimientos entre los bonos nominales y los bonos indicados con la inflación³. En general, las expectativas basadas en los mercados financieros (como la tasa de inflación implícita *forward* a cinco años, dentro de cinco años, con datos desestacionalizados) han superado ligeramente las medidas procedentes de las encuestas y han sido mucho más volátiles (véase gráfico C). Sin embargo, la comparación directa entre estas dos clases de datos dista de ser sencilla. Por ejemplo, la tasa de inflación implícita incorpora la compensación por la inflación que exigen los participantes en los mercados financieros y que consiste en el nivel de inflación esperado y una prima por riesgo de inflación. Aunque no es fácil distinguir entre estos dos componentes, los resultados obtenidos sugieren que las primas por riesgo de inflación en la zona del euro son el principal determi-

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.

3 Véase también el artículo titulado «Indicadores de expectativas de inflación de la zona del euro», en el Boletín Mensual de julio de 2006.

nante de las fluctuaciones de las tasas de inflación implícitas a largo plazo⁴. Además, en el contexto de la crisis financiera, las expectativas de inflación basadas en los mercados financieros han sido algo erráticas y pueden haber estado distorsionadas por el afán de los inversores por reducir el riesgo y el apalancamiento y por su marcada preferencia por los activos más líquidos y seguros⁵.

Expectativas de evolución del PIB real

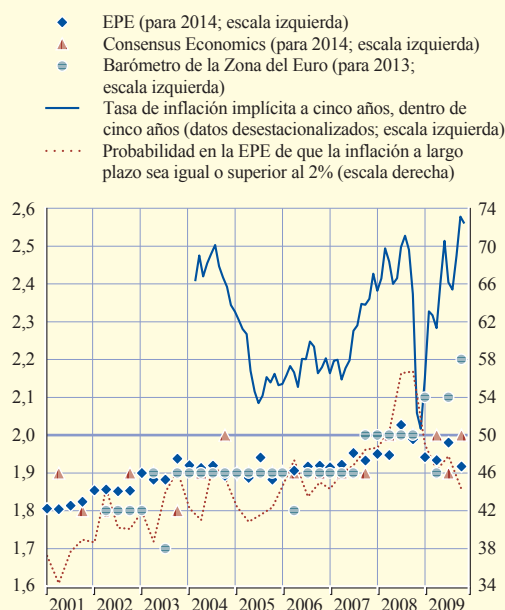
Con respecto a la última encuesta, los participantes en la EPE han revisado notablemente al alza (en 0,6 puntos porcentuales) sus expectativas de evolución del PIB real para 2009 y esperan ahora una contracción en la zona del euro del 3,9% en el presente año. También han revisado al alza (en 0,7 y 0,1 puntos porcentuales, respectivamente) las expectativas para 2010 y 2011, que sitúan ahora en el 1% y el 1,6%, respectivamente. En sus comentarios, los encuestados indican, en general, que los principales factores que configuran las perspectivas de actividad económica de la zona del euro son la recuperación del comercio mundial (impulsada por los mercados emergentes), así como la contribución positiva de las existencias y los efectos de las medidas adoptadas por los Gobiernos y el BCE. Entre los factores que pueden obstaculizar el crecimiento del PIB real de la zona del euro, los participantes señalan los siguientes: (i) el endurecimiento de los criterios de aprobación del crédito y la limitada utilización de la capacidad productiva afectan negativamente a la inversión; (ii) la apreciación del euro dificulta las exportaciones, y (iii) el deterioro de las perspectivas de los mercados de trabajo, en términos de elevado desempleo, y la nueva desaceleración del crecimiento de los salarios reducen la renta real y el consumo. Algunos encuestados observan que el crecimiento podría perder impulso en el primer semestre de 2010, a medida que finalicen los distintos planes de estímulo económico.

Las expectativas relativas a la evolución económica en 2009 se sitúan en un nivel próximo al límite superior del intervalo de las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro en septiembre de 2009, y las relativas a 2010 se sitúan por encima de dicho intervalo. Las expectativas de la EPE relativas a 2009, 2010 y 2011 están generalmente en línea con las últimas previsiones de Consensus Economics y del Barómetro de la Zona del Euro.

En línea con la importante revisión al alza de las expectativas de evolución del PIB real, la distribución de probabilidad agregada para 2009 se revisó al alza. Los encuestados asignan una probabilidad del 51% a que la evolución del PIB real se sitúe en el intervalo comprendido entre el -4% y el -3,6%.

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

(tasas medias de variación interanual; probabilidad en porcentaje)



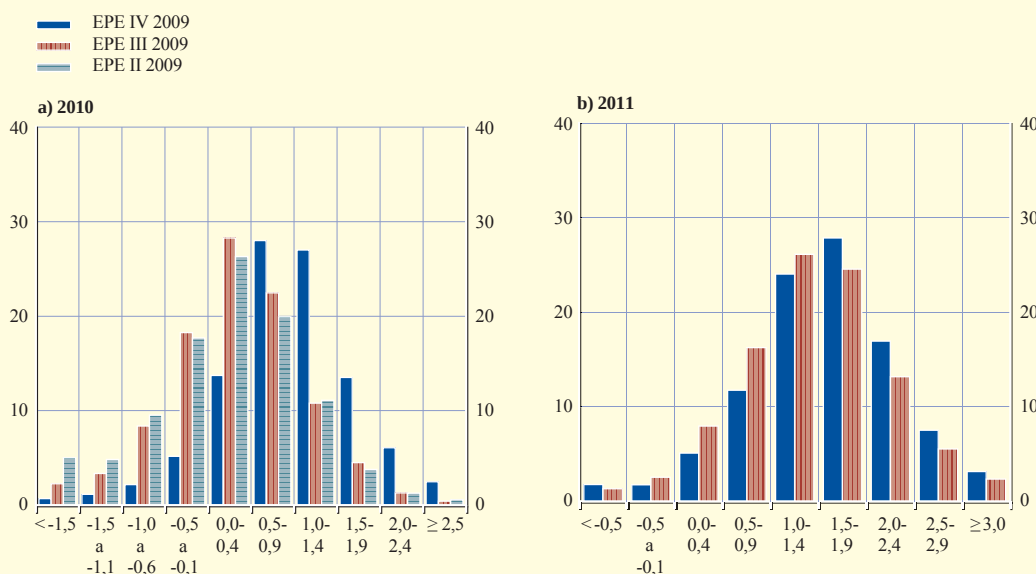
Fuentes: Consensus Economics, Barómetro de la Zona del Euro, Reuters y cálculos del BCE.

