

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

La economía mundial, en la que la actividad ha comenzado a recuperarse, continúa mostrando señales cada vez más claras de un retorno al crecimiento. La inflación mundial también ha vuelto a registrar cifras positivas, ya que los negativos efectos de base asociados a la evolución de los precios de las materias primas se están tornando positivos. Si bien las perspectivas a corto plazo parecen, en general, favorables, la incertidumbre todavía rodea a la fortaleza del repunte. Los riesgos para las perspectivas económicas parecen estar, en general, equilibrados.

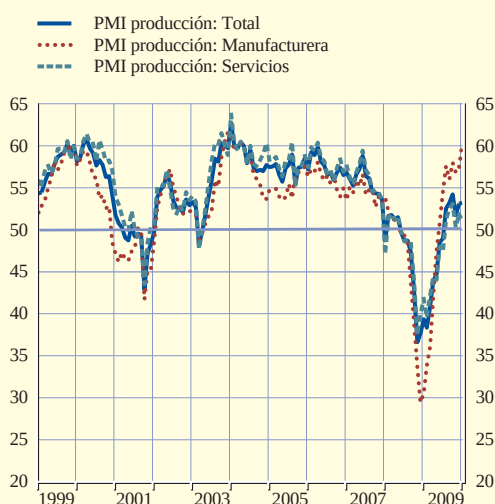
I.1 EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

La actividad económica mundial, respaldada por los estímulos de las políticas monetarias y fiscales y por el ciclo de existencias, parece encaminarse por la senda de la recuperación. Los datos más recientes sobre el PIB correspondientes al tercer y al cuarto trimestres han confirmado que la recuperación es generalizada, habiéndose observado tasas de crecimiento intertrimestral del PIB positivas en varias economías industrializadas y emergentes. Al mismo tiempo, el ritmo de la recuperación es cada vez más divergente entre unos países y otros.

Esta visión general es coherente con los resultados de varios indicadores mundiales de corto plazo. El índice mundial de directores de compras (PMI, en sus siglas en inglés) ha seguido aumentando, desde un mínimo de algo menos de 40 en el último mes de 2008 hasta 53,1 en diciembre de 2009, y se ha incrementado ligeramente, hasta 53,2, en enero de 2010 (véase gráfico 1). Como resultado de estas mejoras, el indicador PMI mundial —tanto para las economías desarrolladas como para las emergentes— ha vuelto a situarse en niveles próximos a los observados antes de que aparecieran las primeras señales de tensiones financieras en el verano de 2007. Tanto el descenso registrado durante la crisis financiera como el reciente incremento del PMI mundial han estado determinados, principalmente, por el sector manufacturero, mientras que el sector servicios mostró una mayor capacidad de resistencia durante la

Gráfico 1 PMI mundial, componente de producción

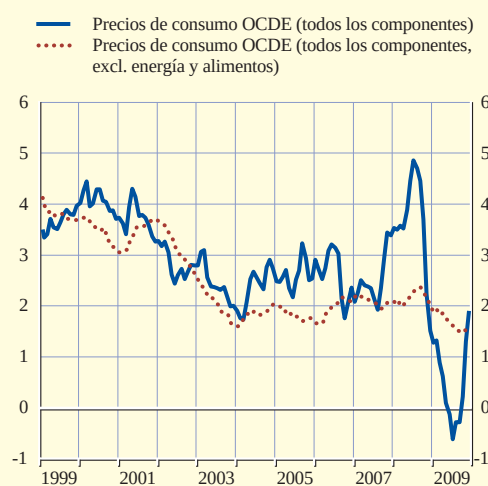
(índice de difusión; datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Markit.

Gráfico 2 Evolución de los precios internacionales

(datos mensuales; tasas de variación interanual)



Fuente: OCDE.

desaceleración, pero también un ritmo de recuperación más moderado. El repunte de la actividad ha venido acompañado de un crecimiento sostenido del componente de entrada de pedidos del PMI, que, actualmente, alcanza el nivel más alto observado desde mediados de 2004. Este incremento se debió, sobre todo, a los nuevos pedidos de productos manufactureros.

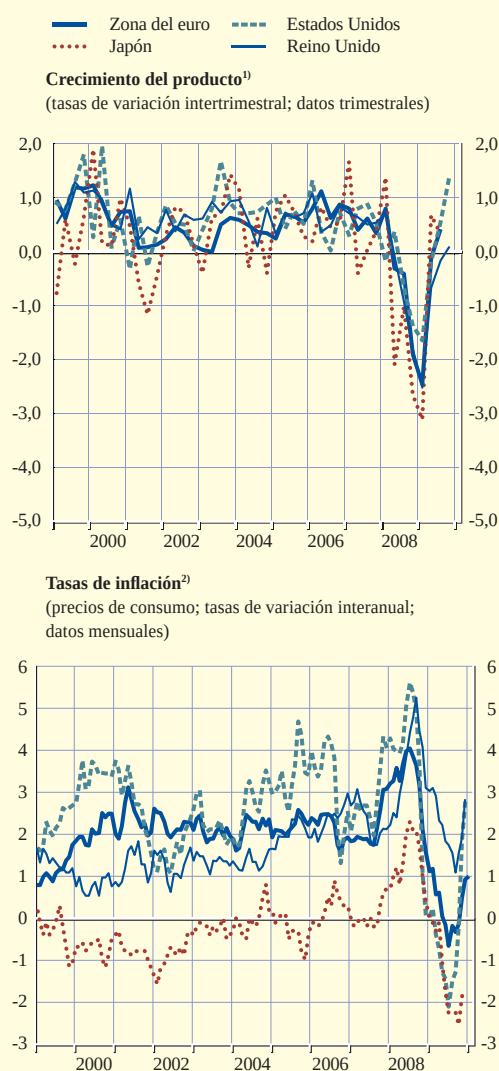
Las tasas generales de inflación se incrementaron, en los países de la OCDE, hasta el 1,9% en diciembre (véase gráfico 2), dado que los efectos de base asociados a la evolución de los precios de las materias primas se están tornando positivos. Excluidos la energía y los alimentos, la inflación interanual registrada durante el mismo período fue ligeramente inferior: un 1,6%. El PMI mundial de los precios de los consumos intermedios del sector manufacturero experimentó un acusado incremento en diciembre, principalmente como consecuencia de la subida de los precios de las materias primas.

ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos, el crecimiento económico experimentó una aceleración en el cuarto trimestre de 2009, tras tornarse positivo en el trimestre anterior, al seguir mejorando la situación económica. Según la estimación preliminar publicada por la Oficina de Análisis Económico, en el cuarto trimestre, el PIB real creció, en tasa anualizada, un 5,7%, el incremento más alto observado en más de seis años. El principal factor determinante del repunte de la actividad fue el ritmo menos pronunciado de liquidación de las existencias. Además, el consumo privado contribuyó positivamente al crecimiento, aunque menos que en el trimestre anterior. La inversión en propiedad residencial siguió aumentando y la inversión empresarial creció por primera vez en más de un año. La demanda exterior neta también contribuyó positivamente al crecimiento, ya que el sólido crecimiento de las exportaciones superó al de las importaciones. De cara al futuro, aunque las medidas de estímulo adoptadas por el gobierno siguen prestando un notable apoyo a la economía en el corto plazo, las perspectivas del gasto en consumo continúan estando empañadas por la debilidad de las condiciones del mercado de trabajo y por el endeudamiento privado de los hogares que sigue siendo elevado.

Por lo que respecta a la evolución de los precios, la inflación medida por el IPC aumentó un 2,7% en el año transcurrido hasta diciembre de 2009, frente a una media del -0,4% para el año (véase gráfico 3). El incremento interanual del IPC en di-

Gráfico 3 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.

ciembre fue generalizado, observándose aumentos moderados de los índices correspondientes a los alimentos y a la mayoría de los productos básicos, así como efectos de base positivos derivados de la evolución previa de los precios de la energía. La tasa de inflación interanual, excluidos la energía y los alimentos, se elevó ligeramente, hasta el 1,8%, en diciembre, frente a la media del 1,7% registrada para el conjunto del año.

El 27 de enero de 2010, 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. El Comité sigue previendo que la situación económica, incluidas las bajas tasas de utilización de los recursos, las moderadas tendencias de la inflación y la estabilidad de las expectativas de inflación, probablemente justificará que se mantenga el tipo de interés de los fondos federales en niveles excepcionalmente bajos durante un período prolongado. Algunas de las medidas no convencionales adoptadas para apoyar el funcionamiento de los mercados financieros y estimular la economía han expirado recientemente. Otras, se prevé que lo hagan como se anunció anteriormente, y que los programas de adquisiciones de valores a largo plazo concluyan para finales de marzo.

JAPÓN

En Japón, la situación económica ha mejorado en los últimos meses. Aunque la Oficina Económica del Gobierno ha revisado recientemente a la baja el crecimiento intertrimestral del PIB real en el tercer trimestre de 2009, del 1,2% al 0,3%, los indicadores de corto plazo mostraban una mejora de la situación en el último trimestre de 2009. La producción industrial ha aumentado durante varios meses consecutivos, mientras que los datos mensuales sobre consumo privado indican un fuerte gasto en bienes de consumo duradero, a pesar de una caída de la confianza de los consumidores y de la persistencia de las altas tasas de desempleo.

Los índices de precios siguieron bajando en diciembre de 2009, debido, en parte, al considerable exceso de capacidad productiva. En cifras interanuales, los precios de consumo descendieron un 1,7% en diciembre, tras una caída del 1,9% en noviembre. El descenso interanual de los precios de consumo, excluidos la energía y los alimentos, fue del 1,2% en diciembre, frente a una caída del 1,0% en noviembre. La bajada de los precios también se reflejó en las expectativas de los consumidores. Los datos de las encuestas muestran que, en diciembre, por primera vez desde que se inició la encuesta, en abril de 2004, la proporción de personas que esperaban un descenso de los precios a un año vista fue mayor que la de aquellas que preveían precios más altos.

En su reunión de 26 de enero de 2010, el Banco de Japón decidió mantener sin variación, en torno al 0,1%, el objetivo para el tipo de interés de los préstamos a un día sin garantía. La predicción mediana de los miembros del Comité de Política Monetaria del Banco de Japón respecto a la inflación subyacente medida por el IPC se revisó al alza hasta el -0,5% para el ejercicio 2010 y el -0,2% para el ejercicio 2011, es decir, 0,3 y 0,2 puntos porcentuales, respectivamente, en comparación con octubre. Por lo que respecta al PIB, esta predicción se mantuvo, en gran medida, sin variación en el 1,3% para el ejercicio 2010 y en el 2,1% para el ejercicio 2011.

REINO UNIDO

En Reino Unido, la actividad económica volvió a registrar tasas de crecimiento positivas a finales de 2009, mientras que la inflación repuntó significativamente. Según la estimación preliminar, el PIB real creció en el cuarto trimestre de 2009 un 0,1% en tasa intertrimestral, en comparación con una caída del 0,2% en el tercer trimestre. La recuperación, aún lenta, refleja principalmente la atonía del sector servicios. Mientras que la producción del sector manufacturero aumentó un 0,4%, en los servicios solo cre-

ció un 0,1%. Cada vez resulta más evidente que el mercado de la vivienda se ha estabilizado y ha comenzado a recuperarse de forma gradual. Los precios de la vivienda han subido por sexto mes consecutivo en diciembre de 2009, lo cual es coherente con la mayor disponibilidad de crédito hipotecario observada en el cuarto trimestre. El flujo de préstamos hipotecarios netos aumentó en noviembre de 2009, aunque se mantuvo muy por debajo de la media mensual de 2008. La inflación interanual, medida por el IAPC, se elevó al 2,9% en diciembre, desde el 1,9% de noviembre. El aumento de la inflación se debió, en parte, a efectos de base, tales como el impacto de la acusada caída del precio del petróleo en diciembre de 2008, pero también podría reflejar, hasta cierto punto, una anticipación del impacto sobre los precios, como consecuencia de la subida del IVA en enero.

En su reunión de 4 de febrero, el Comité de Política Monetaria del Banco de Inglaterra decidió mantener en el 0,5% el tipo de cambio oficial al que se remuneran las reservas de las entidades de crédito. Asimismo, el Comité decidió mantener el *stock* de las compras de activos en 200 mm de libras esterlinas.

OTROS PAÍSES EUROPEOS

En la mayoría de los otros países de la UE no pertenecientes a la zona del euro, la situación económica también parece haber mejorado recientemente, aunque se observa un repunte de la inflación general. En Suecia, el PIB real creció un 0,2% (en tasa intertrimestral) en el tercer trimestre de 2009, tras el incremento del 0,3% registrado en el segundo trimestre. En Dinamarca, el producto aumentó un 0,6% en el tercer trimestre, tras un acusado descenso del 2,3% en el segundo trimestre. En diciembre de 2009, la inflación interanual, medida por el IAPC, siguió aumentando —debido, principalmente, a efectos de base— hasta el 2,8% en Suecia y hasta el 1,2% en Dinamarca. El 15 de enero de 2010, el Danmarks Nationalbank redujo el principal tipo de interés oficial en 10 puntos básicos, hasta el 1,05%.

En los Estados miembros más grandes de la UE de Europa Central y Oriental, los indicadores recientes sugieren una cierta mejora de los resultados económicos. En comparación con el segundo trimestre, el PIB real experimentó una contracción ligeramente más lenta en Hungría y Rumanía en el tercer trimestre (–1,8% y –0,6% en tasa intertrimestral, respectivamente) y aumentó en Polonia y la República Checa (un 0,5% y un 0,8%, respectivamente). Los indicadores de corto plazo sugieren, en general, que la situación económica de la mayoría de los países de la región está mejorando. Concretamente, los indicadores relativos a las exportaciones y la industria mejoraron de forma significativa, mientras que los relacionados con la demanda interna muestran una imagen más heterogénea. Aunque los indicadores de confianza han venido mejorando en los últimos meses, se mantienen, en su mayoría, muy por debajo de las respectivas medias de largo plazo. La divergencia en la inflación interanual, medida por el IAPC, entre unos países y otros persistió en diciembre, con tasas que variaron desde el 0,5% de la República Checa y el 3,8% de Polonia, hasta el 4,7% y el 5,4% de Rumanía y Hungría, respectivamente. El 5 de enero de 2010, la Banca Națională a României decidió recortar el principal tipo de interés oficial en 50 puntos básicos, hasta el 7,5%.

ECONOMÍAS EMERGENTES DE ASIA

Las economías emergentes de Asia han seguido recuperándose de la desaceleración mundial. Los estímulos macroeconómicos, sumados al descenso de las tasas de paro y a los positivos efectos riqueza derivados de la subida de los precios de los activos han contribuido a fortalecer la actividad económica. En varios países, la reactivación de las exportaciones ha cobrado nuevo impulso, lo que también se refleja en un crecimiento más rápido en el sector manufacturero. La inflación, medida por los precios de consumo, volvió a registrar tasas positivas en la mayoría de los países de la región, principalmente como consecuencia de efectos de base y de la subida de los precios de los alimentos y de las materias primas.

En China, la actividad económica experimentó una aceleración, con un crecimiento interanual del PIB real que se situó en el 10,7% en el cuarto trimestre de 2009, frente al 8,7% registrado para el conjunto del año. Los estímulos fiscales siguieron siendo uno de los principales factores determinantes del comportamiento económico, mientras que la demanda exterior neta supuso una contribución negativa de 3,7 puntos porcentuales al crecimiento del PIB en 2009. La rápida aceleración de la inflación medida por los precios de consumo, que pasó del -1,8% en julio de 2009 al 1,9% en diciembre, ha obligado a iniciar una etapa de gradual endurecimiento de la política monetaria. Concretamente, a mediados de enero de 2010, se elevaron en 0,5 puntos porcentuales las exigencias de reservas de las entidades de crédito.

AMÉRICA LATINA

La actividad económica ha seguido mostrando señales de fortalecimiento, mientras que la inflación ha evolucionado de forma desigual en la región. En Brasil, la producción industrial aumentó casi un 19%, en tasa interanual, en diciembre de 2009, tras registrar un repunte en el mes anterior. La inflación interanual, medida por los precios de consumo aumentó ligeramente en diciembre, situándose en torno al 4%. En Argentina, la producción industrial creció un 10,3%, en tasa interanual, en diciembre. Al mismo tiempo, la inflación, medida por los precios de consumo, siguió aumentando, hasta alcanzar el 7,7% en diciembre. En México, la actividad económica continuó mostrando señales de estabilización, reduciéndose la producción industrial en un 1,7%, en tasa interanual, en noviembre, es decir, una tasa considerablemente más baja que la observada en el mes anterior. Al mismo tiempo, las presiones inflacionistas se moderaron ligeramente, situándose la inflación, medida por los precios de consumo, en un 3,6% en diciembre.

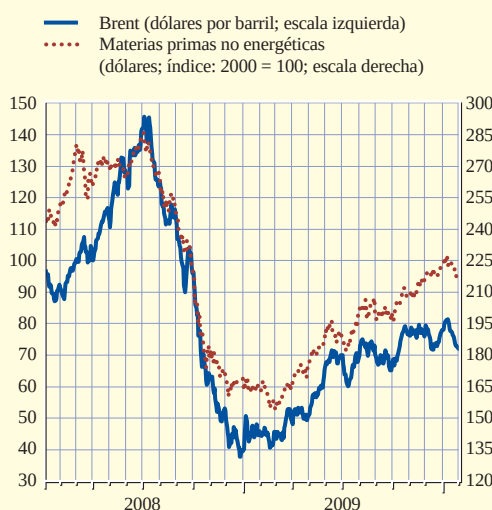
1.2 MERCADOS DE MATERIAS PRIMAS

El repunte de los precios del petróleo observado en diciembre se corrigió, en parte, en enero. Los precios del barril de Brent se situaron, el 3 de febrero de 2010, en 74,2 dólares estadounidenses, aproximadamente un 7% por debajo del nivel de principios del año (véase gráfico 4). No obstante, de cara al futuro, los participantes en los mercados siguen esperando precios más altos a medio plazo, y los futuros con entrega en diciembre de 2011 se negocian actualmente en torno a 84 dólares estadounidenses el barril.

Si bien el descenso de los precios del petróleo tuvo su origen en la preocupación por la sostenibilidad del crecimiento económico en China, las variables fundamentales siguen siendo favorables. Las proyecciones más recientes de la Agencia Internacional de la Energía sobre la demanda en 2010 sugieren un incremento del consumo de 1,9 millones de barriles diarios en comparación con 2009. Por el lado de la oferta, las proyecciones indican que la producción de los países no pertenecientes a la OPEP prácticamente no experimentará variaciones en 2010.

Los precios de las materias primas no energéticas también se moderaron en enero. Los precios de los

Gráfico 4 Principales indicadores de los mercados de materias primas



Fuentes: Bloomberg y HWWI.

alimentos y las materias primas agrícolas bajaron, concretamente, al conocerse los datos sobre las extraordinarias cosechas de maíz, al tiempo que se incrementaron los precios del azúcar. Los precios de los metales prácticamente no experimentaron variación, pero tras esta evolución general, se oculta una subida de los precios del estaño y una caída de los precios del plomo. En cifras agregadas, el índice de precios de las materias primas no energéticas (denominado en dólares estadounidenses) se situaba, a finales de enero de 2010, aproximadamente un 27% por encima del nivel registrado a comienzos de 2009.

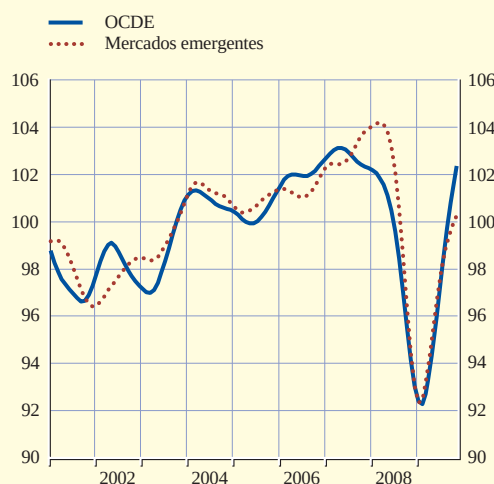
1.3 PERSPECTIVAS DEL ENTORNO EXTERIOR

Los indicadores adelantados muestran que, a corto plazo, continuará la expansión de la economía mundial. En relación con noviembre de 2009, los últimos datos disponibles sobre el indicador sintético adelantado de la OCDE muestran un aumento en consonancia con la evolución media observada en los meses anteriores, de lo que se deduce que la actividad económica se encamina por la senda de la recuperación en la mayoría de los países más industrializados de la OCDE (véase gráfico 5), así como en las principales economías emergentes. El aumento sostenido de la confianza empresarial y de los consumidores en la mayoría de los países de la OCDE en los últimos meses refuerza también estas perspectivas más favorables a corto plazo. Los datos correspondientes a noviembre de 2009 sugieren que los indicadores de confianza han retornado a los niveles observados a mediados de 2008. Los datos más recientes, correspondientes a diciembre, indican de forma evidente, nuevas mejoras en el índice de confianza de los consumidores de Estados Unidos, mientras que en el caso de Australia y Canadá, los índices respectivos muestran un ligero descenso. Los índices de confianza empresarial de Estados Unidos, Japón y Suiza aumentaron en diciembre, aunque a un ritmo más lento que en las fases previas de la recuperación, lo que confirma esta positiva evaluación a corto plazo. Además, las valoraciones de los mercados de renta variable aumentaron significativamente en todo el mundo con respecto a los mínimos registrados a comienzos de 2009. Esta evolución podría reflejar la mejora de las perspectivas de crecimiento a escala mundial, a la que habría que sumar los niveles históricamente bajos de los tipos de interés oficiales en todos los países. La recuperación de la economía mundial sugiere también una mejora de las perspectivas del comercio internacional, así como de la demanda exterior de la zona del euro. Los indicadores más recientes sobre el comercio mundial, basados en los datos disponibles hasta noviembre de 2009, continúan mostrando un crecimiento del volumen. A pesar de estas señales positivas, la incertidumbre sigue rodeando tanto a las perspectivas de crecimiento mundial, como a las posibilidades de que la recuperación pueda autosostenerse una vez que el impacto de los factores transitorios que respaldan la actividad económica en el corto plazo —como el ciclo de existencias y las políticas de estímulo— comiencen a perder fuerza.

Aunque las perspectivas de la economía mundial continúan sujetas a incertidumbre, los riesgos para la actividad económica siguen estando prácticamente equilibrados. Por el lado positivo, la confianza po-

Gráfico 5 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 del indicador sintético adelantado de Brasil, Rusia y China.

dría mejorar más de lo previsto y tanto la economía mundial como el comercio exterior podrían recuperarse de forma más vigorosa de lo esperado. Además, 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. Por el lado negativo, sigue preocupando que se produzca una espiral negativa de reacciones adversas entre la economía real y el sector financiero más intensa o prolongada de lo previsto, que aumenten de nuevo los precios del petróleo y de otras materias primas, que se intensifiquen las presiones proteccionistas y que la corrección de los desequilibrios mundiales se lleve a cabo de forma desordenada.

2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

2.1 DINERO Y CRÉDITO DE LAS IFM

Las tasas de crecimiento interanual de M3 y de los préstamos de las IFM al sector privado se situaron en torno a cero en diciembre de 2009, tras haber descendido de modo paralelo durante un período prolongado. Esta dinámica respalda la valoración de que el ritmo de expansión monetaria subyacente es moderado y de que, actualmente, las presiones inflacionistas a medio plazo derivadas de la evolución monetaria son reducidas. La tasa de crecimiento interanual de M3 sigue subestimando el ritmo de crecimiento monetario subyacente, debido al impacto a la baja de la acusada pendiente de la curva de rendimientos. Además, la moderación observada en los préstamos de las IFM al sector privado ocultó un nuevo aumento de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a los hogares, mientras que la de los préstamos a las sociedades no financieras pasó a ser más negativa. Esta trayectoria divergente sigue siendo acorde con regularidades del ciclo económico. El proceso de desapalancamiento de las IFM de la zona del euro continuó en diciembre, impulsado principalmente por la reducción de posiciones frente a otras IFM.

EL AGREGADO MONETARIO AMPLIO M3

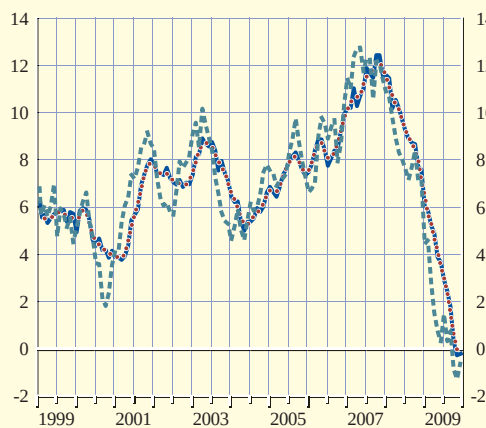
La tasa de crecimiento interanual de M3 prácticamente no se modificó y fue del -0,2% en diciembre de 2009, frente al -0,3% de noviembre (véase gráfico 6). Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento intermensual pasó a ser positiva, tras haber permanecido en niveles negativos los dos meses precedentes (el 0,5% en diciembre, frente al -0,5% de noviembre y el -0,3% de octubre). No obstante, es posible que este aumento no sea indicativo de un cambio en la evolución monetaria, ya que estuvo impulsado, principalmente, por los cuantiosos flujos de entrada registrados en las cesiones temporales, que suelen ser relativamente volátiles. Si se considera más allá de la evolución a corto plazo, la dinámica monetaria continuó siendo moderada y siguió reflejando el fuerte impacto a la baja asociado a la acusada pendiente de la curva de rendimientos y a la mejora de la confianza de los inversores, que han propiciado desplazamientos desde M3 hacia activos a más largo plazo. Al mismo tiempo, los reducidos diferenciales observados entre los tipos de interés de los diversos tipos de depósitos a corto plazo han favorecido un proceso de sustitución en M3, con desplazamientos hacia M1. En consecuencia, la tasa de crecimiento interanual de M1 se ha mantenido en niveles elevados, mientras que la de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista ($M2-M1$) y la de los instrumentos negociables ($M3-M2$) han pasado a ser cada vez más negativas en los doce últimos meses.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM al sector privado se situó en cero en diciembre, siendo ligeramente negativa durante dos meses consecutivos. Si los datos se ajustan por el efecto causado por las bajas de préstamos del balance realizadas en el contexto de las operaciones de

Gráfico 6 Crecimiento de M3

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

- M3 (tasa de crecimiento interanual)
- ... M3 (media móvil de tres meses centrada de la tasa de crecimiento interanual)
- - - M3 (tasa de crecimiento semestral anualizada)



Fuente: BCE.

titulización, las tasas de crecimiento interanual han sido positivas en los últimos meses, si bien la mejora observada en diciembre fue menos pronunciada. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a los hogares aumentó de nuevo en diciembre, proporcionando señales, aunque todavía incipientes, de que se está produciendo un punto de inflexión en lo que respecta a los préstamos a este sector. En cambio, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras siguió reduciéndose. Este patrón de la evolución de los préstamos por sectores sigue siendo acorde con regularidades del ciclo económico. El proceso de desapalancamiento del sector bancario pareció haber continuado en diciembre, pero se llevó a cabo, principalmente, mediante la reducción de posiciones de las IFM frente a otras IFM. La moderación de los préstamos otorgados al sector privado parece reflejar, en gran medida, un descenso de la demanda por parte de los prestatarios.

PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

El hecho de que la tasa de crecimiento interanual de M3 prácticamente no se modificara ocultó un nuevo cambio en las contribuciones de los distintos componentes. Aunque la contribución de M1 volvió a aumentar, la de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista pasó a ser aún más negativa. La contribución de los instrumentos negociables apenas se modificó y se mantuvo negativa.

La tasa de crecimiento interanual de M1 experimentó un ligero descenso y se situó en el 12,3% en diciembre, desde el 12,5% del mes anterior (véase cuadro 1). No obstante, el flujo mensual fue positivo (una evolución atribuible casi exclusivamente a los depósitos a la vista).

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 -9% en diciembre, desde el -8,6% de noviembre. La tercera parte de las salidas mensuales observadas en los depósitos a plazo hasta dos años (es decir, los depósitos a corto plazo), se vio compensada por el flujo de entrada registrado en los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses (esto es, los depósitos de ahorro a corto plazo). Es probable que se estén produciendo

Cuadro 1 Cuadro resumen de variables monetarias

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

	Saldo vivo en porcentaje de M3 ¹⁾	Tasas de crecimiento interanual					
		2009 I	2009 II	2009 III	2009 IV	2009 Nov	2009 Dic
M1	48,0	5,4	8,1	12,2	12,3	12,5	12,3
Efectivo en circulación	8,1	13,6	13,2	12,8	7,5	6,8	6,1
Depósitos a la vista	39,9	3,8	7,1	12,1	13,3	13,8	13,6
M2 - M1 (= otros depósitos a corto plazo)	39,5	9,3	3,0	-3,1	-7,6	-8,6	-9,0
Depósitos a plazo hasta dos años	20,2	13,0	-0,7	-13,2	-22,1	-23,9	-24,3
Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses	19,4	4,5	8,6	12,9	15,9	16,3	15,3
M2	87,5	7,3	5,6	4,5	2,2	1,8	1,6
M3 - M2 (= instrumentos negociables)	12,5	-0,7	-2,5	-7,6	-11,4	-12,8	-10,2
M3	100,0	6,1	4,4	2,7	0,3	-0,3	-0,2
Crédito a residentes en la zona del euro		6,5	4,8	3,6	2,9	2,7	2,4
Crédito a las Administraciones Públicas		5,7	8,4	11,5	13,6	13,2	11,2
Préstamos a las Administraciones Públicas		2,3	1,5	2,7	3,2	3,4	3,5
Crédito al sector privado		6,7	4,0	2,1	0,9	0,6	0,7
Préstamos al sector privado		4,6	2,1	0,4	-0,6	-0,7	-0,0
Préstamos al sector privado ajustados por ventas y titulizaciones		6,1	3,6	1,6	0,3	0,1	0,3
Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas)		3,7	4,3	4,8	6,8	7,3	6,0

Fuente: BCE.

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

desplazamientos entre estas dos modalidades de depósito a corto plazo ya que, actualmente, los depósitos de ahorro a corto plazo están mejor remunerados que los depósitos a corto plazo. De igual modo, el reducido coste de oportunidad de mantener depósitos a la vista continúa proporcionando incentivos para colocar fondos procedentes de los depósitos a corto plazo en este instrumento.

La tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables aumentó y se situó en el -10,2% en diciembre, desde el -12,8% de noviembre. Este incremento, que fue bastante acusado, estuvo determinado por las entradas registradas en diciembre en las cesiones temporales que mantienen los intermediarios financieros no monetarios distintos de las empresas de seguro y los fondos de pensiones (OIF)¹. Además, por primera vez desde abril de 2009, el sector tenedor de dinero realizó adquisiciones netas de valores distintos de acciones a corto plazo (es decir, con vencimiento hasta dos años) de las IFM. En cambio, las entradas mensuales registradas en el principal subcomponente de estos instrumentos, las participaciones en fondos del mercado monetario, fueron moderadas.

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, se incrementó hasta situarse en el 1,2% en diciembre, desde el 1,1% de noviembre, tras haber descendido desde el tercer trimestre de 2008. Esta tasa ocultó una evolución heterogénea de los diversos sectores, ya que el nuevo aumento de la contribución de las sociedades no financieras quedó compensado, en líneas generales, por la nueva disminución de la contribución de los hogares y una aportación más negativa de los intermediarios financieros no monetarios. El descenso observado en la contribución de los depósitos de los hogares es coherente con el hecho de que la renta de este sector suele ir a la zaga de las recuperaciones económicas y con el desplazamiento de fondos hacia activos a más largo plazo. Al mismo tiempo, la sostenida acumulación de liquidez observada en el caso de las sociedades no financieras es acorde con la circunstancia de que las empresas están reponiendo sus reservas de liquidez, así como con la mejora que suele producirse en los flujos de caja de las empresas en una fase temprana de una recuperación económica.

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 volvió a descender y se situó en el 2,4% en diciembre, desde el 2,7% de noviembre (véase cuadro 1), como consecuencia de la nueva caída de la tasa de crecimiento interanual del crédito otorgado a las Administraciones Públicas (aunque se mantuvo elevada, en el 11,2%, frente al 13,2% de noviembre), mientras que la tasa de crecimiento interanual del crédito al sector privado prácticamente no se modificó y permaneció en un nivel relativamente moderado, el 0,7%.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado (el principal componente del crédito otorgado a este sector) fue de cero, habiendo permanecido en niveles ligeramente negativos durante dos meses consecutivos. Si esta tasa se ajusta por el impacto de las operaciones de titulización, el aumento del crecimiento registrado en diciembre fue menos pronunciado, reflejando el hecho de que las numerosas bajas del balance de préstamos registradas a finales de 2008 han desaparecido del cálculo de la tasa de crecimiento interanual (con unos flujos de préstamos moderados o incluso negativos dados de baja en el segundo semestre de 2009). Por tanto, la distorsión observada en las tasas de crecimiento interanual de los préstamos como consecuencia de las bajas del balance ha disminuido, una reducción que se espera que continúe en los próximos meses.

¹ Para una descripción detallada de la naturaleza, con frecuencia volátil, de las tenencias de cesiones temporales por parte de los OIF, véase el recuadro 2, titulado, «Evolución reciente de las cesiones temporales», en el Boletín Mensual de diciembre de 2009.

La moderación observada en los préstamos y créditos otorgados al sector privado oculta una evolución heterogénea de los distintos subsectores. Los préstamos y créditos concedidos a las sociedades no financieras descendieron de nuevo, mientras que continuó la trayectoria positiva registrada en los préstamos a los hogares en el segundo semestre de 2009 (véase cuadro 2). Esta evolución divergente es acorde con regularidades históricas: el crecimiento de los préstamos a los hogares tiende a recuperarse en una fase temprana del ciclo económico, mientras que el de los préstamos otorgados a las sociedades no financieras suele ir a la zaga de las mejoras observadas en la actividad económica (para más detalles sobre los criterios que aplican las entidades de crédito de la zona del euro para la concesión de préstamos y líneas de crédito y sobre la demanda de préstamos, véase el recuadro 1).

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					
		2009 I	2009 II	2009 III	2009 IV	2009 Nov	2009 Dic
Sociedades no financieras	43,6	8,1	4,6	1,1	-1,4	-1,9	-2,3
Hasta un año	25,2	4,0	-2,6	-8,7	-12,0	-12,1	-13,8
De uno a cinco años	20,0	12,4	9,8	4,7	-0,2	-1,4	-1,6
Más de cinco años	54,7	8,8	6,8	5,3	3,9	3,7	3,9
Hogares²⁾	46,0	1,0	0,0	-0,1	0,3	0,5	1,3
Crédito al consumo ³⁾	12,7	1,2	-0,4	-1,0	-1,0	-1,0	-0,1
Préstamos para adquisición de vivienda ³⁾	71,7	0,7	-0,2	-0,3	0,2	0,3	1,5
Otras finalidades	15,6	1,7	1,5	1,4	1,9	2,5	1,7
Empresas de seguros y fondos de pensiones	0,8	-6,7	-3,5	-6,1	-12,3	-14,4	-12,5
Otros intermediarios financieros no monetarios	9,6	7,9	1,3	-0,0	0,5	0,3	5,5

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.

Recuadro 1

RESULTADOS DE LA ENCUESTA SOBRE PRÉSTAMOS BANCARIOS EN LA ZONA DEL EURO DE ENERO DE 2010

En este recuadro se presentan los principales resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de enero de 2010, que realiza el Eurosistema y que se llevó a cabo entre el 7 de diciembre de 2009 y el 8 de enero de 2010¹. En general, cabría decir que el punto en el que la tendencia hacia el endurecimiento de los criterios aplicados para la aprobación de préstamos y líneas de crédito, observada desde el segundo semestre de 2007, empezaría a revertir estaría ahora más cerca, aunque todavía no se habría alcanzado en el conjunto de la zona del euro. Los resultados de la última encuesta apuntan a que los citados criterios volvieron a experimentar un leve endurecimiento neto que, no obstante, fue de menor magnitud que en trimestres anteriores. Si se consideran las distintas categorías de prestatarios, la disminución del endurecimiento neto de los criterios aplicados a los préstamos y líneas de crédito fue mayor para los créditos hipotecarios que para el crédito al consumo y para los préstamos a las sociedades no financieras.