4 Hördahl, P. y O. Tristani (2007), «Inflation risk premia in the term structure of interest rates», Working Paper n.º 734, BCE.

5 Para un análisis más detallado del impacto de las actuales turbulencias financieras sobre las medidas de las expectativas de inflación basadas en los mercados, véase el recuadro titulado «Incrementos recientes de los rendimientos reales y sus consecuencias para el análisis de las expectativas de inflación», en el Boletín Mensual de noviembre de 2008.

Gráfico D Distribución de probabilidad para la tasa de variación media anual del PIB real en 2010 y 2011 en las últimas encuestas EPE¹⁾

(probabilidad en porcentaje)



Fuente: BCE.

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

La distribución de probabilidad agregada para 2010 se revisó también al alza, y la relativa a 2011 se mantuvo, en general, sin cambios (véase gráfico D).

La incertidumbre, medida por la desviación típica de la distribución de probabilidad agregada, respecto a las previsiones del PIB real a un año y a dos años vista ha aumentado desde el principio de 2008, alcanzando su máximo nivel en el segundo trimestre de 2009, y disminuyendo ligeramente en el cuarto trimestre del presente año. Con todo, se mantiene en un nivel elevado. Según los encuestados, existe la probabilidad de que el crecimiento sea mayor en 2009, aunque hay riesgos bajistas para 2010 y 2011.

Las expectativas respecto al crecimiento a más largo plazo (para 2014) se han mantenido sin cambios en el 1,9% y están en línea con las previsiones de Consensus Economics y ligeramente por debajo de las del Barómetro de la Zona del Euro, publicadas en octubre. Basándose en las distribuciones de probabilidad individuales, 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 a la baja las expectativas referidas a la tasa de desempleo, en 0,2 y 0,3 puntos porcentuales para 2009 y 2010, y las sitúan ahora en el 9,5% y el 10,6%, respectivamente. En promedio, se espera que la tasa de desempleo se sitúe en el 10,4% en 2011, lo que supone una revisión a la baja de 0,2 puntos porcentuales. En lo que respecta a las expectativas a medio y largo plazo, existen riesgos alcistas para 2009 riesgos bajistas para 2010 y riesgos ligeramente alcistas para 2011. Las expectativas a más largo plazo respecto a la tasa de desempleo (para 2014) se mantienen sin cambios en el 8,5%, pero están sujetas a riesgos alcistas.

4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

Los últimos indicadores de opinión y los de producción y demanda señalan que el crecimiento del PIB real podría haber retornado a territorio positivo en el segundo semestre de este año. En particular, el crecimiento económico debería beneficiarse de la contribución positiva de las existencias, del incremento de las exportaciones y de las importantes medidas de estímulo macroeconómico que se están aplicando, así como de las adoptadas para restablecer el funcionamiento del sistema financiero. No obstante, la incertidumbre continúa siendo elevada, ya que varios de los factores que sustentan la mejora son de carácter temporal. Abstracción hecha de la volatilidad de los nuevos datos, se espera que la economía de la zona del euro se recupere de manera gradual en 2010, ya que es probable que a medio plazo se vea afectada por el proceso de corrección de los balances que se está llevando a cabo en los sectores financiero y no financiero, tanto dentro como fuera de la zona del euro. Los riesgos para estas perspectivas siguen estando prácticamente equilibrados.

4.1 PIB REAL Y COMPONENTES DE LA DEMANDA

El ritmo de descenso de la actividad en la zona del euro se desaceleró de forma acusada en el segundo trimestre de 2009. Según la segunda estimación de Eurostat, el PIB real de la zona del euro se contrajo un $-0,2\%$, en tasa intertrimestral, en el período comprendido entre abril y junio de 2009, tras un descenso del $2,5\%$ en el primer trimestre del año.

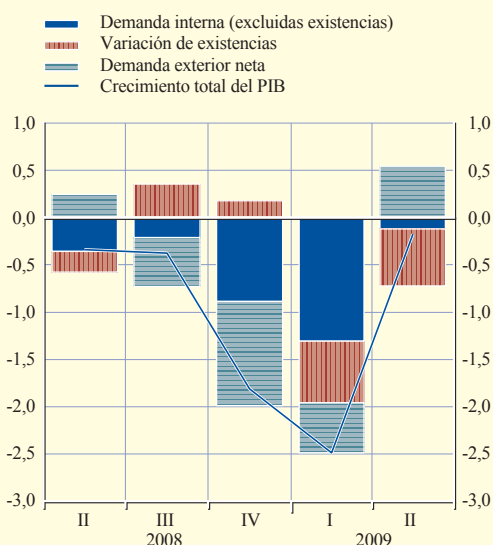
La segunda estimación confirmó que la caída observada en el crecimiento del PIB real durante el segundo trimestre fue consecuencia de la importante contribución negativa de las existencias y de una aportación ligeramente negativa de la demanda interna, que se vieron compensadas en gran medida por una contribución positiva de la demanda exterior neta (véase gráfico 25). La estimación para el segundo trimestre señala la primera mejora en el crecimiento intertrimestral del PIB de la zona del euro desde principios de 2008 y corrobora la opinión de que la actividad económica en la zona tendió a estabilizarse en la primavera, tras los descensos observados en los cuatro trimestres anteriores.

El crecimiento del consumo privado volvió a situarse en territorio positivo en el segundo trimestre de 2009, tras haber registrado una acusada contracción en los dos trimestres anteriores. Según la segunda estimación de Eurostat, el consumo privado creció un $0,1\%$, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre.

Los indicadores de opinión y los de producción y demanda del mes anterior señalan una evolución ligeramente dispar del gasto de los hogares en el segundo semestre de 2009. Por un lado, las encuestas sobre consumo indican una mejora gradual. Por ejemplo, el indicador de la Comisión Europea de la confianza de los consumidores en la zona del euro continuó aumentando en octubre por séptimo mes consecutivo. Por otro lado, las ventas al por

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.

menor (incluidas las de combustibles) disminuyeron un 0,7% (en tasa intertrimestral) en el tercer trimestre de 2009, frente al -0,4% del trimestre precedente.

Las ayudas públicas para incentivar a los consumidores a sustituir los coches viejos por otros nuevos siguieron respaldando la demanda en el tercer trimestre de 2009, pero el impacto de estas ayudas fue mucho menor que el que observado en el primer semestre del año. Los datos mensuales desestacionalizados sobre nuevas matriculaciones de automóviles en septiembre muestran un ligero descenso con respecto a las registradas en agosto. En términos intertrimestrales, las matriculaciones aumentaron un 1,4% en el tercer trimestre, frente a un incremento del 12,2% en el segundo trimestre.