1 La fecha límite para la recepción de los datos de las entidades participantes fue el 8 de enero de 2010. El 29 de enero de 2010 se publicó una valoración exhaustiva de los resultados, que se puede consultar en la dirección del BCE en Internet.

Préstamos o líneas de crédito a empresas

En el último 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 continuó reduciéndose y se situó en el 3%, en comparación con el 8% del tercer trimestre y el 21% del segundo trimestre (véase gráfico A). Por tanto, el ritmo de descenso del endurecimiento neto² señalado en la última encuesta fue considerablemente más lento que el indicado en encuestas recientes. Este descenso fue también algo menor de lo esperado por las entidades de crédito en la encuesta anterior ya que, en el tercer trimestre de 2009, estas esperaban que el endurecimiento neto se interrumpiera, situándose en cero.

Si se consideran los factores que contribuyeron al leve endurecimiento neto adicional de los criterios, las entidades señalaron un impacto menor de los riesgos asociados a la evolución de la actividad económica en general, a las perspectivas de sectores concretos y a las garantías solicitadas. Aunque todos estos factores todavía contribuyeron al endurecimiento neto de los criterios, su importancia siguió disminuyendo en el último trimestre de 2009, en consonancia con la mejora general de las perspectivas macroeconómicas de la zona del euro. No obstante, los factores específicos de las entidades de crédito proporcionaron una imagen más ambigua. Por un lado, el acceso de las entidades a la financiación en los mercados (el -2%) y su situación de liquidez (el -8%), contribuyeron a la relajación de los criterios aplicados para la aprobación de préstamos en el cuarto trimestre de 2009, aunque algo menos que en el trimestre precedente. Por otro, los costes relacionados con el nivel de

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 el de 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»).

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.

capital de las entidades (el 9%) contribuyeron a un aumento del endurecimiento de los criterios (en comparación con el 7% del tercer trimestre de 2009).

El endurecimiento neto de las condiciones relacionadas con el precio y de otras condiciones aplicadas en la concesión de préstamos a empresas también continuó disminuyendo en el cuarto trimestre de 2009 (véase gráfico B). Esta reducción fue generalizada en todas las clases de condiciones, si bien, en particular, el endurecimiento neto de los márgenes aplicados a los préstamos ordinarios volvió a reducirse sustancialmente y se situó en el 6% en el último trimestre de 2009, en comparación con el 13% del trimestre anterior.

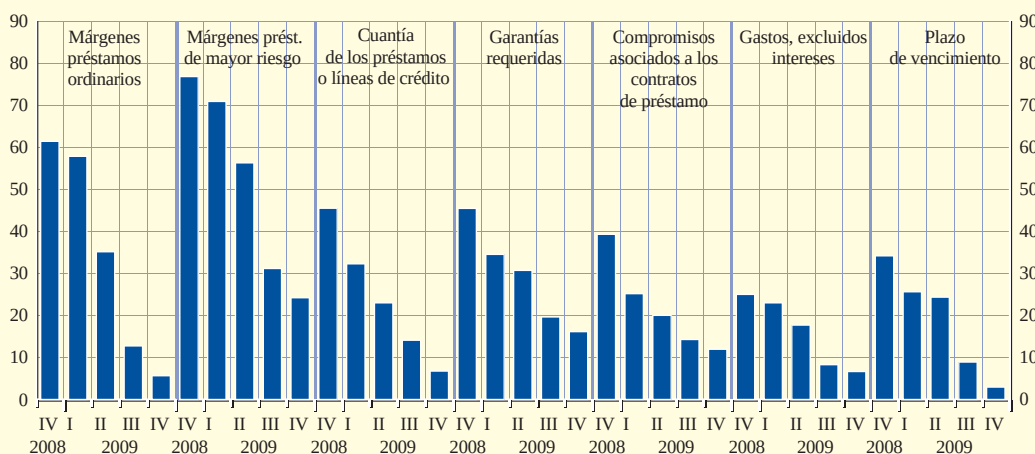
De cara al futuro, las entidades de la zona del euro participantes en la encuesta esperan un leve endurecimiento neto adicional de los criterios aplicados para la aprobación de préstamos a las sociedades no financieras en el primer trimestre de 2010, pudiendo este experimentar un ligero empeoramiento, hasta situarse en el 4% (véase gráfico A).

Demanda de préstamos: La demanda neta³ de préstamos por parte de las sociedades no financieras se mantuvo negativa (en el -8%), aunque mucho menos que en el tercer trimestre de 2009 (el -20%). La debilidad de las inversiones en capital fijo (el -34% en el último trimestre de 2009, en comparación con el -52% del trimestre anterior) y, en menor medida, las escasas operaciones de fusión y adquisición (el -24% en el último trimestre de 2009, frente al -33% del trimestre precedente) se consideran los principales factores que contribuyeron a la demanda neta negativa de préstamos, aunque las contribuciones de ambos factores pasaron a ser menos negativas en 2009 (véase gráfico C). Otro factor relevante es la mayor utilización de fuentes de financiación alternativas por parte de las empresas de la zona del euro, como la emisión de acciones (el -5%) y, en particular, de valores de renta fija (el -13%), en un contexto de condiciones favorables en los mercados.

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 el de las que han señalado que ha disminuido.

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

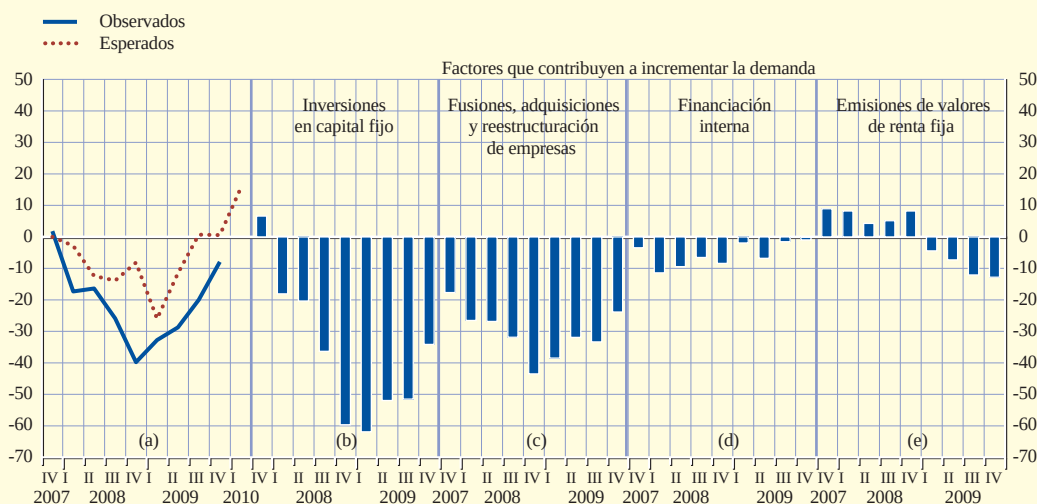
(porcentaje neto de entidades que indican un endurecimiento de las condiciones)



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».

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 futuro, las entidades parecen ser más optimistas en relación con la demanda de préstamos de las empresas que en la encuesta anterior, y esperan que esta se recupere y pase a ser positiva en el primer trimestre de 2010 (el 15%), algo más para las pequeñas y medianas empresas (el 22%) que para las grandes empresas (el 8%).

Préstamos a hogares para adquisición de vivienda

Criterios de aprobación del crédito: 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 de nuevo continuó descendiendo a un ritmo constante y se situó en el 3% en el último trimestre de 2009, en comparación con el 14% del tercer trimestre y el 22% del segundo trimestre (véase gráfico D). Esta evolución fue acorde, en líneas generales, con las expectativas de la encuesta anterior. Esta nueva disminución estuvo determinada, principalmente, por la menor percepción de los riesgos asociados a la actividad económica en general (el 13% en el cuarto trimestre de 2009, frente al 19% del tercer trimestre) y, en particular, a las perspectivas relativas al mercado de la vivienda (el 8%, en comparación con el 14%), aunque ambos factores todavía contribuyeron al endurecimiento de los criterios aplicados para la concesión de préstamos para adquisición de vivienda. A diferencia de lo ocurrido con los préstamos a empresas, los costes de financiación y disponibilidad de fondos de las entidades, consideradas restricciones puras por el lado de la oferta para la concesión de préstamos, ya no contribuyeron al endurecimiento de los criterios a finales de 2009, y fueron neutrales por primera vez desde mediados de 2007.

En cuanto a las condiciones aplicadas a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda, el incremento neto de los márgenes aplicados a los préstamos ordinarios volvió a reducirse en el cuarto trimestre de 2009 (hasta un nivel casi neutral, el 1%, frente al 6% del trimestre precedente). Aunque todavía fue consi-

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.

derable, el incremento neto de los márgenes aplicados a los préstamos de mayor riesgo y la relación entre el principal y el valor de la garantía siguieron disminuyendo, lo que apunta a una reducción general de la aversión al riesgo de las entidades de crédito en relación con los préstamos para adquisición de vivienda. No obstante, las entidades participantes en la encuesta señalaron que el aumento de las garantías solicitadas y el endurecimiento neto de otras condiciones relacionadas con el plazo de vencimiento de los préstamos y con los gastos excluidos intereses apenas se habían modificado entre el tercero y el último trimestre de 2009.

De cara al futuro, las entidades esperan que el endurecimiento neto de los criterios aplicados para la aprobación de préstamos para adquisición de vivienda siga disminuyendo ligeramente en el primer trimestre de 2010 (desde el 5% del último trimestre de 2009, hasta el 2% esperado para el primer trimestre de 2010).

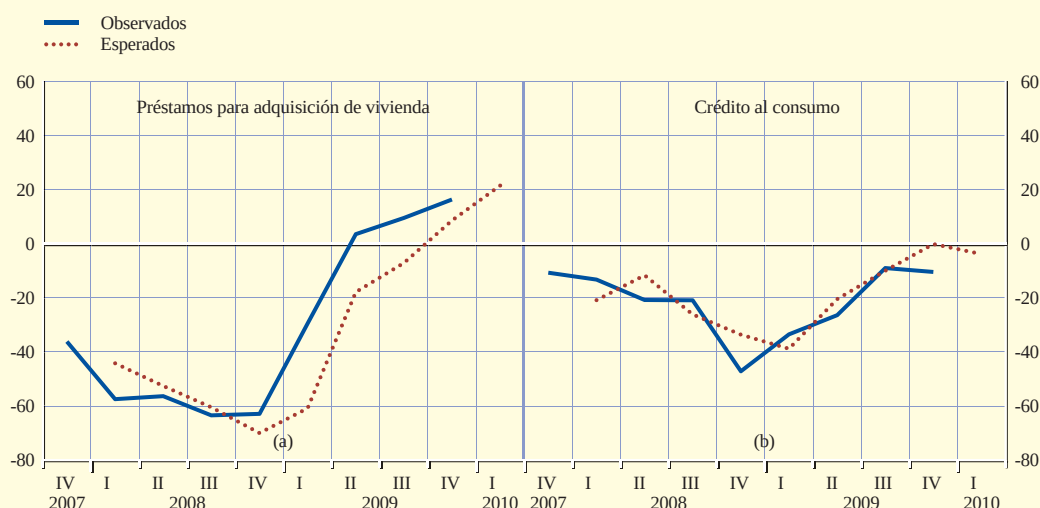
Demanda de préstamos: El porcentaje neto de entidades participantes en la encuesta que señaló un incremento de la demanda de préstamos para adquisición de vivienda continuó aumentando por tercer trimestre consecutivo y se situó en el 16% (en comparación con el 10% del tercer trimestre de 2009 y el 4% del segundo trimestre), más de lo esperado en la encuesta anterior (véase gráfico E). Este aumento estuvo determinado, en su mayor parte, por la contribución de las perspectivas relativas al mercado de la vivienda, que pasaron a ser positivas (desde el -8% del tercer trimestre de 2009 hasta el 8% del último trimestre) por primera vez desde 2006. Aunque la confianza de los consumidores siguió conteniendo la demanda de esta modalidad de préstamo, también ha mejorado sustancialmente. De cara al futuro, las entidades esperan que la demanda neta de préstamos para adquisición de vivienda continúe incrementándose (hasta el 22%) en el primer trimestre de 2010.

Crédito al consumo y otros préstamos a hogares

Criterios de aprobación del crédito: El endurecimiento neto de los criterios aplicados para la aprobación de nuevos créditos al consumo observado en la encuesta de enero de 2010 se situó en el 10%, en

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.

comparación con el 13% del tercer trimestre de 2009 y el 21% del segundo trimestre (véase gráfico F). En consecuencia, el endurecimiento neto también disminuyó en el cuarto trimestre de 2009, pero este descenso fue menos pronunciado que para otras modalidades de préstamo. Además, esta evolución fue acorde, en líneas generales, con las expectativas de las entidades. Al igual que en la encuesta anterior, el endurecimiento neto general registrado en el último trimestre de 2009 apuntaba más a riesgos relacio-

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.

nados con la solvencia de los prestatarios (el 17%) y con las garantías (el 7%), que a factores específicos de las entidades de crédito relacionados con los costes de financiación y disponibilidad de fondos (el 4%). De cara al futuro, las entidades parecen haber modificado ligeramente su valoración de la evolución de los criterios aplicados para la concesión de crédito al consumo y, a diferencia de la encuesta anterior, ya no esperan que el endurecimiento neto se interrumpa, sino más bien que continúe reduciéndose, aunque sólo levemente, con respecto al trimestre anterior (hasta un 9%, según las expectativas, en el primer trimestre de 2010).

Demanda de préstamos: La evolución de la demanda de crédito al consumo fue más contenida en el último trimestre de 2009. La demanda neta de esta modalidad de crédito siguió disminuyendo (el -10% en el citado trimestre, frente al -9% del tercer trimestre y el -26% del segundo). Según las entidades participantes en la encuesta, aunque se señaló que el efecto moderador causado por la confianza de los consumidores había sido menor en el cuarto trimestre de 2009, no se observaron mejoras en el gasto en bienes de consumo duradero ni en el ahorro de los hogares. De cara al futuro, las entidades esperan que la demanda neta de crédito al consumo experimente una ligera mejora en el primer trimestre de 2010, pero que se mantenga negativa, en el -4%.

Preguntas ad hoc sobre las turbulencias en los mercados financieros y expectativas con un horizonte de doce meses

Al igual que en encuestas anteriores, en la de enero de 2010 se planteó 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 y, por primera vez, se introdujo una nueva pregunta sobre las expectativas en relación con las restricciones de crédito con un horizonte de doce meses.

En general, las entidades participantes en la encuesta indicaron que el acceso a la financiación en los mercados mayoristas había mejorado en el último trimestre de 2009. Un porcentaje neto del 17% y el 10%, respectivamente, de las entidades participantes indicaron que el acceso a la financiación en los mercados monetarios a muy corto plazo y a corto plazo había experimentado cierta mejora. De igual modo, las entidades tendieron a señalar una mejora muy leve en el acceso a los mercados de renta fija a corto plazo y a largo plazo, así como en el acceso a la titulización, tanto para los préstamos para adquisición de vivienda como para los préstamos a empresas. No obstante, la denominada «titulización sintética» (es decir, la capacidad para transferir el riesgo de crédito fuera del balance) continuó deteriorándose. En el primer trimestre de 2010, las entidades esperan una nueva mejora en el acceso a los mercados financieros (a los mercados monetarios, de valores de renta fija y de titulización). Se espera que la capacidad para transferir el riesgo de crédito fuera del balance siga planteando dificultades, aunque menos que en el último trimestre de 2009.

En cuanto al impacto de 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, un número creciente de entidades indicó que estas medidas ya no influyen en el acceso a los mercados (el 63% en el último trimestre de 2009, desde el 45% del tercer trimestre). No obstante, alrededor del 37% de las entidades participantes siguió considerando que estas medidas realmente facilitaron el acceso a la financiación en los mercados mayoristas.

Por lo que se refiere al impacto de las turbulencias financieras sobre los costes relacionados con el nivel de capital de las entidades y sobre su política crediticia, apenas se registraron variaciones entre

el tercer y el cuarto trimestre de 2009. En el último trimestre, aproximadamente el 41% de las entidades participantes en la encuesta indicó que las turbulencias habían causado «cierto» impacto o un impacto «considerable» sobre el capital y sobre la política crediticia, una valoración acorde, en general, con las respuestas de la encuesta anterior.

Por último, las expectativas de las entidades de crédito de la zona del euro en relación con los criterios a aplicar para la aprobación de préstamos y líneas de crédito en 2010 en su conjunto parecen ser muy similares a las expectativas para el primer trimestre. La única excepción son los criterios aplicados a los préstamos hipotecarios, que se prevé que experimenten una relajación en 2010, en su conjunto, aunque todavía se esperaba que se endurezcan en el primer trimestre del año. En general, la evidencia disponible sugiere que, actualmente, las entidades de la zona no esperan una relajación generalizada de los criterios en los próximos meses, excepto en los aplicados a los préstamos hipotecarios.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos otorgados por las IFM a las sociedades no financieras descendió de nuevo y se situó en el -2,3% en diciembre, desde el -1,9% de noviembre. Si se considera el detalle por vencimientos, el flujo de préstamos a este sector que, en general, fue negativo, continuó reflejando, fundamentalmente, las sustanciales salidas observadas en los préstamos hasta un año (que hicieron que la tasa de crecimiento interanual de estos préstamos a corto plazo se adentrara aún más en territorio negativo). La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a largo plazo (más de cinco años) experimentó un ligero incremento, pese a los moderados flujos registrados. Esa evolución opuesta puede deberse a diversos factores, como la sustitución de los préstamos a corto plazo por préstamos a largo plazo o, especialmente en el caso de las grandes empresas, por la financiación en los mercados. Al mismo tiempo, el bajo nivel de existencias y la mayor disponibilidad de activos monetarios líquidos en el sector en su conjunto pueden haber reducido la necesidad de financiación a corto plazo.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos a los hogares aumentó de nuevo y se situó en el 1,3% en diciembre, frente al 0,5% de noviembre. Si se tiene en cuenta el impacto de las bajas de préstamos del balance realizadas en el contexto de las operaciones de titulización fuera de balance o real (que suelen afectar a los préstamos a los hogares más que a los préstamos a las sociedades no financieras), la recuperación de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos otorgados a este sector es menos pronunciada. El incremento observado en el crecimiento interanual de los préstamos en diciembre estuvo principalmente impulsado por los préstamos para adquisición de vivienda, y también, aunque en menor medida, por el crédito al consumo, aunque esta última modalidad de préstamo se mantuvo en niveles moderados. En general, la evolución más reciente sugiere que es posible que se haya llegado a un punto de inflexión en términos del crecimiento de los préstamos a los hogares.