En resumen, si bien la evolución reciente de las encuestas de opinión de los consumidores apunta a una mejora de la confianza, los últimos datos sobre el comercio minorista y las matriculaciones de automóviles son coherentes con la valoración de que el gasto en consumo fue relativamente débil en la última parte de 2009.

En línea con el patrón observado en períodos anteriores de recesión económica, la formación bruta de capital fijo ha sido uno de los principales factores determinantes de la actual desaceleración de la actividad económica. En el segundo trimestre de 2009, la formación bruta de capital fijo disminuyó un 1,5%, en tasa intertrimestral. Esta disminución fue, sin embargo, mucho menos pronunciada que las observadas en el cuarto trimestre de 2008 y en el primer trimestre de 2009, en los que la inversión cayó un 3,5% y un 5,4%, respectivamente. Por lo que respecta a los indicadores sobre inversión publicados recientemente, los nuevos pedidos industriales de la zona del euro aumentaron ligeramente en agosto, mientras que la producción de la construcción experimentó un moderado descenso ese mes.

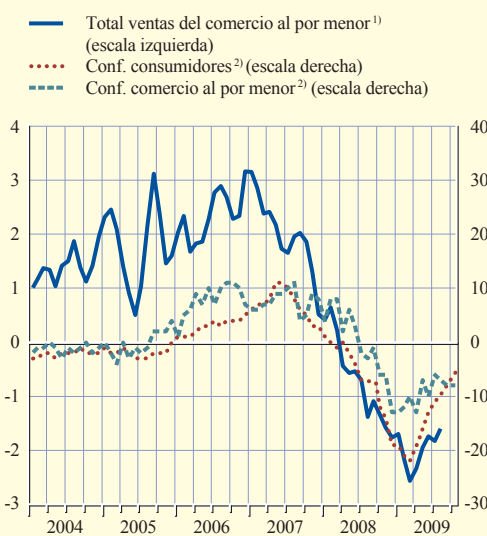
Se espera que el crecimiento de la inversión mejore gradualmente, aunque se mantendrá en tasas negativas, en el segundo semestre de 2009, y que el estancamiento de la demanda final y los reducidos niveles de utilización de la capacidad productiva desincentiven las decisiones de inversión. Al mismo tiempo, es probable que la disminución de los beneficios ejerza presiones a la baja sobre la inversión. No obstante, la caída prevista del crecimiento de la inversión puede verse compensada, en parte, por el descenso del coste de financiación observado recientemente y por algunas señales de mejora de las exportaciones.

4.2 PRODUCTO, OFERTA Y MERCADO DE TRABAJO

La segunda estimación de Eurostat del valor añadido real en el segundo trimestre de 2009 mostró una nueva contracción en la industria, mientras que la tasa de crecimiento intertrimestral de la rama de servicios retornó a territorio positivo, tras haber descendido durante dos trimestres consecutivos.

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

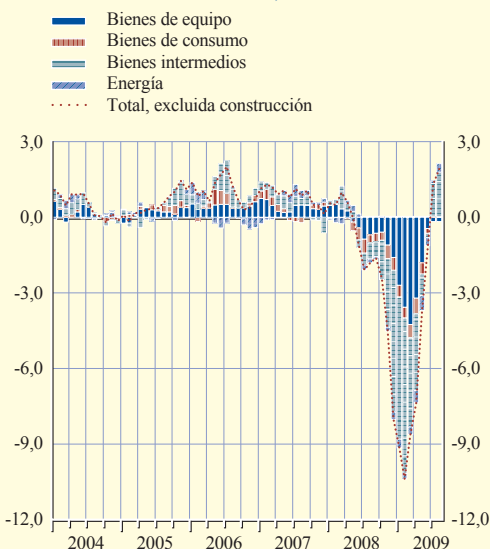
(datos mensuales)



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.

Gráfico 27 Crecimiento de la producción industrial y contribuciones

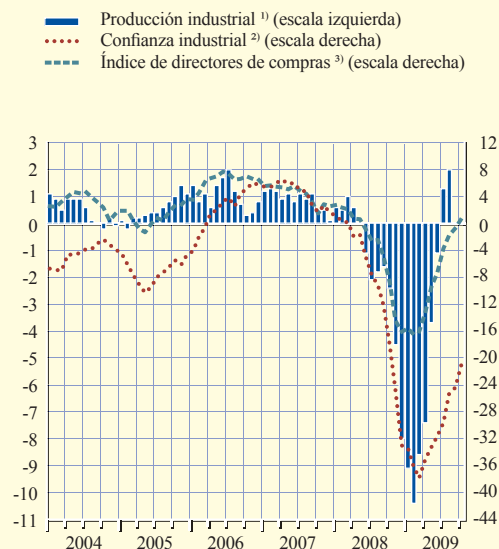
(tasa de crecimiento y contribuciones en puntos porcentuales; datos mensuales desestacionalizados)



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.

Los datos de producción industrial disponibles para el tercer trimestre de 2009 confirman el retorno a la expansión de la actividad industrial. La producción industrial aumentó un 1,6% en julio y agosto, en comparación con el segundo trimestre. No obstante, la producción se mantiene en niveles muy reducidos. Es importante señalar que los indicadores a corto plazo de la producción industrial en períodos turbulentos pueden estar sujetos a amplias revisiones y que, por tanto, los datos deben interpretarse con más cautela de la habitual.

Las encuestas de opinión publicadas en octubre también apuntan a una mejora sostenida de la actividad industrial, aunque partiendo de niveles bajos (véase gráfico 28). El índice de directores de compras de las manufacturas siguió mejorando en octubre, y alcanzó un nivel ligeramente superior a 50 (un valor superior a 50 indica un aumento de la producción, y un valor inferior, un descenso). El índice también señaló que el ritmo de desacumulación de existencias está ralentizándose. A igualdad de otros factores, esta evolución implica que las existencias deberían contribuir positivamente al crecimiento del PIB en el segundo semestre del año. Otras encuestas de opinión, como las de la Comisión Europea, confirman la mejora del clima que señalan los datos de la encuesta a los 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 que el empleo en la zona descendió un 0,5% (en tasa intertrimestral) en el segundo trimestre de 2009, en comparación con una caída del 0,7% observada en el primer trimestre (véase cuadro 6). Esta evolución sugiere que el ritmo de contracción del empleo puede

Cuadro 6 Crecimiento del empleo

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

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

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

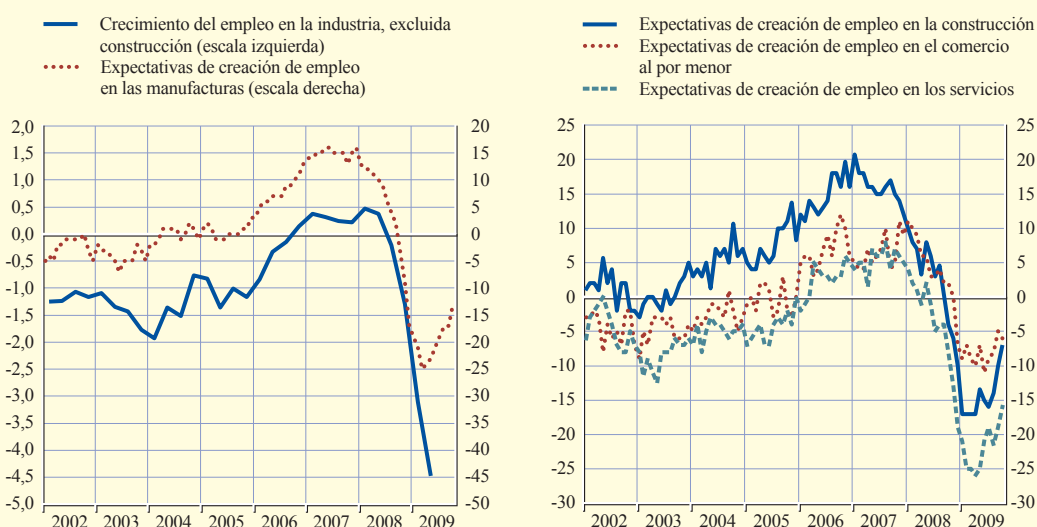
1) Incluye también educación, salud y otros servicios.

haber empezado a ralentizarse. La tasa de paro en la zona del euro aumentó en septiembre hasta situarse en el 9,7% (véase gráfico 31), un incremento de 0,1 puntos porcentuales en comparación con el mes anterior.

Los datos más recientes de las encuestas de opinión indican que el crecimiento del empleo debería seguir disminuyendo en el tercer trimestre de 2009, aunque a un ritmo más lento (véase gráfico 29). En octubre, las intenciones de creación de empleo recogidas en la encuesta a los directores de compras aumentaron ligeramente, tanto en lo que se refiere a la industria como a los servicios. No obstante, los niveles registrados aún se sitúan bastante por debajo del umbral de 50, lo que implica que el empleo

Gráfico 29 Crecimiento del empleo y expectativas de creación de empleo

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

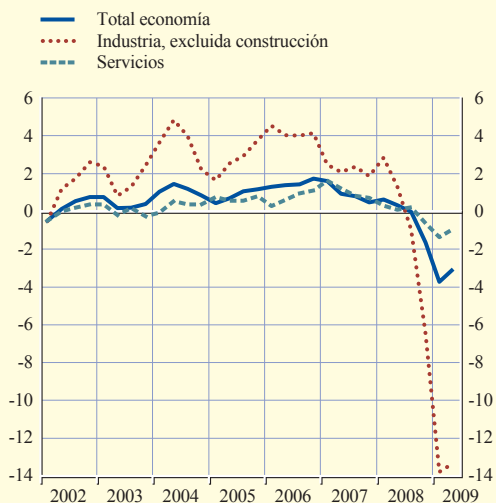


Fuentes: Eurostat y encuestas de opinión de la Comisión Europea.

Nota: Los saldos netos están ajustados a la media.

Gráfico 30 Productividad del trabajo

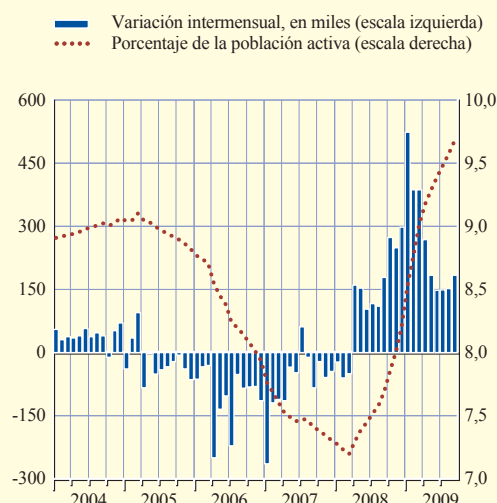
(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico 31 Desempleo

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

todavía se está contrayendo en los dos sectores. Del mismo modo, las encuestas de la Comisión Europea sobre las expectativas de creación de empleo también mejoraron ligeramente en octubre, pero los niveles observados siguen siendo reducidos desde una perspectiva histórica.

Pese a la contracción de la actividad observada en los últimos trimestres, se ha de subrayar que el empleo en la zona del euro ha demostrado una relativa capacidad de resistencia durante las turbulencias financieras, si se considera el significativo descenso de la actividad económica. En este contexto, la productividad del trabajo (en términos de producto por empleado) siguió disminuyendo en el segundo trimestre de 2009, y cayó un 3,1%, en tasa interanual (véase gráfico 30). De cara al futuro, se espera que la productividad se recupere gradualmente en la última parte de 2009, impulsada por la conjunción de una nueva contracción del empleo y de un fortalecimiento paulatino de la actividad económica.

4.3 PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

Tras las tasas de crecimiento tan negativas observadas en torno a final de año, según la segunda estimación de Eurostat, la actividad económica de la zona del euro sólo se deterioró ligeramente en el segundo trimestre de 2009, contrayéndose un 0,2% con respecto al trimestre anterior.

Los indicadores de opinión y de producción y demanda más recientes indican que el crecimiento del PIB real podría retornar a territorio positivo en el segundo semestre de este año. En concreto, el crecimiento económico debería beneficiarse de una contribución positiva de las existencias, de la recuperación de las exportaciones, y de las importantes medidas de estímulo macroeconómico que se están aplicando y de otras medidas adoptadas para restablecer el funcionamiento del sistema financiero. No obstante, la incertidumbre sigue siendo elevada porque algunos de los factores que sustentan la mejora son de carácter temporal. Abstracción hecha de la volatilidad de los nuevos datos, se espera que la eco-

nomía de la zona se recupere a un ritmo gradual en 2010, ya que es probable que, en el medio plazo, se vea afectada por el proceso de corrección de los balances que se está llevando a cabo en los sectores financiero y no financiero, dentro y fuera de la zona del euro.