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) descendió hasta el 6% en diciembre, desde el 7,3% del mes anterior. Esta evolución se debe a efectos de base, así como los flujos moderados o ligeramente negativos registrados en todos los componentes. Desde una perspectiva sectorial, las entidades de crédito continuaron obteniendo financiación a largo plazo de los hogares en forma de depósitos a largo plazo, reflejo del hecho de que estos depósitos están mejor remunerados que los depósitos a corto plazo.

Por último, las entradas interanuales en la posición acreedora neta frente al exterior del sector de las IFM ascendieron a 154 mm de euros en diciembre, frente a los 59 mm de euros de noviembre (véase gráfico 7). Este incremento tuvo su origen, fundamentalmente, en las considerables entradas mensuales registradas

en diciembre, mientras que el descenso de los pasivos exteriores (principalmente depósitos) superó considerablemente el observado en los activos exteriores (en su mayor parte, préstamos).

En resumen, el hecho de que las tasas de crecimiento interanual de M3 y de los préstamos al sector privado hayan descendido de modo paralelo durante un período prolongado y de que ambas permanecieran en torno a cero en diciembre respalda la valoración de que el ritmo de crecimiento monetario subyacente es moderado y de que las presiones inflacionistas a medio plazo derivadas de la evolución monetaria son reducidas. El crecimiento de M3 sigue subestimando el ritmo de crecimiento monetario subyacente debido al fuerte impacto a la baja de la acusada pendiente de la curva de rendimientos.

2.2 EMISIONES DE VALORES

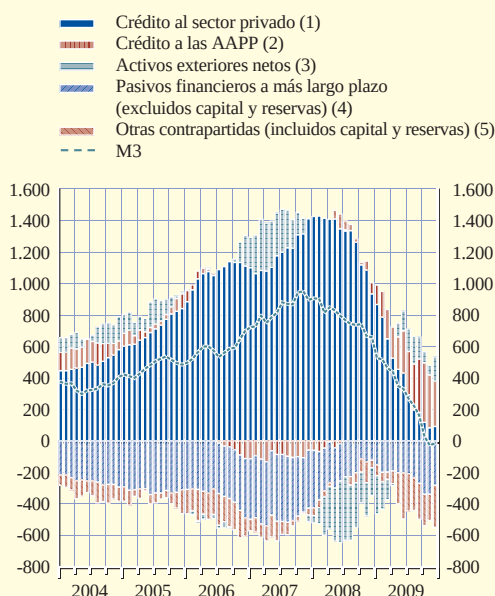
En general, el crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones mostró signos de moderación, y en noviembre de 2009 se redujo hasta el 9,6%. Durante el año pasado, la emisión de valores distintos de acciones a más largo plazo se benefició de las favorables condiciones imperantes en los mercados. En el sector de sociedades no financieras, el dinamismo de la emisión de valores mantuvo su fuerza en noviembre, impulsado principalmente por la emisión de valores a largo plazo. Es probable que esta tendencia positiva observada en el sector empresas refleje, en cierta medida, la sustitución de la financiación bancaria por financiación en los mercados, respaldada por la rápida disminución del coste de los valores de renta fija con posterioridad al primer trimestre 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 continuó moderándose y cayó hasta el 9,6% en noviembre de 2009, desde el 11% del mes anterior, como consecuencia del descenso generalizado de las emisiones de todos los sectores institucionales (véase cuadro 3). Las tasas de crecimiento semestral anualizadas y desestacionalizadas muestran una evolución similar, y la emisión de valores distintos de acciones se redujo desde el 15,2%, registrado en marzo de 2009, hasta el 6,3% en noviembre de 2009. Esta evolución fue consecuencia de un acusado descenso de las tasas de crecimiento de la emisión por parte de las instituciones financieras monetarias y de las instituciones financieras no monetarias y, en menor medida, de las Administraciones Públicas (véase gráfico 8). La emisión de valores distintos de acciones por parte de las sociedades no financieras y las Administraciones Públicas siguió siendo intensa. La caída general observada en noviembre estuvo impulsada por una nueva disminución de la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores a corto plazo, ya que los emisores mostraron mayor preferencia por los valores distintos de acciones a largo plazo, con el fin de asegurarse unas condiciones favorables de financiación a largo plazo.

Gráfico 7 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.

Cuadro 3 Valores emitidos por residentes en la zona del euro

Sector emisor	Saldo vivo (mm de euros) 2009 Noviembre	Tasas de crecimiento interanual ¹⁾					
		2008 IV	2009 I	2009 II	2009 III	2009 Octubre	2009 Noviembre
Valores distintos de acciones	14.233	7,8	10,6	12,0	11,5	11,0	9,6
IFM	5.382	5,7	5,9	5,8	4,1	3,0	2,5
Instituciones financieras no monetarias	2.159	23,5	30,9	32,5	28,7	26,1	21,5
Sociedades no financieras	795	5,6	7,9	10,3	13,2	16,1	15,8
Administraciones Públicas	5.898	5,6	9,6	12,2	13,5	13,3	11,9
De las cuales:							
Administración Central	5.532	5,7	9,9	12,4	13,7	13,6	12,0
Otras Administraciones Públicas	366	3,0	6,0	9,6	9,5	10,4	10,5
Acciones cotizadas:	4.099	0,8	1,2	1,9	2,7	2,7	2,7
IFM	568	4,9	7,2	8,7	9,4	9,0	8,8
Instituciones financieras no monetarias	314	2,6	3,1	3,4	3,8	0,8	1,7
Sociedades no financieras	3.217	-0,1	0,0	0,7	1,6	1,9	1,9

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».

En cuanto a los plazos de vencimiento, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones a corto plazo cayó hasta situarse en el 0,9% en noviembre, desde el 5,5% del mes anterior. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento de la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo experimentó un ligero descenso y fue del 10,8%. La emisión de valores a largo plazo puede dividirse en valores a tipo de interés variable y valores a tipo de interés fijo. En los últimos meses ha persistido la tendencia positiva observada en la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo a tipo de interés fijo, con una tasa de crecimiento interanual que aumentó desde el 5,4% registrado a principios de año hasta el 12,5% en noviembre de 2009. Al mismo tiempo, ese mes, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a largo plazo a tipo de interés variable continuó descendiendo y fue del 7,1%.

Por lo que respecta a la emisión por sectores, el ritmo de emisión de valores distintos de acciones por parte de las sociedades no financieras continuó siendo muy intenso, con una tasa de crecimiento interanual del 15,8% en noviembre de 2009. Desde principios de 2009, el repunte de la emisión neta por parte de las sociedades no financieras ha estado impulsado por los valores distintos de acciones a largo plazo, especialmente a tipo de interés fijo, que aumentaron a una tasa interanual del 26,1% en noviembre de 2009. En cambio, la emisión neta de valores distintos de acciones a corto plazo se redujo de manera acusada, disminuyendo aproximadamente una tercera parte en relación con el año anterior. Actualmente, las empresas de la zona del euro están aprovechando el significativo descenso del coste

Gráfico 8 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.

relativo de la financiación mediante valores de renta fija observado con posterioridad al primer trimestre de 2009, con el fin de asegurarse financiación a largo plazo, con unos diferenciales de los valores de renta fija privada que en la actualidad se sitúan por debajo de los niveles registrados justo antes de la intensificación de la crisis financiera en septiembre de 2008. Al mismo tiempo, el dinamismo patente en la emisión de valores distintos de acciones también podría deberse, en parte, al endurecimiento de las condiciones aplicadas para la obtención de préstamos bancarios.

En cuanto al sector financiero, el crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones por las IFM volvió a disminuir y se situó en el 2,5% en noviembre de 2009, desde el 3% de octubre. Este descenso estuvo determinado por la rápida caída de la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones a corto plazo, que fue del -11,7% en noviembre, mientras que el crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo se estabilizó en una tasa en torno al 5%.

De igual modo, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las instituciones financieras no monetarias disminuyó hasta el 21,5% en noviembre de 2009, como consecuencia de la fuerte contracción de la emisión de valores a corto plazo. Las emisiones de las instituciones financieras no monetarias, al igual que las de otros emisores, siguieron centrándose en los valores a más largo plazo.

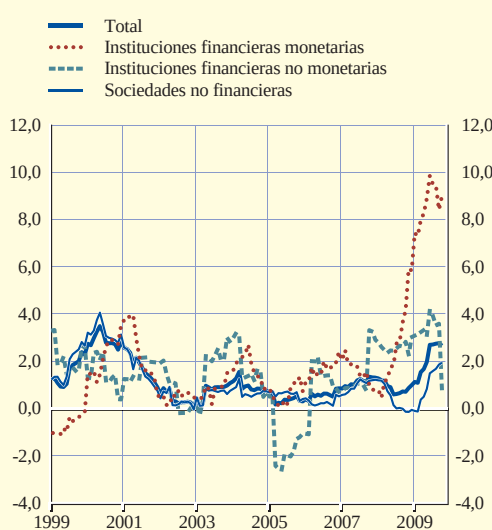
Por último, el crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las Administraciones Públicas se mantuvo en niveles elevados, pero se redujo con respecto al mes precedente, y en noviembre de 2009 se situó en el 11,9%. El acusado descenso de la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones a corto plazo se vio compensado, en parte, con el aumento de la tasa correspondiente a los valores a largo plazo. El fuerte impulso observado en la emisión de deuda pública se debe a las persistentes y sustanciales necesidades de financiación del sector público de la zona del euro.

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 noviembre de 2009 (véase gráfico 9). La tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones por las IFM se mantuvo elevada, en el 8,8%, reflejando los continuados esfuerzos de muchas entidades de crédito de la zona del euro por fortalecer sus balances incrementando sus bases de capital. La tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras no experimentó variaciones y fue del 1,9% en noviembre de 2009, por encima de los niveles muy reducidos observados en el primer semestre de 2009, posiblemente impulsada por el aumento de la confianza y por la positiva evolución de los mercados bursátiles.

Gráfico 9 Detalle por sectores de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

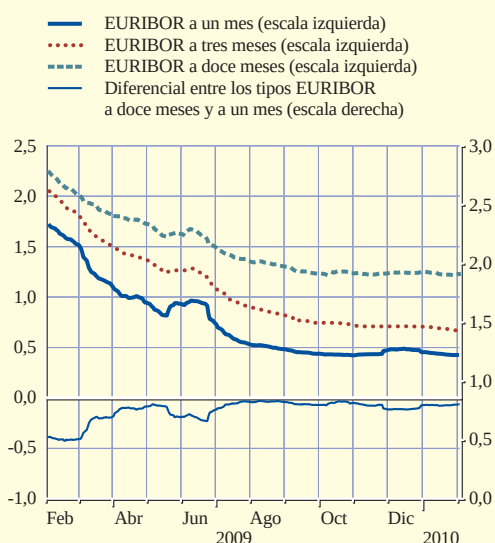
La pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario prácticamente no se modificó en enero y principios de febrero de 2010, observándose descensos marginales en todos los plazos de vencimiento. Esta evolución se debió a que las condiciones de liquidez se mantuvieron holgadas en la zona del euro, especialmente tras la adjudicación, el 16 de diciembre de 2009, de la última operación de financiación a plazo más largo con vencimiento a un año. El Eurosistema también continuó realizando adquisiciones directas de bonos garantizados en el contexto del programa de compras que comenzó el 6 de julio de 2009.

Los tipos de interés del mercado monetario sin garantías experimentaron un descenso marginal en enero y principios de febrero de 2010. El 3 de febrero, los tipos EURIBOR a un mes, a tres meses, a seis meses y a doce meses se situaban en el 0,43%, el 0,67%, el 0,93% y el 1,23%, respectivamente, lo que supone unos descensos moderados (3, 2 y 6 puntos básicos y 1 punto básico), en relación con los niveles observados el 8 de enero. En consecuencia, la pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario prácticamente no se modificó, y el diferencial entre el EURIBOR a doce meses y a un mes permanecía en 80 puntos básicos el 3 de febrero (véase gráfico 10).

Los tipos de interés del mercado monetario con garantías, como los obtenidos del índice del EONIA swap a tres meses, también disminuyeron, aunque menos que los tipos sin garantías. El tipo del EONIA swap a tres meses se situó en el 0,364% el 3 de febrero, aproximadamente 1 punto básico por debajo del valor registrado el 8 de enero. En consecuencia, el diferencial entre este tipo de interés del mercado monetario con garantías y el EURIBOR correspondiente experimentó un descenso marginal y se situó en 30 puntos básicos el 3 de febrero, frente a 32 puntos básicos el 8 de enero.

Gráfico 10 Tipos de interés del mercado monetario

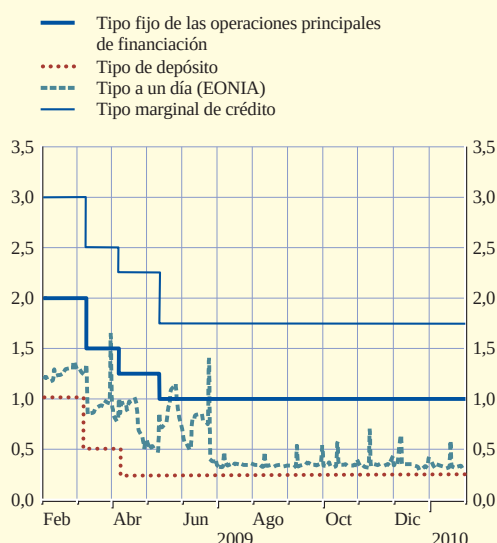
(en porcentaje; diferencial en puntos porcentuales; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

Gráfico 11 Tipos de interés del BCE y tipo de interés a un día

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

Los tipos de interés implícitos en los precios de los futuros del EURIBOR a tres meses con vencimiento en marzo, junio, septiembre y diciembre de 2010 cayeron hasta situarse en el 0,7%, el 0,97%, el 1,26% y el 1,52%, respectivamente, el 3 de febrero. Los tipos implícitos en los contratos con vencimiento en marzo y junio (que eran 1 y 2,5 puntos básicos inferiores a los niveles del 8 de enero), descendieron menos que los implícitos en los contratos con vencimiento en septiembre y diciembre (8 y 14 puntos básicos menos, respectivamente).

El EONIA permaneció estable, en líneas generales, en enero y principios de febrero, y se mantuvo aproximadamente 10 puntos básicos por encima del tipo de interés de la facilidad de depósito, el 0,25% (véase gráfico 11), con la excepción del 19 de enero, último día del duodécimo período de mantenimiento de 2009. Ese día, el EONIA se incrementó hasta situarse en el 0,59%, como consecuencia de una operación de absorción de liquidez que realizó el Eurosistema en la que se aplicó un procedimiento a tipo de interés variable. En la operación se absorbieron 258,9 mm de euros, con un tipo máximo del 1%, un tipo marginal del 0,8% y un tipo medio ponderado del 0,75%. El 3 de febrero, el EONIA se situaba en el 0,323%.

En las operaciones principales de financiación realizadas los días 12, 19 y 26 de enero y 2 de febrero, el BCE adjudicó 60,1 mm de euros, 58 mm de euros, 63,4 mm de euros and 56,4 mm de euros, respectivamente. En cuanto a las operaciones a plazo más largo, el BCE realizó una OFPML especial con vencimiento a un mes el 19 de enero (en la que adjudicó 5,7 mm de euros), así como así como una OFPML regular a tres meses el 27 de enero (en la que adjudicó 3,3 mm de euros). Todas las operaciones se llevaron a cabo aplicando un tipo fijo del 1% y con adjudicación plena.

En consonancia con el aumento del superávit de liquidez registrado en el mercado monetario de la zona del euro tras la liquidación de la última OFPML a un año, el recurso medio diario a la facilidad de depósito se incrementó hasta situarse en 153,1 mm de euros en el período comprendido entre el 20 de enero y el 3 de febrero, lo que supone un nuevo aumento con respecto a los 129,6 mm de euros del período de mantenimiento anterior, que finalizó el 19 de enero.

En enero, el Eurosistema continuó proporcionando liquidez en dólares estadounidenses a través de operaciones a una semana respaldadas por activos de garantía admitidos en las operaciones del Eurosistema, así como financiación a una semana en francos suizos mediante operaciones de *swaps* de divisas. El 31 de enero, el Eurosistema dejó de realizar operaciones de liquidez en dólares estadounidenses.

Asimismo, se continuó con el programa de adquisición de bonos garantizados que se inició el 6 de julio de 2009. El importe total de los bonos garantizados denominados en euros emitidos en la zona del euro adquiridos ascendía a 34,4 mm de euros el 3 de febrero, con un importe total anunciado de compras directas de 60 mm de euros hasta finales de junio de 2010.

2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

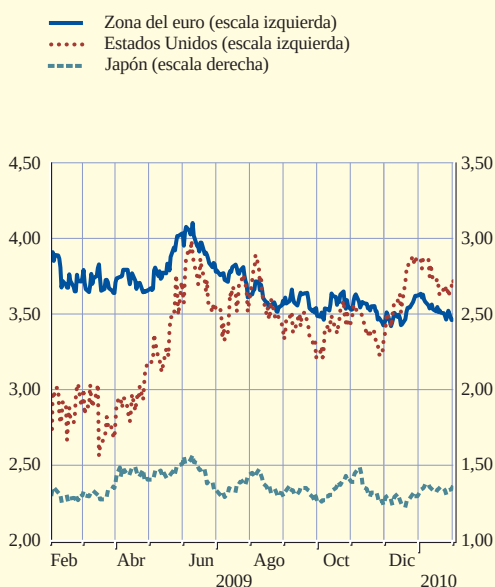
El rendimiento de la deuda pública a largo plazo disminuyó ligeramente a ambos lados del Atlántico en enero y a comienzos de febrero, debido, en parte, a que los inversores mostraron una menor tolerancia al riesgo. En la zona del euro, las expectativas de inflación derivadas de los bonos indicados se redujeron levemente, reflejo, principalmente, de la corrección de las distorsiones transitorias observadas anteriormente en el mercado de bonos indicados con la inflación. Aunque los diferenciales de deuda soberana entre los países de la zona del euro se ampliaron, los diferenciales de renta fija privada siguieron estrechándose en todas las calificaciones crediticias y en todos los sectores en enero y a principios de febrero.

En comparación con finales de diciembre de 2009, el rendimiento de la deuda pública a diez años de la zona del euro disminuyó unos 15 puntos básicos, hasta situarse en torno al 3,5% el 3 de febrero (véase gráfico 12). En Estados Unidos, el rendimiento de los bonos a diez años registró un descenso similar, situándose alrededor del 3,7% en la misma fecha. 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 mantuvo, en general, estable. La disminución del rendimiento de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro puede ser resultado, en parte, de nuevos desplazamientos de fondos hacia la seguridad de la deuda pública de elevada calidad, que se reflejaron, por ejemplo, en un aumento temporal de las primas de liquidez sobre los bonos alemanes. Asimismo, el descenso simultáneo del rendimiento de los bonos estadounidenses a diez años pareció ser reflejo de los desplazamientos de fondos hacia activos más seguros ante la preocupación del mercado acerca del impacto que podrían tener sobre los precios de las acciones las propuestas del Gobierno de Estados Unidos de regular de manera más estricta las actividades de negociación por cuenta propia de las entidades de crédito. Los datos macroeconómicos publicados en el período considerado, que no mostraron, en general, una tendencia clara, parecen haber tenido un escaso impacto sobre el rendimiento de los bonos. La volatilidad implícita de los mercados de renta fija de la zona del euro y de Estados Unidos se ha reducido ligeramente desde finales de diciembre de 2009.

Los diferenciales de deuda soberana de los países de la zona del euro frente a Alemania se ampliaron generalmente en el período analizado. Este aumento fue particularmente pronunciado para Grecia, aunque la preocupación más general de los mercados respecto a la sostenibilidad de las situaciones presupuestarias influyó también notablemente en los diferenciales de deuda pública de Italia, Portugal y España. En este contexto, los diferenciales de los seguros de riesgo de crédito de la deuda soberana se ampliaron también ligeramente para la mayor parte de los países de la zona del euro.

Gráfico 12 Rendimiento de la deuda pública a largo plazo

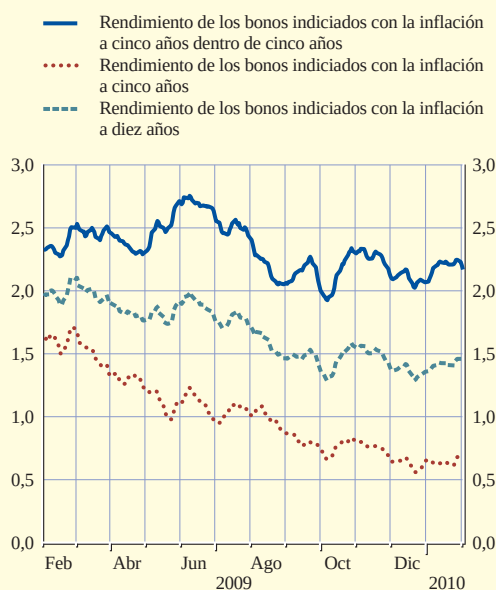
(en porcentaje; datos diarios)



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

Gráfico 13 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.

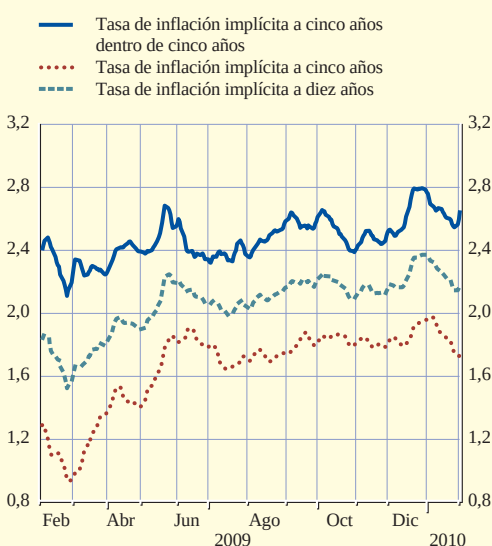
El rendimiento de los bonos a cinco años indicados con la inflación de la zona del euro se elevó levemente, situándose en torno al 0,7% el 3 de febrero, y el rendimiento real de los bonos a diez años aumentó unos 10 puntos básicos, hasta situarse en el 1,4% (véase gráfico 13). En consecuencia, el rendimiento real *forward* de los bonos a cinco años dentro de cinco años ascendió unos 10 puntos básicos, hasta el 2,2%.

Las expectativas de inflación derivadas de los bonos indicados disminuyeron ligeramente en la zona del euro en enero y a primeros de febrero. El 3 de febrero, las tasas de inflación implícitas *spot* a cinco y a diez años se situaron en el 1,7% y el 2,2%, respectivamente, muy por debajo de los niveles de finales de diciembre de 2009 (véase gráfico 14). La tasa de inflación implícita *forward* a cinco años dentro de cinco años se redujo unos 15 puntos básicos, hasta el 2,7%. Los recientes descensos de las tasas de inflación implícitas *forward* a largo plazo y de los tipos de interés de los *swaps* indicados con la inflación parecen ser reflejo, principalmente, de la corrección de las distorsiones transitorias observadas anteriormente en los mercados.

La estructura temporal de los tipos *forward* de la zona del euro muestra como el comportamiento general del rendimiento de la deuda pública a largo plazo de la zona puede descomponerse entre las variaciones de las expectativas de tipos de interés (y de las correspondientes primas de riesgo) en distintos horizontes temporales (véase gráfico 15). En comparación con los niveles de finales de diciembre de 2009, la curva de tipos de interés *forward* implícitos a un día de la deuda pública de la zona del euro registró un desplazamiento a la baja, especialmente en los plazos medios.

Gráfico 14 Tasas de inflación implícitas de cupón cero de la zona del euro

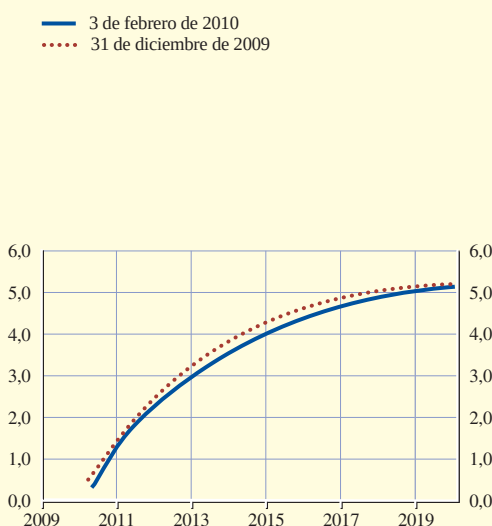
(en porcentaje; medias móviles de cinco días de datos diarios; datos desestacionalizados)



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

Gráfico 15 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.

En los mercados de renta fija privada, los diferenciales siguieron estrechándose en todas las calificaciones crediticias tanto en el sector financiero como en el no financiero. Sin embargo, como consecuencia de la menor tolerancia al riesgo por parte de los inversores y de la mayor incertidumbre, medida por la volatilidad implícita de los mercados de renta variable, los diferenciales de los emisores con calificaciones crediticias más bajas volvieron a ampliarse ligeramente hacia finales del período examinado. En la zona del euro, los diferenciales entre los bonos garantizados y los *swaps* se mantuvieron, en general, estables, a excepción de los diferenciales de los bonos garantizados españoles, que se ampliaron ligeramente.

2.5 TIPOS DE INTERÉS DE LOS PRÉSTAMOS Y DE LOS DEPÓSITOS

La evolución de los tipos de interés de los préstamos y de los depósitos de las IFM en diciembre de 2009 apuntó a la estabilización de estos tipos en niveles históricamente reducidos. Los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a los préstamos y depósitos de los hogares y de las sociedades no financieras disminuyeron ligeramente o no experimentaron variaciones con respecto al mes anterior. Al mismo tiempo, los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a largo plazo a los hogares y las sociedades no financieras registraron un leve descenso en diciembre de 2009 y algunos tipos aplicados a las sociedades no financieras alcanzaron su nivel más bajo desde 2003. En general, esta evolución sugiere que las entidades de crédito de la zona del euro continuaron trasladando la reducción de los tipos de interés oficiales del BCE observada desde octubre de 2008, siguiendo en grandes líneas el patrón histórico, y que este proceso está llegando a su fin.

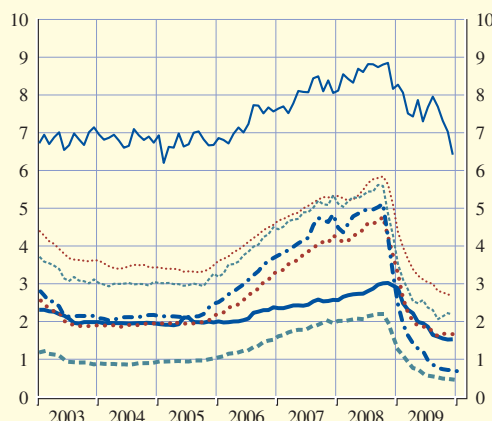
En líneas generales, los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a los préstamos y depósitos de los hogares y de las sociedades no financieras disminuyeron ligeramente o no registraron variaciones en diciembre de 2009 (véase gráfico 16).

En diciembre de 2009, por ejemplo, los tipos de interés a corto plazo de los préstamos a los hogares para adquisición de vivienda y de los depósitos disponibles con preaviso de los hogares se mantuvieron sin cambios en el 2,7% y el 1,5%, respectivamente, los niveles más bajos observados desde 2003. Sin embargo, los tipos de interés a corto plazo aplicados al crédito al consumo, que son más volátiles, registraron una caída de 61 puntos básicos, hasta el 6,4%. Al mismo tiempo, los tipos de interés de los descubiertos en cuenta otorgados a las sociedades no financieras y los tipos de interés a corto plazo aplicados a los préstamos por importes elevados concedidos a dichas sociedades solo descendieron ligeramente en diciembre de 2009, hasta situarse en el 4,1% y el 2,2%, respectivamente. Los tipos de interés a corto plazo aplicados

Gráfico 16 Tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM y tipo de mercado a corto plazo

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

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



Fuente: BCE.

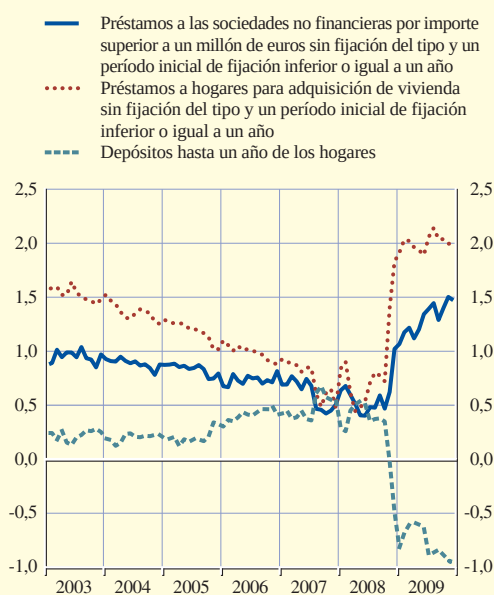
a los préstamos por importes reducidos otorgados a las sociedades no financieras se mantuvieron prácticamente sin cambios en torno a su mínimo histórico del 3,3%.

Dado que el EURIBOR a tres meses se redujo 1 punto básico en diciembre de 2009, los diferenciales entre los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM y el tipo a tres meses del mercado monetario se mantuvieron constantes para los préstamos a los hogares para adquisición de vivienda, mientras que disminuyeron de forma pronunciada para los préstamos a hogares para consumo y se estrecharon levemente para los préstamos a las sociedades no financieras (véase gráfico 17). En general, esta evolución sugiere que la transmisión de la reducción de los tipos de interés oficiales del BCE que se venía produciendo desde octubre de 2008 está llegando a su fin.

Desde una perspectiva a más largo plazo, entre septiembre de 2008 (es decir, justo antes del inicio del ciclo de relajación de la política monetaria) y diciembre de 2009, los tipos de interés a corto plazo de los préstamos a los hogares para adquisición de vivienda y de los préstamos a las sociedades no financieras descendieron unos 310 y 343 puntos básicos, respectivamente, frente a una disminución de 432 puntos básicos del EURIBOR a tres meses, lo que es indicativo de una considerable transmisión de las variaciones de los tipos de mercado a los tipos de interés aplicados a los préstamos por las entidades de crédito. Los tipos de interés normalmente más «rígidos» aplicados a los descubiertos en cuenta y al crédito al consumo a corto plazo se han ajustado en mucha menor medida a lo largo del mismo período.

Gráfico 17 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.

Habida cuenta de la preocupación respecto a los balances de los prestatarios y a 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.

Los tipos aplicados por las IFM a los préstamos a más largo plazo concedidos a los hogares y las sociedades no financieras disminuyeron ligeramente en diciembre de 2009, pese a observarse un aumento del rendimiento de la deuda pública a largo plazo en el mismo período (véase gráfico 18). Los tipos aplicados a los préstamos a los hogares para adquisición de vivienda con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años y hasta diez años experimentaron un leve descenso, de 4 puntos básicos, hasta el 4,4%. Los tipos aplicados a los préstamos por importes reducidos otorgados a las sociedades no financieras con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años bajaron 15 puntos básicos, hasta el 3,9%. Los tipos de interés aplicados a los préstamos por importes elevados concedidos a las socie-

dades no financieras con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años disminuyeron 22 puntos básicos, hasta el 3,6%. Los tipos aplicados por las IFM a los préstamos a las sociedades no financieras se sitúan en su nivel más bajo desde 2003.

En un horizonte más dilatado, entre septiembre de 2008 y diciembre de 2009, las entidades de crédito de la zona del euro ajustaron los tipos de interés aplicados a los préstamos a largo plazo otorgados a las sociedades no financieras más o menos en línea con el descenso del rendimiento de la deuda pública a largo plazo. Por el contrario, los tipos de interés a largo plazo aplicados a los préstamos a los hogares para adquisición de vivienda no se han reducido tanto en el período considerado, reflejo, con toda probabilidad, de una transmisión incompleta y más lenta (en ausencia de otras fuentes de financiación para los hogares) y también de la inquietud respecto al riesgo de crédito y al valor de las garantías hipotecarias.

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. Estos diferenciales se estrecharon, desde cerca del 4% al 3,5%, en el primer semestre de 2009 y se estabilizaron en el cuarto trimestre del año, lo que tiende a confirmar que la rentabilidad de las entidades de crédito mejoró en la última parte de 2009.

2.6 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

La tendencia al alza de los precios de las acciones se interrumpió en enero y a comienzos de febrero. En efecto, los índices bursátiles amplios de la zona del euro y de Estados Unidos registraron algunas pérdidas. Al mismo tiempo, la volatilidad implícita de los mercados de renta variable creció notablemente a ambos lados del Atlántico. En general, la nueva regulación bancaria propuesta por Estados Unidos pareció ejercer ciertas presiones a la baja sobre los precios de las acciones a escala internacional. En la zona del euro, la preocupación de los mercados respecto a las situaciones presupuestarias de algunos países pesó también sobre los precios de las acciones. El crecimiento de los beneficios por acción esperado en la zona del euro en los próximos doce meses mejoró ligeramente en enero.

En enero y a comienzos de febrero se interrumpió la tendencia al alza que venían mostrando los precios de las acciones desde marzo de 2009. En la primera mitad de enero, el sector financiero registró resultados algo mejores que los del sector no financiero, aunque estas ganancias se vieron ampliamente contrarrestadas por las pérdidas sufridas en la segunda mitad del mes. Las pronunciadas caídas que los precios de las acciones de las entidades de crédito experimentaron en este período podrían atribuirse, en parte, a la nueva regulación bancaria propuesta por el Gobierno de Estados Unidos. Sin embargo, el clima de los mercados fue generalmente negativo e influyó en las acciones de casi todos los sectores económicos a ambos lados del Atlántico. Entre finales de diciembre de 2009 y el 3 de febrero de 2010, las cotizaciones

Gráfico 18 Tipos de interés a largo plazo aplicados por las IFM y tipo de mercado a largo plazo

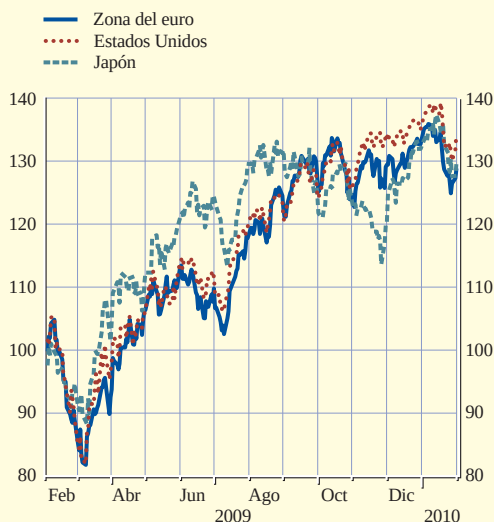
(en porcentaje; tipos de interés de las nuevas operaciones)



Fuente: BCE.

Gráfico 19 Índices bursátiles

(índice: 1 de febrero de 2009 = 100; datos diarios)

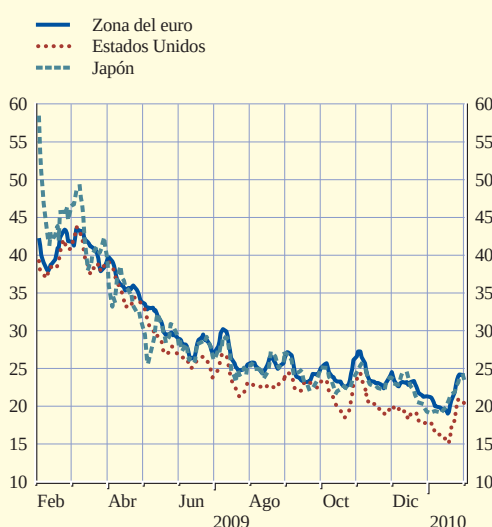


Fuentes: Reuters y Thomson Financial Datastream.

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 20 Volatilidad implícita de los mercados de renta variable

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



Fuente: Bloomberg.