La última encuesta a expertos en previsión económica del BCE para el cuarto trimestre de 2009 muestra revisiones al alza de las perspectivas de crecimiento a corto plazo en la zona del euro (véase recuadro 7). Los expertos participantes en la encuesta han revisado considerablemente al alza, en 0,6 puntos porcentuales, sus expectativas de crecimiento con respecto a la última encuesta, y actualmente esperan que el PIB real de la zona del euro se contraiga un 3,9% en 2009. Las expectativas de crecimiento para 2010 y 2011 también se han corregido al alza (0,7 y 0,1 puntos porcentuales, respectivamente) y actualmente se sitúan en el 1% y el 1,6%.

Los riesgos para las perspectivas de la actividad económica están prácticamente 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, el deterioro de los mercados de trabajo podría ser menos acusado de lo esperado y la demanda exterior podría resultar mayor de lo previsto. Por otro lado, sigue preocupando que la espiral de reacciones adversas entre la economía real y el sector financiero pueda ser más intensa o persistente, así como los nuevos aumentos de los precios del petróleo y de otras materias primas, la intensificación de las presiones proteccionistas y la posibilidad de que se produzca una corrección desordenada de los desequilibrios mundiales.

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

5.1 TIPOS DE CAMBIO

El tipo de cambio del euro ha seguido fortaleciéndose en términos efectivos nominales en los tres últimos meses, alcanzando niveles próximos al máximo registrado en 2008. Desde finales de julio, el fortalecimiento del euro ha reflejado, principalmente, su apreciación frente al dólar estadounidense, la libra esterlina y las principales monedas asiáticas vinculadas al dólar estadounidense.

TIPO DE CAMBIO EFECTIVO DEL EURO

Tras estabilizarse hasta cierto punto en agosto, 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— volvió a apreciarse en septiembre y octubre. Hacia finales de octubre, alcanzó niveles próximos al máximo registrado en 2008, aunque se moderó posteriormente. El 4 de noviembre, el tipo de cambio efectivo nominal del euro se situaba un 2,6% por encima del nivel observado a finales de julio y un 2,7% por encima de la media de 2008. En los tres últimos meses, la apreciación del euro ha estado determinada, principalmente, por la evolución de los tipos de cambio bilaterales frente al dólar estadounidense, la libra esterlina y las principales monedas asiáticas vinculadas al dólar estadounidense (véase gráfico 32).

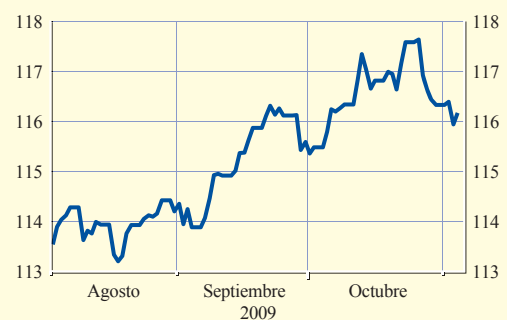
DÓLAR ESTADOUNIDENSE/EURO

Mientras que en agosto el tipo de cambio entre el dólar estadounidense y el euro se mantuvo prácticamente estable, en septiembre y la mayor parte de octubre el euro se apreció de nuevo frente a la moneda estadounidense. Esta apreciación tuvo su origen en una depreciación más bien generalizada del dólar frente a un grupo más numeroso de monedas, al parecer como resultado de los bajos tipos de interés vigentes en Estados Unidos y de la moderación de las perspectivas de riesgo a escala mundial (véase gráfico 33). En los tres últimos meses, la volatilidad implícita del tipo de cambio entre el dólar y el euro se ha mantenido en un valor próximo a la media registrada en los diez últimos años. El 4 de noviembre, el euro cotizaba a 1,48 dólares estadounidenses, es decir, un 4,4% por encima del nivel de finales de julio y un 0,3% por encima de la media del año 2008.

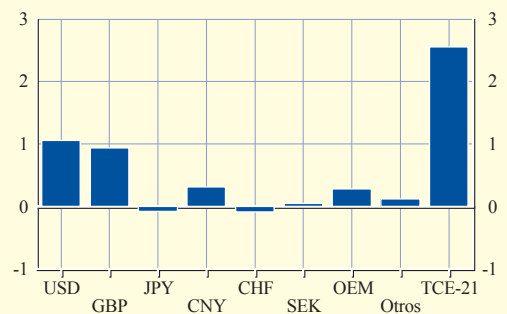
Gráfico 32 Tipo de cambio efectivo del euro y sus componentes¹⁾

(datos diarios)

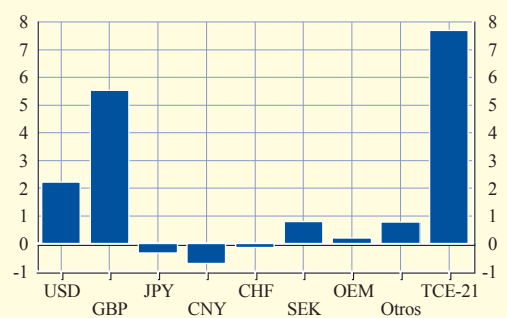
Índice: 1 1999 = 100



Contribuciones a las variaciones del TCE²⁾
Del 31 de julio de 2009 al 4 de noviembre de 2009
(en puntos porcentuales)



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



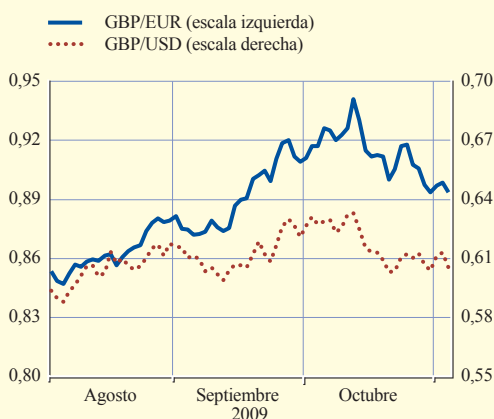
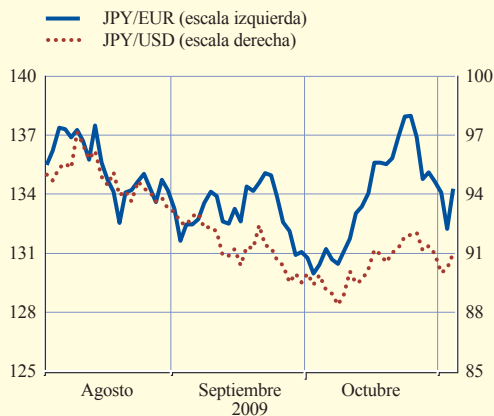
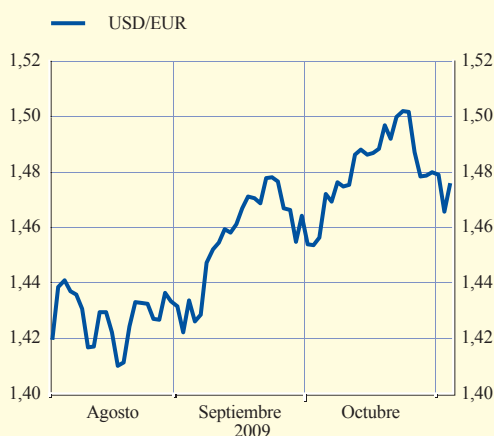
Fuente: BCE.