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

bursátiles de la zona del euro, medidas por el índice Dow Jones EURO STOXX, y las de Estados Unidos, medidas por el índice Standard & Poor's 500, perdieron un 3,7% y un 1,6%, respectivamente, mientras que las de Japón, medidas por el índice Nikkei 225, retrocedieron en torno a un 1,3% (véase gráfico 19). La incertidumbre a corto plazo de los mercados de renta variable, medida por la volatilidad implícita, aumentó considerablemente en los principales mercados (véase gráfico 20). Sin embargo, la volatilidad esperada en horizontes temporales de un año y dos años solo creció modestamente, lo que sugiere que los participantes en el mercado perciben que el reciente episodio de volatilidad será transitorio.

Recuadro 2

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

Las cuentas integradas de la zona del euro del tercer trimestre de 2009, publicadas el 28 de enero de 2010, ofrecen información completa y homogénea sobre las rentas, 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 contexto de moderado crecimiento de la economía de la zona del euro en el tercer trimestre de 2009, la reducción interanual de la renta bruta disponible nominal de la zona en su conjunto se des-

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

aceleró, desde el -3,7%, registrado en el trimestre anterior, hasta el -2,3%. La renta de las sociedades no financieras volvió a tener un crecimiento positivo, tras el retroceso observado en el trimestre previo. El crecimiento de la renta de los hogares descendió nuevamente, como consecuencia, sobre todo, de la reducción adicional registrada en la remuneración de los asalariados. La renta disponible de las Administraciones Públicas disminuyó, en tasa interanual, aunque a un ritmo más lento. La renta disponible de las instituciones financieras cayó de forma acusada (véase gráfico A).

El ahorro bruto de la zona del euro se recuperó en el tercer trimestre de 2009, debido principalmente al incremento del ahorro de las sociedades no financieras. El fuerte descenso interanual, del 16,3%, observado en el ahorro de la zona en el segundo trimestre de 2009 se moderó, hasta situarse en el -10,5%. La formación bruta de capital también se contrajo con menor intensidad, a una tasa de crecimiento interanual del -12% (frente al -13,5% observado en el segundo trimestre), debido a que el descenso de los gastos de capital en el sector privado no financiero se desaceleró, mientras que el crecimiento interanual de la inversión pública se redujo, aunque mantuvo su solidez.

Como consecuencia de la marcada inflexión del ahorro, unida a una reducción menos acusada de la formación de capital, el saldo exterior siguió mejorando. Este resultado también fue reflejo de la caída de las rentas de la propiedad netas pagadas al resto del mundo y de mejoras adicionales en el saldo comercial. Así pues, la capacidad/necesidad de financiación² de la zona del euro se recuperó en el tercer trimestre, registrándose un déficit del 1,1% del PIB (frente a un déficit del 1,4% en el segundo trimestre), en flujos acumulados de los cuatro últimos trimestres. Desde un punto de vista sectorial, esta tendencia es atribuible a la fuerte reducción de la necesidad de financiación de las sociedades no financieras y al continuo crecimiento de la capacidad de financiación de los hogares, que juntos, compensaron el nuevo incremento de la necesidad de financiación de las Administraciones Públicas y la pronunciada disminución de la capacidad de financiación de las sociedades financieras (véase gráfico B).

- 2 La necesidad /capacidad 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.

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

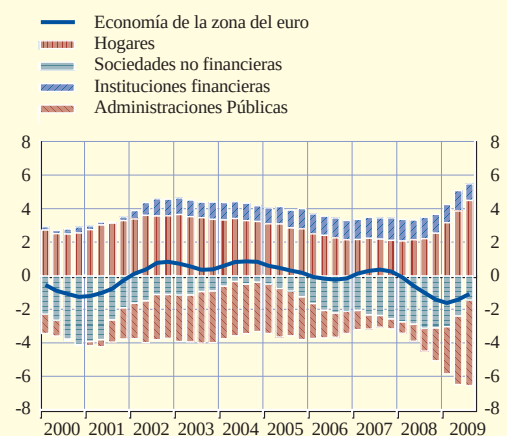
(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y BCE.

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.

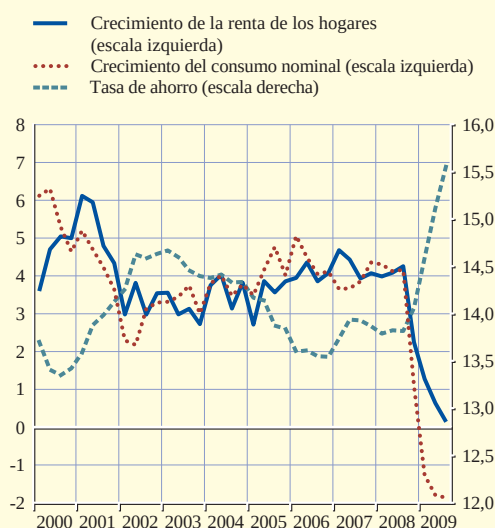
Desde una perspectiva de las cuentas financieras, la reducción de la necesidad de financiación en la zona del euro refleja el aumento de las salidas netas de efectivo y depósitos y el descenso de las entradas netas de valores distintos de acciones, que superaron el incremento de las entradas netas de acciones y otras participaciones. En términos brutos, las secuelas de la crisis financiera internacional continuaron frenando las operaciones transfronterizas de muchos tipos de instrumentos financieros (salvo las de valores distintos de acciones, sobre todo de deuda pública, donde se siguieron observando compras elevadas por parte de no residentes). Muy en particular, los flujos de depósitos interbancarios entre IFM de la zona del euro y entidades no residentes siguieron siendo negativos por cuarto trimestre consecutivo, al continuar la repatriación de fondos.

Evolución de los sectores institucionales

En el tercer trimestre de 2009, la renta nominal de los hogares volvió a desacelerarse, aunque en menor medida que en el trimestre anterior, y siguió registrando una tasa de crecimiento interanual positiva. La caída de la remuneración de los asalariados, de la renta de los trabajadores autónomos y de las rentas de la propiedad netas continuaron viéndose compensadas parcialmente por las importantes transferencias sociales netas recibidas y por la reducción de los impuestos pagados. Al mismo tiempo, el crecimiento interanual de la renta real disponible, que siguió siendo respaldado por la favorable dinámica interanual de desinflación, fue del +1%, en el tercer trimestre de 2009. No obstante, se mantuvo el descenso del consumo real de los hogares, iniciado a mediados de 2008, en un entorno de empeoramiento de las perspectivas de empleo, de continua debilidad del mercado de la vivienda y de acumulación de pérdidas de valor de las acciones (a pesar de que se recuperaron en torno a un tercio de las pérdidas acumuladas entre el máximo y el mínimo alcanzado). Como consecuencia, el ahorro de los hogares se aceleró, situándose la tasa de ahorro en un nuevo máximo del 15,5% (véase gráfico C). Este hecho, unido a las caídas adicionales de la inversión no financiera de los hogares (aunque menos pronunciadas que en el pasado), dio lugar a un incremento de la inversión financiera y al mantenimiento de un crecimiento moderado de los préstamos.

Gráfico C Crecimiento de la renta y del consumo de los hogares, y tasa de ahorro

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



Fuentes: Eurostat y BCE.

En lo que respecta a la estructura de las carteras, se confirmó el retorno a condiciones más normales, al recuperarse los mercados de activos y reducirse aún más las preferencias de liquidez: las compras de acciones y participaciones en fondos del mercado no monetario aumentaron y las adquisiciones de reservas técnicas de seguros ascendieron de nuevo, mientras que las compras de M3 y de sustitutivos próximos se redujo (véase gráfico D).

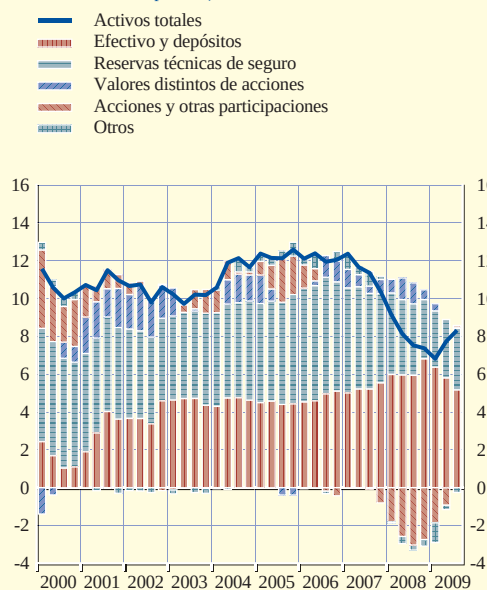
Como consecuencia de la recuperación de la producción y del continuo recorte de costes, el excedente bruto de explotación de las sociedades no financieras repuntó considerablemente en el tercer trimestre —registrando el mayor incremento interanual de su historia— y su descenso interanual se redujo a la mitad. Además, las sociedades no financieras continuaron beneficiándose de los menores impuestos e intereses netos pagados y de los menores dividendos netos distribuidos, lo que contribuyó a generar una pronunciada recuperación del ahorro

(renta disponible), que registró un importante incremento también en términos interanuales. En este contexto de estabilización de la demanda mundial (aunque con niveles reducidos de utilización de la capacidad productiva) y de relajación de las condiciones de financiación externa, la reducción de la formación de capital fijo se moderó en el tercer trimestre (del -17,1%, en tasa interanual, al -13,7%). También se desaceleró la fuerte desaccumulación de existencias. Como el acusado repunte del ahorro superó con creces la recuperación de la inversión en capital, la posición deudora neta de las sociedades no financieras mejoró marcadamente, convirtiéndose incluso en una posición acreedora, si se considera solamente el tercer trimestre de 2009. La tasa de crecimiento interanual de la financiación externa de las sociedades no financieras siguió disminuyendo, y su composición cambió debido a los pronunciados efectos de sustitución, puesto que la financiación obtenida en los mercados superó con creces a la financiación recibida de las IFM (véase gráfico E). El flujo neto de financiación mediante préstamos se desaceleró de forma acusada hasta pasar a convertirse en amortizaciones netas, principalmente de préstamos a corto plazo. Las empresas fomentaron más aún la emisión de valores, en un entorno de reducción de los diferenciales. La financiación inter-empresas (mediante la concesión de préstamos o de créditos comerciales), aunque se desaceleraron de nuevo, siguieron resistiendo, si se comparan con el crecimiento del PIB nominal, lo que sugiere cierto papel amortiguador del impacto adverso de las restrictivas condiciones de financiación bancaria. La tendencia a la reducción de las compras de acciones cotizadas se detuvo, y las reservas de liquidez aumentaron de forma generalizada (pese a las continuas ventas de valores distintos de acciones).

El deterioro adicional de las cuentas de las *Administraciones Públicas*, en flujos acumulados de los cuatro últimos trimestres, refleja en gran medida el impacto de los estabilizadores automáticos, pero también las

Gráfico D Inversión financiera de los hogares

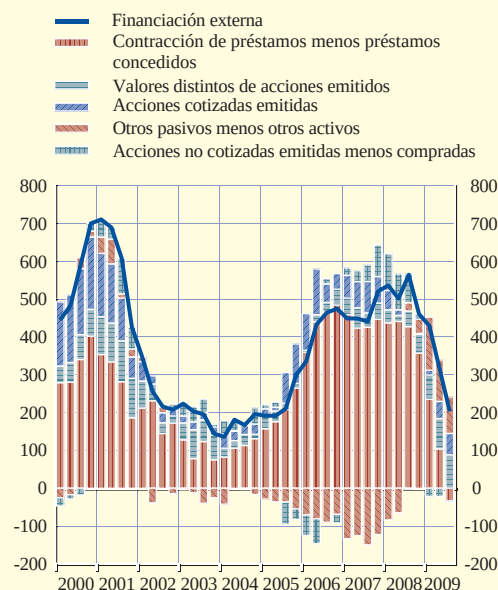
(flujos acumulados de los cuatro últimos trimestres; en porcentaje de la renta bruta disponible)



Fuentes: Eurostat y BCE.

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/de pago).

considerables medidas de estímulo adoptadas. Si bien se registraron déficits muy abultados, se produjo una cierta estabilización en términos interanuales, pues el rápido crecimiento del gasto en prestaciones sociales se desaceleró y la reducción de los impuestos y de las cotizaciones sociales recibidos se moderó. La emisión de deuda, aunque siguió siendo elevada, no fue tan alta como en los tres trimestres anteriores (debido en parte a factores estacionales), pues los Tesoros Públicos redujeron sus activos líquidos en el tercer trimestre y limitaron las compras de activos financieros llevadas a cabo en el contexto de los rescates financieros. Las importantes emisiones de valores distintos de acciones continuaron siendo absorbidas principalmente por las compras de las IFM, que trataban de efectuar inversiones seguras y de aprovecharse de las beneficiosas estrategias de «carry trade», junto con las compras realizadas por no residentes.

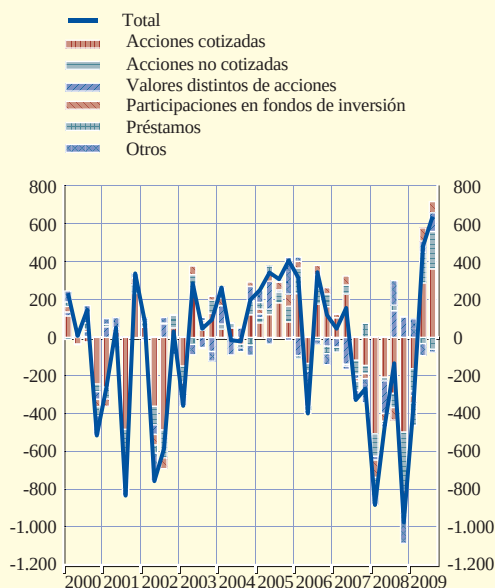
La renta disponible de las *instituciones financieras* cayó de forma pronunciada, pues la reducción de los intereses netos obtenidos superó el sólido crecimiento del excedente bruto de explotación (que reflejó el aumento de los márgenes bancarios y la caída de la remuneración de los asalariados) y el impacto positivo de los recortes en los dividendos netos ocurridos anteriormente desapareció. Al mismo tiempo, las sociedades financieras se beneficiaron de las sustanciales ganancias por tenencias de acciones y de valores distintos de acciones en los últimos trimestres. Las ganancias derivadas de la deuda pública compensaron las importantes minusvalías en que se había incurrido inicialmente debido a los «activos tóxicos» (véase gráfico F)³. Pese a las presiones existentes para el desapalancamiento, los flujos de entrada en el balance de las instituciones financieras siguieron siendo positivos, aunque de forma moderada. Alcanzaron una media de 200 mm de euros por trimestre desde finales de 2008, si se excluyen las operaciones interbancarias, frente al billón de euros por trimestre registrado durante el período de auge del apalancamiento anterior. Sin embargo, el paso a activos más seguros continuó mediante la adquisición de deuda pública a gran escala, la reducción de las exposiciones transfronterizas y los límites a la originación de préstamos. Este papel reforzado de los instrumentos de mercado en los activos de las instituciones financieras podría formar parte de un patrón de desintermediación más general en los distintos sectores, al adaptar los agentes económicos su comportamiento relativo a la obtención de financiación y a la composición de sus carteras a raíz de las turbulencias financieras.

Mercados financieros

En el tercer trimestre de 2009, los Gobiernos siguieron siendo los principales emisores de valores distintos de acciones, en términos netos. Las sociedades no financieras continuaron obteniendo una financiación elevada en este mercado mediante la emisión y la venta de valores distintos de acciones

Gráfico F Otros flujos económicos en los activos de las instituciones financieras

(flujos intertrimestrales; mm de euros)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Otros flujos económicos se refieren principalmente a las ganancias obtenidas y a las pérdidas incurridas.

³ En el caso de los préstamos, que se valoran por el nominal, conviene observar que el deterioro del valor solo 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.

mantenidos. Las IFM fueron importantes compradores, en términos netos, de valores distintos de acciones (sobre todo, de deuda pública), mientras que su actividad emisora siguió siendo moderada. Se observó una desaceleración de la actividad emisora de los otros intermediarios financieros, aunque se mantuvo en niveles elevados, sobre todo a través de valores comprados directamente por las IFM patrocinadoras. El resto del mundo redujo sus considerables compras netas, mientras que las adquisiciones por parte de los hogares y de los inversores institucionales se aceleraron.

Por lo que se refiere al mercado de fondos de inversión, la emisión neta de participaciones en fondos de inversión no monetarios se aceleró debido a la mayor preferencia de los hogares por activos de más riesgo y a más largo plazo.

En cuanto al mercado de acciones cotizadas, la emisión neta siguió siendo intensa, en el contexto de las mayores necesidades de capital de las IFM y del paso de las sociedades no financieras a la financiación no bancaria. Las sociedades no financieras continuaron comprando, pues las restricciones de liquidez eran menos vinculantes. Los fondos de inversión (incluidos en el sector de otros intermediarios financieros) pasaron a ser destacados compradores, mientras que las IFM reanudaron las ventas.

En el mercado de préstamos, las sociedades no financieras amortizaron de forma intensa, en concreto en el segmento a corto plazo, y sustituyeron los préstamos por otros tipos de pasivos, mientras que el endeudamiento de los hogares mantuvo su moderación en un contexto de reducción del gasto.

Evolución de los balances

La sólida recuperación de los mercados mundiales de renta variable atenuó el impacto negativo de caídas anteriores sobre la riqueza financiera neta de los hogares, limitando las pérdidas acumuladas en los cuatro trimestres transcurridos hasta el tercer trimestre de 2009 (aunque las pérdidas acumuladas desde el máximo alcanzado a mediados de 2007 siguieron siendo considerables). Del mismo modo, la relación entre el capital y los activos de las instituciones financieras, valorada a valor de mercado, continuó recuperándose desde los bajos niveles en que se situaba en marzo de 2009, como consecuencia del aumento del precio de las acciones de las instituciones financieras y, en menor medida, de las nuevas emisiones de acciones.

Para las empresas cotizadas de la zona del euro, el crecimiento de los beneficios efectivos por acción siguió siendo reducido en enero de 2010. Los beneficios efectivos por acción de las empresas incluidas en el índice Dow Jones EURO STOXX disminuyeron un 31%, aunque ello supuso una mejora en relación con el mes de diciembre de 2009. Se observó una mejora menos significativa del crecimiento esperado de los beneficios por acción en los próximos doce meses, que se elevó al 31%, desde el 30% de diciembre. Los beneficios esperados por acción han venido experimentando una mejora sostenida desde el inicio del tercer trimestre de 2009.

Los descensos relativamente más acusados de los precios de las acciones de la zona del euro en comparación con los de otros mercados importantes parecieron estar relacionados, al menos en parte, con la mayor inquietud de los mercados acerca de la sostenibilidad de las situaciones presupuestarias de algunos países de la zona del euro. En particular, los mercados de renta variable de países que habían registrado aumentos más pronunciados de los diferenciales de riesgo de la deuda soberana también sufrieron, en general, pérdidas más abultadas que otros mercados bursátiles nacionales de la zona del euro. En líneas generales, el período analizado se caracterizó por la publicación de datos macroeconómicos sin tendencia clara, por lo que es improbable que el descenso de los precios de las acciones refleje un marcado ajuste a la baja de las perspectivas de los inversores respecto al crecimiento de las principales economías.

3 PRECIOS Y COSTES

Según el avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC se elevó ligeramente en enero de 2010, hasta el 1%, desde el 0,9% de diciembre de 2009. De cara al futuro, se estima que se situará en un nivel próximo al 1% a comienzos de 2010 y que se mantendrá a medio plazo en una senda moderada, al esperarse una lenta recuperación 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 se situó en el 1% en enero de 2010, frente al 0,9% de diciembre de 2009 (véase cuadro 4). Aunque no se han publicado todavía las estimaciones oficiales del detalle del IAPC de enero, se sabe que el resultado de ese mes no se vio afectado por efectos de base significativos.

En diciembre de 2009, el último mes para el que se dispone del detalle del IAPC, el índice se elevó al 0,9%, desde el 0,5% de noviembre, como resultado, en gran medida, de efectos de base de los precios de la energía. La tasa de variación interanual de los precios del componente energético se tornó positiva, al pasar del -2,4% de noviembre al 1,8% de diciembre. Este fuerte aumento refleja, fundamentalmente, un acusado efecto de base al alza de los precios del petróleo del año anterior. Sin embargo, en términos intermensuales, la inflación en los precios de la energía disminuyó en diciembre, como consecuencia de la evolución de los precios de los productos derivados del petróleo utilizados para calefacción y transporte.

La tasa de variación interanual de los precios del componente de alimentos no elaborados del IAPC de la zona del euro descendió al -1,6% en diciembre, desde el -1,3% de noviembre. Los precios de todos los subcomponentes de los alimentos no elaborados registraron una tasa de variación interanual negativa. La tasa de variación interanual de los precios de los alimentos elaborados registró un aumento del 0,7% en diciembre, frente al incremento del 0,5% del mes anterior.

Si se excluyen los alimentos y la energía, que representan cerca del 30% de la cesta del IAPC, la inflación medida por el IAPC aumentó 0,1 puntos porcentuales, hasta el 1,1%, en diciembre, reflejo de una

Cuadro 4 Evolución de los precios

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	2008	2009	2009 Ago	2009 Sep	2009 Oct	2009 Nov	2009 Dic	2010 Ene
IAPC y sus componentes								
Índice general ¹⁾	3,3	0,3	-0,2	-0,3	-0,1	0,5	0,9	1,0
Energía	10,3	-8,1	-10,2	-11,0	-8,5	-2,4	1,8	.
Alimentos no elaborados	3,5	0,2	-1,2	-1,3	-1,6	-1,3	-1,6	.
Alimentos elaborados	6,1	1,1	0,6	0,5	0,3	0,5	0,7	.
Bienes industriales no energéticos	0,8	0,6	0,6	0,5	0,3	0,2	0,4	.
Servicios	2,6	2,0	1,8	1,8	1,8	1,6	1,6	.
Otros indicadores de precios								
Precios industriales	6,1	-5,1	-7,5	-7,6	-6,6	-4,4	-2,9	.
Precios del petróleo (euro/barril)	65,9	44,6	51,1	46,9	49,8	52,1	51,6	54,0
Precios de las materias primas no energéticas	2,1	-18,5	-16,5	-17,1	-7,3	-0,9	19,0	27,1

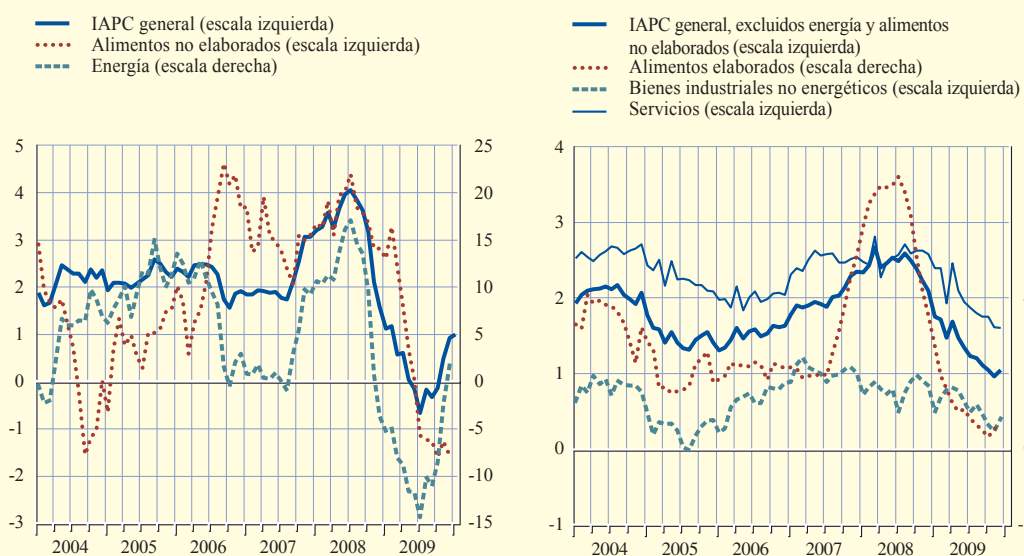
Fuentes: Eurostat, BCE y cálculos del BCE basados en datos de Thomson Financial Datastream.

Nota: El índice de los 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 enero de 2010 corresponde a una estimación preliminar de Eurostat.

Gráfico 21 Desagregación del IAPC por principales componentes

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

ligera elevación 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 aumentó ligeramente, en 0,2 puntos porcentuales, hasta situarse en el 0,4% en diciembre. La evolución de la tasa de variación interanual de este componente estuvo determinada, principalmente, por los precios de los artículos de vestir y el calzado y, en menor medida, por los precios de los automóviles. La inflación en los precios de los servicios se mantuvo sin cambios en el 1,6% en diciembre. La evolución moderada de los precios de las partidas relacionadas con los viajes de ocio (vacaciones organizadas, transporte aéreo, restaurantes y alojamiento) siguió frenando la inflación en los precios de los servicios.

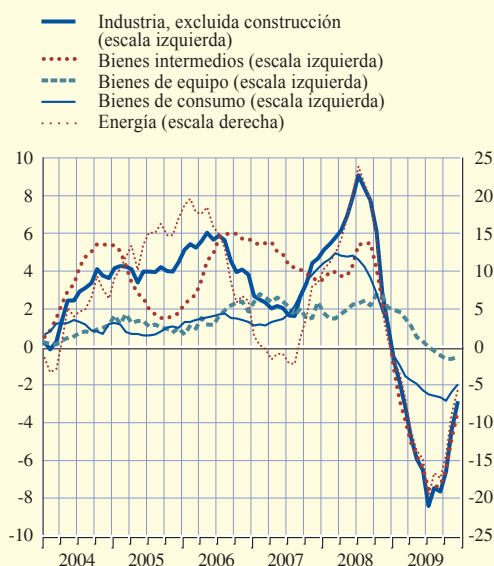
3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

La tasa de variación interanual de los precios industriales, excluida la construcción, aumentó en diciembre, hasta el -2,9%, desde el -4,4% de noviembre. Este incremento, que se observó de forma generalizada en todos los componentes, fue particularmente pronunciado en los precios de los componentes de energía y de bienes intermedios, como resultado, en buena medida, de fuertes efectos de base positivos.

En las últimas fases de la cadena de producción, la tasa de variación interanual de los precios de los bienes de consumo se elevó en diciembre, hasta el -2%, desde el -2,4% del mes anterior. La información procedente de las encuestas sobre fijación de precios por parte de las empresas confirma la moderación de las presiones a la baja sobre los precios (véase gráfico 23). Por lo que se refiere a la encuesta a los directores de compras, el índice de precios de los bienes intermedios en los sectores de manufacturas y de servicios volvió a subir en enero, situándose en ambos sectores por encima de 50 (un valor superior a 50 señala un aumento de los precios y un valor inferior a 50 indica un descenso de los mismos). El índice de precios

Gráfico 22 Desagregación de los precios industriales

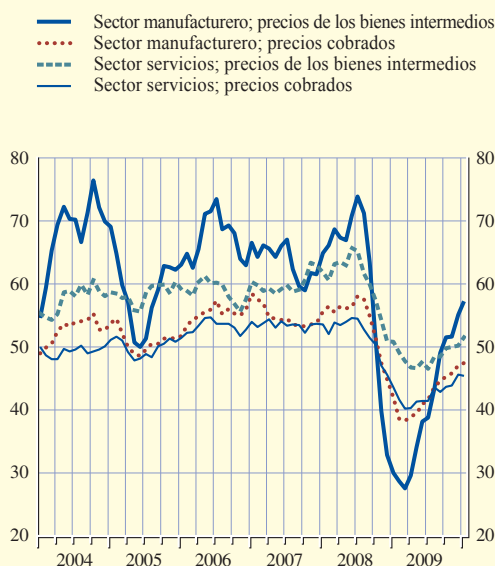
(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico 23 Encuestas sobre precios de los bienes intermedios y precios de producción

(índices de difusión; datos mensuales)



Fuente: Markit.

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

cobrados en el sector de manufacturas aumentó ligeramente en enero, aunque se mantuvo por debajo de 50. El indicador de precios cobrados en el sector servicios registró un leve descenso. Los niveles de los índices de precios cobrados en los sectores de manufacturas y de servicios indican que los precios siguen bajando, y que registran una tasa de variación generalmente similar a la de diciembre de 2009.

3.3 INDICADORES DE COSTES LABORALES

Desde la publicación del anterior Boletín Mensual han aparecido escasos datos nuevos sobre costes laborales. El crecimiento de los costes laborales, que alcanzó su cota máxima a finales de 2008, siguió disminuyendo en el tercer trimestre de 2009. Este descenso fue reflejo del menor crecimiento de los salarios por hora

Cuadro 5 Indicadores de costes laborales

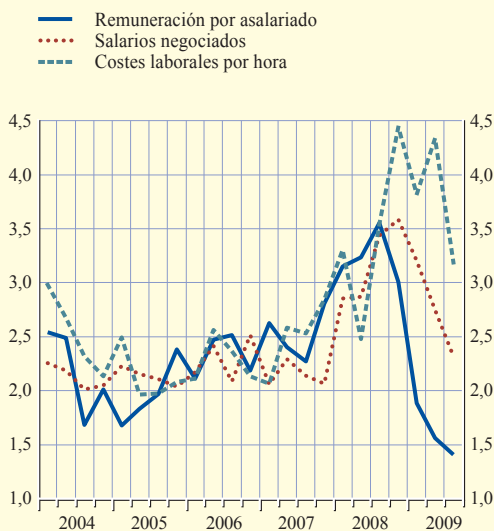
(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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

Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

Gráfico 24 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

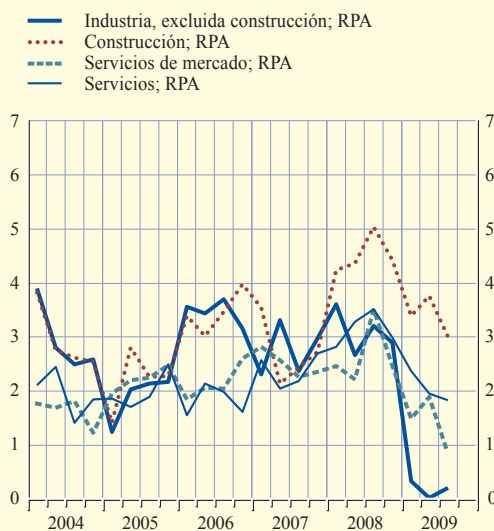
y de la reducción del número de horas trabajadas. La evolución de estas dos variables ha originado algunas diferencias en el comportamiento de las tasas de crecimiento interanual de los salarios negociados, de la remuneración por asalariado y de los costes laborales por hora (véanse gráfico 24 y cuadro 5).

La tasa de crecimiento interanual de los salarios negociados en la zona del euro disminuyó, desde el 2,7% del segundo trimestre de 2009, hasta el 2,3% del tercer trimestre. Este notable descenso fue reflejo, probablemente, de la fuerte desaceleración de la actividad económica, del persistente aumento del desempleo y de la pronunciada caída de la inflación. Dado que los salarios negociados reflejan los aumentos salariales acordados 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 se mantuvo, en general, estable en el cuarto trimestre de 2009.

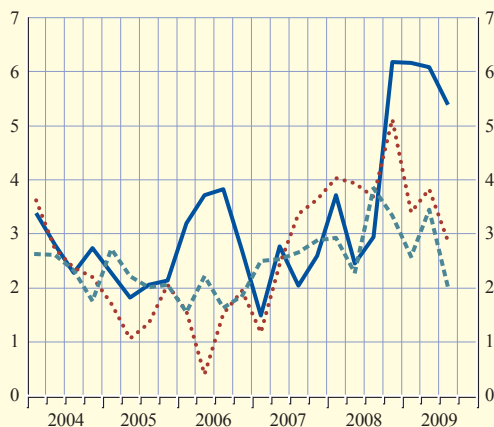
La tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado volvió a disminuir, hasta el 1,4%, en el tercer trimestre de 2009, desde el 1,6% del trimestre anterior. La nueva moderación de la tasa de crecimiento interanual de este indicador fue resultado del menor crecimiento de los salarios por hora, de la reducción de las horas trabajadas y de recortes en los elementos flexibles de las remuneraciones. Por sectores, se observa que la desaceleración estuvo determinada, principalmente, por el componente de servicios de mercado (véase gráfico 25).

Gráfico 25 Evolución de los costes laborales por sectores

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



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



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

En consonancia con la reciente desaceleración del crecimiento de los salarios negociados y de la remuneración por asalariado, los costes laborales por hora disminuyeron también en el tercer trimestre de 2009, hasta el 3,2%, desde el 4,3% del segundo trimestre. Sin embargo, la tasa de crecimiento interanual de este indicador es todavía alta, en comparación con recesiones anteriores y con otros indicadores de costes laborales. Parece que el crecimiento persistentemente elevado de los costes laborales por hora sigue siendo impulsado por el hecho de que la reducción de las horas trabajadas (como resultado de distintas medidas adoptadas en varios países) no genera un descenso proporcional de las remuneraciones por asalariado. Debido a que el sector industrial es el que se ha visto más afectado por la reducción de las horas trabajadas, la tasa más alta de crecimiento interanual de los costes laborales por hora, que alcanzó el 5,4%, se registró en este sector en el tercer trimestre de 2009.

La tasa de crecimiento interanual de la productividad por asalariado volvió a experimentar un fuerte descenso en el tercer trimestre de 2009, con una caída del 2%, en comparación con el mismo trimestre del año anterior (véase cuadro 5). Sin embargo, este descenso fue menor que la contracción del 3,1% observada en el segundo trimestre. En consecuencia, la tasa de crecimiento interanual de los costes laborales unitarios se redujo, hasta el 3,5%, en el tercer trimestre. Considerando que la tasa media de crecimiento interanual de los costes laborales unitarios desde el inicio de la UEM se ha situado en torno al 1,8%, su nivel actual sigue siendo muy alto.

3.4 PRECIOS DE LOS INMUEBLES RESIDENCIALES EN LA ZONA DEL EURO

Tal y como se describe con más detalle en el recuadro 3, en el primer semestre de 2009 los precios de los inmuebles residenciales cayeron en la zona del euro, en términos nominales y reales, después de la moderación del crecimiento observada tras alcanzar su nivel máximo en 2005.

Recuadro 3

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

Los precios de los inmuebles residenciales cayeron en el primer semestre de 2009, después del crecimiento moderado que siguió al considerable incremento de los precios observado en el período transcurrido hasta 2005. En este recuadro se examina la evolución reciente de los precios de los inmuebles residenciales en la zona del euro, se analizan algunos factores de oferta y demanda de vivienda y se evalúan las perspectivas de los precios de la vivienda¹.

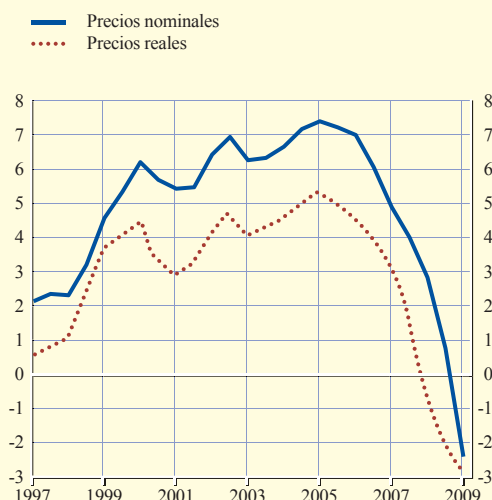
Según los últimos datos disponibles², en el primer semestre de 2009 los precios de la vivienda cayeron a una tasa interanual del 2,4%, en términos nominales, y del 3%, en términos reales, es decir, deflactada por el IAPC (véase gráfico A). Esta contracción —la primera registrada desde 1982— siguió a un período de crecimiento más lento que se inició tras los fuertes incrementos de precios observados entre 1999 y 2005 (cuando la subida media interanual fue del 6,4%; véase cuadro). Durante el período 1999-2008, el aumento acumulado de los precios de la vivienda, en términos nominales, superó el 60%.

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

2 Cabe señalar que existe un elevado grado de incertidumbre en relación con los datos utilizados para analizar la evolución de los precios de la vivienda. Esta incertidumbre se deriva, en particular, de temas relacionados con su cobertura, el control de calidad y su representatividad.