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 (incluidos 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.

YEN JAPONÉS/EURO

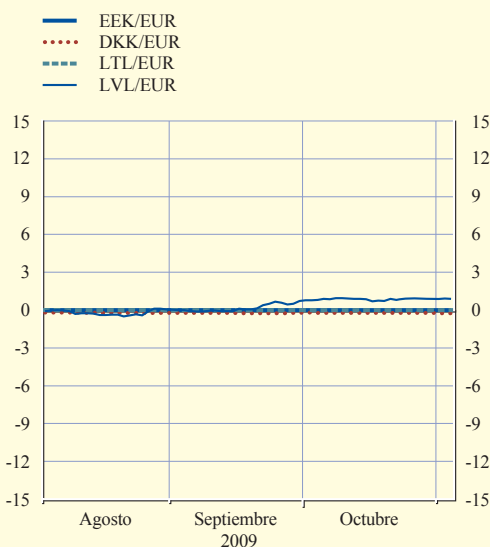
En los tres últimos meses, el tipo de cambio bilateral del euro frente al yen japonés ha fluctuado entre 130 y 138 yenes. Al parecer, se ha visto afectado por los cambios en la percepción general del riesgo en los mercados financieros y por las consideraciones de los mercados respecto a la política cambiaria japonesa. Durante el mismo período, la volatilidad implícita del tipo de cambio entre el yen y el euro ha seguido reduciéndose, pero se ha mantenido por encima de la media histórica. El 4 de noviembre, el euro cotizaba a 134 yenes, un 0,8% por debajo del nivel observado a finales de julio y un 11,8% por debajo de la media del año 2008.

MONEDAS DE LOS ESTADOS MIEMBROS DE LA UE

En los tres meses transcurridos hasta el 4 de noviembre, la mayoría de las monedas que participan en el MTC II se mantuvieron, en general, estables frente al euro, y siguieron cotizando al tipo de cambio correspondiente a sus respectivas paridades centrales o en torno a dichas paridades (véase gráfico 34). No obs-

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 $\pm 15\%$.

tante, el lats letón se depreció frente al euro en septiembre y, desde entonces, se ha mantenido en un nivel próximo a la zona débil de la banda de fluctuación de $\pm 1\%$ establecida unilateralmente.

Por lo que respecta a las monedas de los Estados miembros de la UE que no participan en el MTC II, el euro se apreció considerablemente frente a la libra esterlina en los tres meses transcurridos hasta el 4 de noviembre, en un clima de aumento de la volatilidad implícita del tipo de cambio bilateral entre ambas monedas. El 4 de noviembre, el euro cotizaba frente a la libra esterlina un 4,4% por encima del nivel observado a finales de julio y un 12,1% por encima de la media del año 2008. La evolución reciente del tipo de cambio bilateral entre el euro y la libra esterlina se ha visto afectada, al parecer, por unos datos económicos más desfavorables de lo previsto y por la incertidumbre imperante en los mercados respecto a las perspectivas económicas del Reino Unido. En los tres últimos meses, el euro se ha apreciado también frente al forint húngaro, el zloty polaco y la corona checa en un 4,0%, un 2,7% y un 2,0%, respectivamente, tras una depreciación casi ininterrumpida que se inició a comienzos de marzo. El euro se fortaleció, asimismo, frente a la corona sueca en un 1,0%.

OTRAS MONEDAS

En los tres meses transcurridos hasta el 4 de noviembre, el euro se depreció un 1,3% frente al franco suizo en un contexto de ciertas fluctuaciones. Durante el mismo período, el tipo de cambio bilateral del euro frente al renminbi chino y el dólar de Hong Kong siguió una trayectoria paralela a la evolución del tipo de cambio entre el dólar estadounidense y el euro. Como resultado, el euro se apreció frente a estas dos monedas asiáticas un 4,3% y un 4,4%, respectivamente.

5.2 BALANZA DE PAGOS

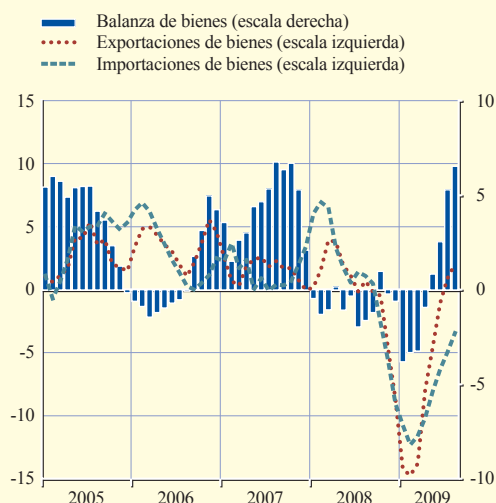
Las exportaciones de bienes a países no pertenecientes a la zona del euro aumentaron en los tres meses transcurridos hasta agosto, mientras que la contracción de las importaciones de bienes continuó moderándose. Por consiguiente, el déficit acumulado de doce meses de la balanza por cuenta corriente de la zona del euro se redujo a 98,5 mm de euros en el año transcurrido hasta agosto (1,1% del PIB). En la cuenta financiera, la zona del euro registró fuertes entradas netas de valores de renta variable y moderadas salidas netas de bonos y obligaciones en los tres meses transcurridos hasta agosto, como consecuencia de una reversión parcial de las repatriaciones de fondos por parte de residentes en la zona del euro y un cambio en las preferencias de los inversores no residentes en la zona que favoreció a los valores de renta variable en detrimento de los valores de renta fija.

COMERCIO Y BALANZA POR CUENTA CORRIENTE

Las exportaciones de bienes a países no pertenecientes a la zona del euro aumentaron en el período

Gráfico 35 Comercio de bienes con países no pertenecientes a la zona del euro

(tasas de variación intertrimestral, mm de euros; media móvil de tres meses; datos mensuales desestacionalizados y ajustados por días laborables)

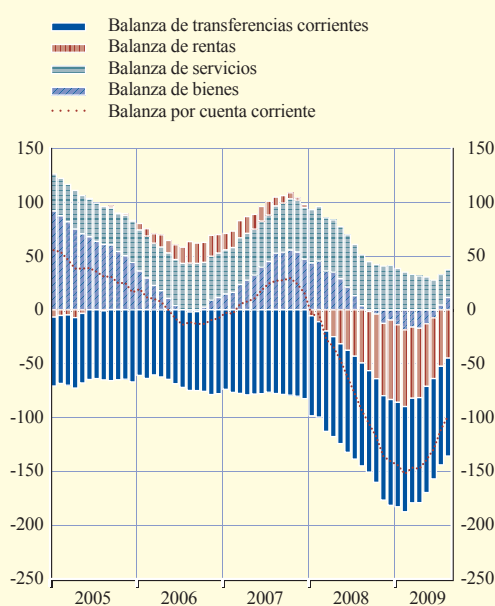


Fuente: BCE.

do de tres meses transcurrido hasta agosto, mientras que la contracción de las importaciones de bienes continuó moderándose. Favorecidas por el fortalecimiento de la demanda exterior y por una gradual reactivación de las cadenas de producción internacionales, las exportaciones de bienes a países no pertenecientes a la zona del euro crecieron un 2,0% en los tres meses transcurridos hasta agosto en comparación el período de tres meses precedente (véase gráfico 35). Durante el mismo período, el ritmo de desaceleración de las importaciones de bienes se redujo hasta el -3,4%. No obstante, la estabilización de las importaciones de bienes siguió yendo a la zaga de la observada en el caso de las exportaciones, lo que refleja la debilidad de la demanda interna de la zona del euro así como una desacumulación de existencias. Al mismo tiempo, tanto las importaciones como las exportaciones de servicios experimentaron una nueva contracción (véase cuadro 7), lo cual es coherente con el hecho de que recientemente la actividad mundial haya repuntado de forma más lenta en el sector servicios que en el sector manufacturero.

Gráfico 36 Principales partidas de la balanza por cuenta corriente

(mm de euros; flujos acumulados de doce meses; datos mensuales desestacionalizados y ajustados por días laborables)



Fuente: BCE.

Como consecuencia de esta evolución del comercio con países no pertenecientes a la zona del euro, el superávit de la balanza de bienes, acumulado de doce meses, se incrementó aún más en agosto, tras haber vuelto a registrar cifras positivas en julio (véase gráfico 36). Ello, unido al descenso de los déficits de la balanza de rentas y de la balanza de transferencias corrientes, contribuyó a una nueva reducción del déficit de la balanza por cuenta corriente de la zona del euro, que se situó en 98,5 mm de euros (alrededor del 1,1% del PIB), en cifras acumuladas de doce meses, en agosto. Con todo, el déficit registrado en agosto siguió siendo más alto que el contabilizado un año antes, debido a un descenso del superávit en el comercio de servicios.

La distribución geográfica de las exportaciones de bienes, en términos nominales, de la zona del euro —basada en las estadísticas de comercio exterior elaboradas por Eurostat— indica que, últimamente, la evolución de las exportaciones ha sido mucho menos uniforme en lo que a destino se refiere que la observada en torno a comienzos del año. Por una parte, las exportaciones a los países de la OPEP, Estados Unidos y los países de Europa Central y Oriental se redujeron de forma significativa en los tres meses transcurridos hasta

Gráfico 37 Nuevos pedidos de exportación, PMI de la zona del euro

(índice de difusión; datos mensuales)



Fuente: Markit.

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 Jul	2009 Ago	2008 Nov	2009 Feb	2009 May	2009 Ago	2008 Ago	2009 Ago
<i>mm de euros</i>								
Cuenta corriente	4,9	-0,1	-13,6	-13,8	-6,6	1,2	-93,7	-98,5
Bienes	9,4	6,0	-0,2	-3,3	0,8	6,5	3,9	11,5
Exportaciones	108,4	105,5	128,4	109,5	104,5	106,7	1.586,0	1.347,3
Importaciones	99,0	99,5	128,6	112,8	103,7	100,1	1.582,3	1.335,8
Servicios	3,1	1,8	1,9	2,7	2,2	1,8	47,3	25,8
Exportaciones	38,1	38,6	42,6	40,2	39,1	37,9	509,1	479,6
Importaciones	35,0	36,8	40,8	37,5	33,9	36,1	461,8	453,7
Rentas	-1,4	-0,7	-7,0	-4,8	-1,9	-1,2	-49,3	-44,8
Transferencias corrientes	-6,2	-7,2	-8,3	-8,3	-7,7	-6,0	-95,6	-91,0
Cuenta financiera¹⁾	-9,7	0,2	16,4	19,7	11,4	-6,9	107,7	121,8
Total inversiones directas								
y de cartera netas	5,5	-57,3	52,0	-8,3	37,2	31,1	28,1	385,9
Inversiones directas netas	8,5	3,8	-26,6	-12,5	-4,5	0,3	-107,6	-129,8
Inversiones de cartera netas	-3,0	-53,4	78,6	20,8	41,7	30,8	135,6	517,7
Acciones y participaciones	27,4	40,7	-22,2	-11,9	6,2	31,2	96,0	9,8
Valores distintos de acciones	-30,4	12,7	100,8	32,7	35,5	-0,3	39,7	505,9
Bonos y obligaciones	-45,2	1,3	18,7	30,0	24,8	-10,8	103,9	188,3
Instrumentos del mercado monetario	14,8	11,5	82,1	2,6	10,7	10,5	-64,2	317,6
<i>Variaciones porcentuales sobre el período anterior</i>								
Bienes y servicios								
Exportaciones	2,4	-1,7	-3,4	-12,5	-4,0	0,6	6,6	-12,8
Importaciones	-3,1	1,7	-3,3	-11,3	-6,4	-3,2	9,4	-12,5
Bienes								
Exportaciones	2,1	-2,7	-4,6	-14,7	-4,6	2,0	6,3	-15,1
Importaciones	-2,9	0,5	-5,6	-12,3	-8,1	-3,4	9,9	-15,6
Servicios								
Exportaciones	3,1	1,1	0,6	-5,8	-2,6	-3,1	7,7	-5,8
Importaciones	-3,7	5,1	4,6	-8,0	-1,5	-2,4	7,7	-1,7

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.

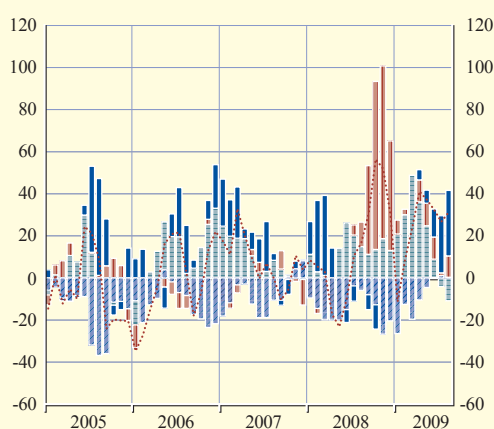
agosto en comparación con el período de tres meses precedente. Por otra parte, las exportaciones a los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro se aproximaron a tasas de crecimiento positivas, y las exportaciones a Asia, aunque menos pujantes que en meses anteriores, siguieron aumentando.

Los indicadores disponibles sugieren que el gradual repunte de las exportaciones de bienes a países no pertenecientes a la zona del euro continuará en el corto plazo. En octubre, el Índice de directores de compras (PMI) de nuevos pedidos de exportación del sector manufacturero de la zona del euro registró su octavo aumento consecutivo, situándose por encima del umbral de 50 que separa la expansión de la contracción (véase gráfico 37). Habida cuenta del notable contenido de importaciones que registran las exportaciones de la zona del euro, la mejora de las perspectivas respecto a las exportaciones probablemente favorecerá también a las importaciones provenientes de fuera de la zona. No obstante, dada la elevada volatilidad de los datos mensuales sobre comercio exterior, no puede descartarse la posibilidad de que, en los próximos meses, se produzcan algunas fluctuaciones en los intercambios comerciales con países no pertenecientes a la zona.

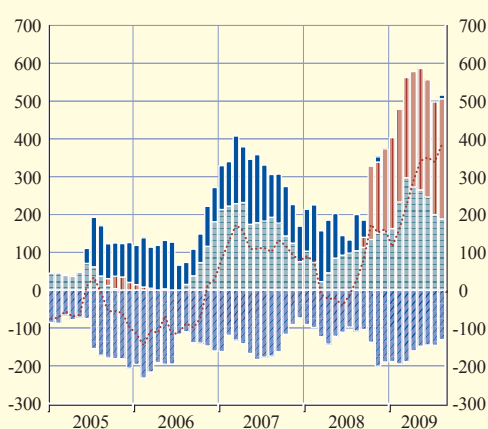
Gráficos 38 Principales partidas de la cuenta financiera

 (mm de euros; flujos netos; medias móviles de tres meses;
datos mensuales)

■ Acciones y participaciones
 ■ Instrumentos del mercado monetario
 ■ Bonos y obligaciones
 ■ Inversiones directas
 ■ Agregado de inversiones directas y de cartera


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

■ Acciones y participaciones
 ■ Instrumentos del mercado monetario
 ■ Bonos y obligaciones
 ■ Inversiones directas
 ■ Agregado de inversiones directas y de cartera



Fuente: BCE.

CUENTA FINANCIERA

En los tres meses transcurridos hasta agosto, los residentes en la zona del euro siguieron incrementando sus compras netas de valores extranjeros, tanto de renta fija como de renta variable. Así pues, las repatriaciones de fondos que se produjeron durante las turbulencias financieras, en torno a comienzos del año, se revirtieron en parte, lo que sugiere un menor sesgo nacional en las inversiones financieras. Probablemente, la mejora de las condiciones en los mercados financieros, la moderación de la aversión al riesgo y las perspectivas económicas mundiales, más favorables, han sido los principales factores determinantes de esta evolución. Al mismo tiempo, se ha observado un cambio en las preferencias de los no residentes respecto a las inversiones en la zona del euro, que ha favorecido a los valores de renta variable en detrimento de los valores de renta fija, lo que podría interpretarse como una señal más de que ha aumentado la tolerancia al riesgo entre los inversionistas en un clima de mejora de los mercados bursátiles durante el período considerado.

Como resultado de esta evolución, se registraron fuertes entradas netas de valores de renta variable y unas moderadas salidas netas de bonos y obligaciones en el período de tres meses transcurrido hasta agosto (véase gráfico 38). Mientras que las entradas netas de valores de renta variable se han visto favorecidas por el mayor crecimiento esperado de los beneficios de las empresas de la zona del euro en los últimos meses, las salidas netas de bonos y obligaciones son dignas de señalar, dado que los rendimientos de los bonos de la zona del euro han mejorado últimamente con respecto a los de los bonos de otras grandes economías (por ejemplo, Estados Unidos). Ello refuerza la idea de que los principales factores determinantes de las salidas netas de bonos y obligaciones parecen haber sido el cambio en la demanda de los inversores extranjeros respecto a las distintas categorías de activos (es decir, la preferencia de los valores de renta variable frente a los de renta fija) y la mayor demanda, por parte de los residentes en la zona del euro, de una amplia gama de valores extranjeros. Es de señalar que todo esto también se ha traducido en una interrupción de los movimientos sumamente coincidentes de los activos y los pasivos de bonos y obligaciones observados entre finales de 2006 y principios de 2009. Mientras

que la inversión extranjera en bonos y obligaciones de la zona del euro se ha reducido desde comienzos de 2009 y se ha tornado negativa a partir de julio (en términos de medias móviles de tres meses), las inversiones de la zona del euro en bonos y obligaciones extranjeros han aumentado gradualmente, pasando de cifras negativas a cifras positivas en junio.

Por lo que respecta a las otras partidas de la cuenta financiera, la zona del euro siguió registrando entradas netas de instrumentos del mercado monetario en agosto (en términos de medias móviles de tres meses), aunque todavía muy por debajo de los máximos observados el año pasado. Además, los flujos de inversiones directas prácticamente se equilibraron en promedio, ya que tanto las inversiones directas de la zona del euro en el exterior como las inversiones directas extranjeras en la zona del euro continuaron siendo moderadas.

En conjunto, principalmente como consecuencia de las fuertes entradas de valores de renta variable, el agregado de inversiones directas y de cartera de la zona del euro registró, en promedio, un ligero incremento de las entradas netas en agosto en comparación con las cifras de julio (en términos de medias móviles de tres meses). En cifras acumuladas de doce meses, las entradas netas totales de inversiones directas y de cartera ascendieron a 385,9 mm de euros en agosto, frente a los 28,1 mm de euros contabilizados un año antes.

En cuanto a la posición de inversión internacional de la zona del euro, los pasivos netos de la zona frente al resto del mundo a finales del segundo trimestre de 2009 eran inferiores a los registrados a finales del trimestre anterior y ascendían a 1,6 billones de euros (alrededor del 17% del PIB). Cabe señalar que estos datos incluyen revisiones significativas —a partir del año 2004—, como consecuencia de una mejora en el método de compilación utilizado para la posición de inversión internacional y la balanza de pagos de la zona del euro.