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

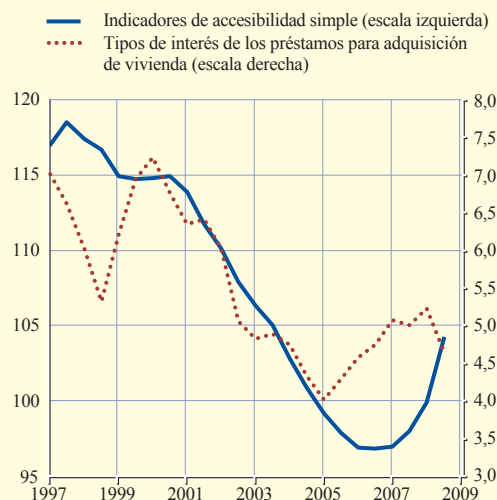
(tasas de variación interanual; datos semestrales)



Fuente: Cálculos del BCE basados en datos nacionales.
Notas: El crecimiento de los precios de los inmuebles residenciales, en términos reales, se obtiene de restar la inflación interanual medida por el IAPC del crecimiento de los precios de los inmuebles residenciales, en términos nominales. El agregado de los precios de los inmuebles residenciales de la zona del euro se calcula a partir de series nacionales que incluyen más del 90% del PIB de la zona del euro para el periodo completo.

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

(índice: 2005 = 100; porcentaje anual)



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

Los precios de los inmuebles residenciales disminuyeron, en tasa interanual, en el primer semestre de 2009 en la mayoría de los países de la zona del euro. Las caídas más acusadas se observaron en Irlanda, España, Francia, Malta y Eslovenia. En general, los países que registraron las correcciones más pronunciadas fueron aquellos que experimentaron las mayores subidas de los precios de la vivienda en el período transcurrido hasta 2005. Los datos de países disponibles para el tercer trimestre de 2009 apuntan a una nueva contracción de los precios de los inmuebles residenciales.

La pérdida de impulso observada en los precios de la vivienda en la zona del euro ha estado asociada con una evolución moderada tanto de la oferta como de la demanda de viviendas en la zona. Un determinante de la vivienda es la accesibilidad, que puede analizarse con un indicador muy utilizado, denominado «indicador de accesibilidad simple o estrecho», que se define como la ratio de la renta nominal disponible de los hogares en relación con el índice nominal de precios de la vivienda. Este indicador, que ha caído desde finales de 2001, dado que el crecimiento de la renta no mantuvo el ritmo de las subidas de los precios de la vivienda, comenzó a aumentar a finales de 2007, sobre todo a consecuencia de una menor inflación de estos precios, y continuó su trayectoria al alza en el primer semestre de 2009, lo que indica una mejora de la accesibilidad (véase gráfico B). Las condiciones para la obtención de crédito también mejoraron en el primer semestre de 2009, con un descenso de los tipos de interés nominales aplicados a los préstamos concedidos a los hogares para adquisición de vivienda. Según la última encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro, en el último trimestre de 2009 el porcentaje neto de los bancos que informaron de un endurecimiento de los criterios de aprobación del crédito a hogares para adquisición de vivienda siguió disminuyendo (un 3%, en comparación con el 28% del primer trimestre de 2009).

Precios (nominales) de los inmuebles residenciales en la zona del euro

(tasas de variación interanual)

	Ponderación (%)	1999-2005 Variación interanual media	2006	2007	2008	2008		2009	2009			
						Primer semestre	Segundo semestre	Primer semestre	I	II	III	IV
Bélgica ¹⁾	3,7	7,5	11,8	9,3	4,8	5,8	3,9	-0,6	1,0	-2,2	-1,5	..
Alemania ²⁾	27,0	-0,9	0,2	0,7	0,2	..	..	..	..	..	..	..
Irlanda ²⁾	2,1	12,2	13,4	0,9	-9,4	-9,0	-9,8	10,4	-9,8	-11,1	-12,9	..
Grecia ²⁾	2,5	9,5	12,2	4,6	2,6	2,6	2,7	-	..	..	..	..
España ²⁾	11,7	13,8	10,4	5,8	0,7	2,9	-1,4	-7,6	-6,8	-8,3	-8,0	-6,3
Francia ¹⁾	21,1	11,2	12,1	6,6	1,2	3,7	-1,1	-8,1	-6,9	-9,3	-8,0	..
Italia ²⁾	17,1	6,9	5,8	5,0	4,2	4,5	4,0	3,1	..	..	..	..
Chipre ^{2), 3)}	0,2	-	10,0	15,0	..	..	..	..	..	..	..	..
Luxemburgo ²⁾	0,4	11,1	10,8	10,1	..	..	..	..	..	..	..	..
Malta ²⁾	0,1	10,8	3,5	1,1	-2,7	-1,7	-3,8	-7,9	-9,9	-6,0	-2,5	..
Países Bajos ¹⁾	6,3	7,8	4,6	4,2	2,9	3,7	2,2	-1,5	-0,3	-2,8	-5,1	..
Austria ^{2), 4)}	3,0	0,7	4,0	4,1	1,3	1,0	1,6	4,6	4,3	4,9	-	..
Portugal ²⁾	1,8	2,9	2,1	1,3	3,9	3,1	4,7	1,5	2,7	0,3	-0,8	..
Eslovenia ¹⁾	0,4	-	17,6	22,6	3,1	5,8	0,5	-8,4	-7,0	-9,8	-10,9	..
Eslovaquia ¹⁾	0,6	-	16,8	23,9	..	32,8	..	..	..	..	..	..
Finlandia ¹⁾	2,0	..	6,4	5,5	0,6	3,0	-1,8	-4,5	-5,6	-3,5	0,2	..
Zona del euro	100,0	6,4	6,5	4,4	1,8	2,8	0,8	-2,4	..	..	..	..

Fuentes: Datos nacionales y cálculos del BCE.

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

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

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

3) El Bank of Cyprus estima el índice de precios de los inmuebles utilizando datos sobre la valoración de los inmuebles recibidos de varias IFM, así como otros indicadores relevantes del mercado de la vivienda.

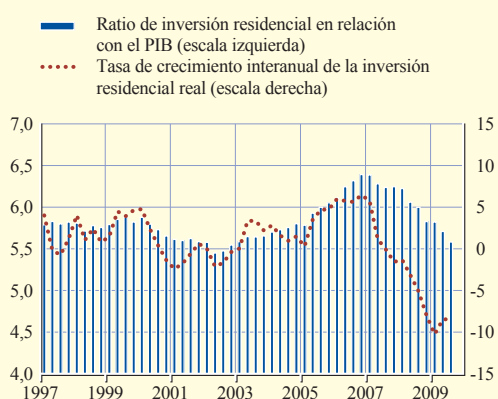
4) Hasta el 2000, datos solo para Viena.

En línea con esta evolución, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda de la zona del euro se ha estabilizado recientemente, pero en un nivel considerablemente más bajo (1,5% en diciembre de 2009) que el máximo, superior al 12%, alcanzado a mediados de 2006. En resumen, la evolución de la renta y del crédito sugiere que la demanda de vivienda en la zona del euro mantendrá su moderación en los próximos meses, pese a ciertas señales transitorias de estabilización.

En un entorno de moderación de la demanda de vivienda y de precios más bajos, también se han observado indicios de que la oferta de vivienda en la zona del euro está disminuyendo con rapidez. La inversión residencial real en la zona ha venido reduciéndose desde mediados de 2007, y la tasa de crecimiento interanual ha caído ininterrumpidamente, desde un máximo del 6,5%, en el último trimestre de 2006, a una contracción del 8,3%, en el tercer trimestre de 2009 (véase gráfico C). Ello ha contribuido asimismo a que se haya producido un descenso en el porcentaje de recursos económicos dedicados a la construcción de viviendas, como lo ilustra el hecho de que la ratio de

Gráfico C Inversión residencial en la zona del euro

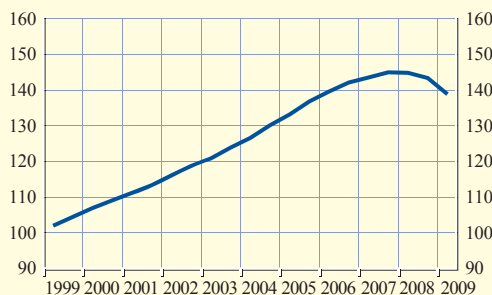
(en porcentaje del PIB; tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico D Índice de precios de la vivienda en relación con la renta en la zona del euro

(índice: 1996 = 100; datos semestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

tiempo más. Ello es acorde también con los indicios procedentes del enfoque de valoración de activos aplicados a la vivienda. Según este enfoque, la ratio del índice de precios de la vivienda de la zona del euro en relación con el componente de renta del índice armonizado de precios de consumo sigue siendo algo elevada (véase gráfico D). Este enfoque también respalda la expectativa de una nueva corrección de los precios de la vivienda.

inversión en vivienda en relación con el PIB, en términos nominales en ambos casos, haya caído. El número de licencias de obras concedidas, que suele utilizarse de indicador adelantado de la inversión residencial, sugiere que esta debilidad persistirá en los próximos meses, pues este número ha continuado cayendo de forma acusada, descendiendo a un tasa interanual anual próxima al 25% en el tercer trimestre de 2009.

En el contexto de la reciente contracción de la actividad y del empleo, la evolución de la oferta y la demanda de vivienda indica que, probablemente, los precios de la vivienda de la zona del euro sigan moderándose durante algún

3.5 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

A corto plazo, los efectos de base al alza, nada despreciables, derivados de las variaciones de los precios de los alimentos y de la energía configuran la evolución de la inflación interanual medida por el IAPC. Sin embargo, se espera que en 2010 los efectos de base contribuyan a la evolución de la inflación en menor medida que en 2009 (para más detalles, véase el recuadro 3 del Boletín Mensual de enero de 2010). Al mismo tiempo, se espera que las variables fundamentales de la economía, como una reducida demanda de consumo y un menor crecimiento de los costes laborales, influyan en la evolución del IAPC. Se estima que la inflación interanual medida por el IAPC se situará en un nivel próximo al 1% a comienzos de 2010. De cara al futuro, en el horizonte temporal relevante para la política monetaria, se estima que la evolución general de los precios y los costes se mantendrá en una senda moderada, ante la debilidad de la demanda en la zona del euro y en otros países.

Tal y como se indica en el recuadro 4, la última encuesta del BCE a expertos en previsión económica (EPE), muestra que, en comparación con la encuesta anterior, las perspectivas de inflación para 2010 y 2011 no han variado de forma significativa y se mantienen dentro de los intervalos de las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro en diciembre de 2009. Las expectativas de inflación a más largo plazo (para 2014) permanecen estables en el 1,9%.

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 4

RESULTADOS DE LA ENCUESTA DEL BCE A EXPERTOS EN PREVISIÓN ECONÓMICA CORRESPONDIENTES AL PRIMER TRIMESTRE DE 2010

Este recuadro presenta los resultados correspondientes al primer trimestre de 2010 de la encuesta a expertos en previsión económica (EPE) realizada por el BCE entre el 15 y el 20 de enero de 2010 y respecto de la cual se recibieron 61 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 2010 y 2011

En comparación con la encuesta anterior, los participantes en la EPE no han modificado sustancialmente sus expectativas de inflación, que sitúan en el 1,3% para 2010 y el 1,5% para 2011, lo que supone un aumento de 0,1 puntos porcentuales y una reducción de 0,1 puntos porcentuales, respectivamente, en relación con los resultados del cuarto trimestre de 2009 (véase cuadro)². Muchos encuestados estiman que la infrautilización de la capacidad productiva ejercerá presiones a la baja sobre la inflación, que se mantendrá, por lo tanto, en una senda moderada en el corto y medio plazo.

Las expectativas de inflación de la EPE para 2010 y 2011 se sitúan dentro de los intervalos de las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro en

- 1 Dada la diversidad de los encuestados, los resultados agregados de la EPE pueden reflejar un conjunto relativamente heterogéneo de opiniones y supuestos subjetivos.
- 2 Puede obtenerse información adicional en la dirección del BCE en Internet www.ecb.europa.eu/stats/prices/indic/forecast/html/index.en.html.

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

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

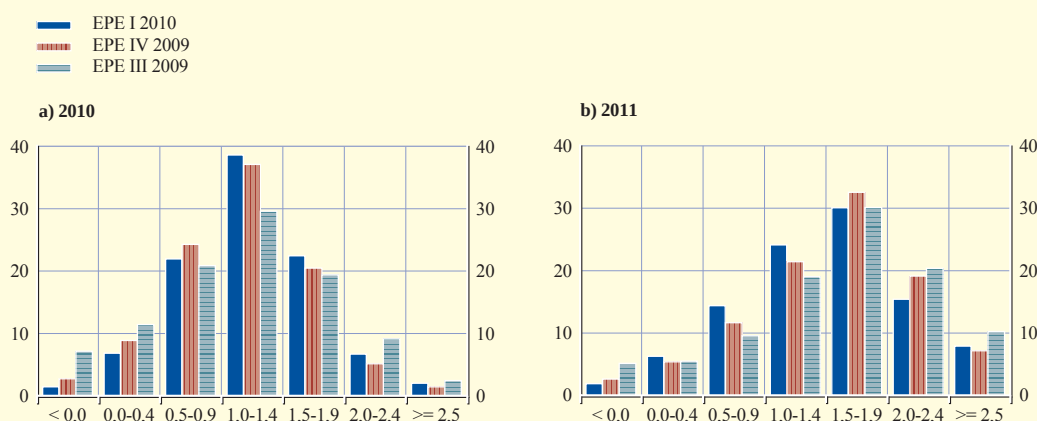
Horizonte de la encuesta					
Inflación medida por el IAPC	2010	Diciembre 2010	2011	Diciembre 2011	A largo plazo ²⁾
EPE I 2010	1,3	1,4	1,5	1,6	1,9
EPE anterior (IV 2009)	1,2	-	1,6	-	1,9
Proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema	0,9 - 1,7	-	0,8 - 2,0	-	-
Consensus Economics (enero 2010)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

1) En porcentaje de la población activa.

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

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.

diciembre de 2009, y están ligeramente por encima (0,1 puntos porcentuales) de las previsiones de enero de 2010 de Consensus Economics y del Barómetro de la Zona del Euro para 2010 y en el mismo nivel que las relativas a 2011.

El cuestionario de la EPE solicita también que se asigne una probabilidad a que los resultados futuros se sitúen dentro de un intervalo específico. En comparación con la EPE anterior, la distribución de probabilidad agregada para 2010 no experimenta prácticamente variaciones, asignándose una probabilidad de un 39% a que la inflación se sitúe entre el 1% y el 1,4%, mientras que la distribución de probabilidad asignada para 2011 se sitúa en niveles ligeramente inferiores, aunque se concentra en el intervalo del 1,5% al 1,9%, al igual que en la EPE anterior (véase gráfico A). Basándose en las distribuciones de probabilidad individuales, estas previsiones están sujetas a riesgos bajistas, lo que se refleja en el hecho de que la previsión de la mayoría de encuestados se sitúa por encima de la media de su distribución de probabilidad. Ello significa que, en su opinión, es más probable que los resultados se sitúen por debajo que por encima de esta previsión. Aunque, según un elevado número de encuestados, los principales riesgos alcistas para la inflación en 2010 y 2011 proceden de las presiones de los precios del petróleo y de otras materias primas, así como de una elevación de los impuestos indirectos, los riesgos bajistas proceden del esperado aumento de la tasa de desempleo y de una posible nueva apreciación del euro.

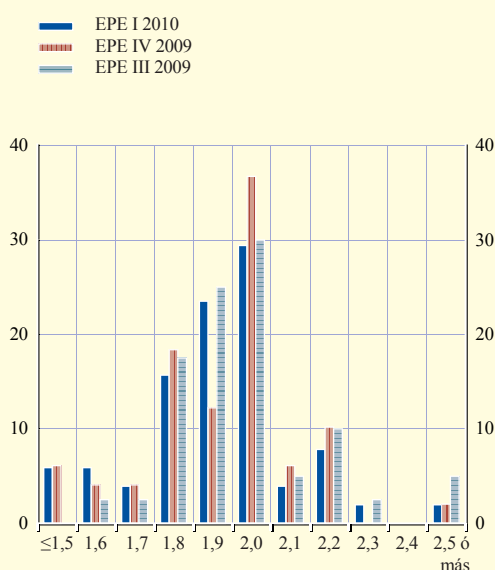
Indicadores de expectativas de inflación a largo plazo

Las expectativas de inflación a más largo plazo (para 2014) se han mantenido estables en el 1,9% (el 1,91%, frente al 1,92% de la encuesta anterior). La media de las estimaciones está por debajo de las previsiones de inflación a largo plazo de Consensus Economics de octubre de 2009 (2%) y en línea con las del Barómetro de la Zona del Euro de enero de 2010.

La estabilidad de la previsión media del 1,9% que se observa en la presente EPE va unida a una discrepancia generalmente estable en las expectativas de inflación a más largo plazo, medida por la desviación típica de las estimaciones. La incertidumbre agregada en torno a las expectativas de inflación,

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

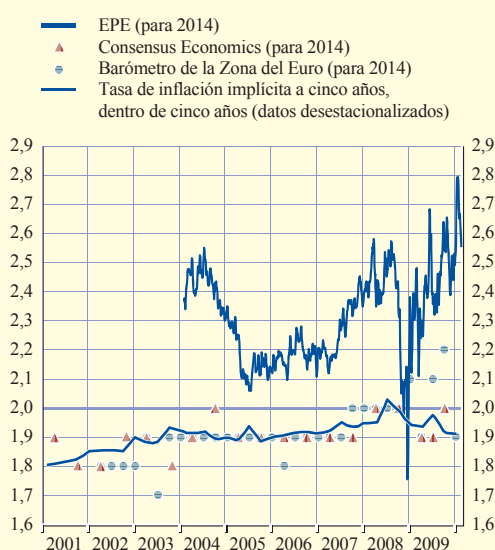
(porcentaje de encuestados)



Fuente: BCE.

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

(tasas medias de variación interanual; medias móviles de cinco días de datos diarios)



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

medida por la desviación típica de la distribución de probabilidad agregada, aumentó ligeramente, hasta 0,8, frente a 0,7 en la encuesta anterior³. La distribución de corte transversal se desplazó a niveles inferiores: en relación con la EPE del cuarto trimestre de 2009, un mayor número de encuestados situó su previsión en un nivel igual o inferior al 2% (véase gráfico B). Finalmente, la probabilidad de que la inflación a largo plazo se sitúe en un nivel igual o superior al 2% se mantuvo estable en el 44%.

Al mismo tiempo, las medidas de las expectativas de inflación basadas en los mercados financieros han sido más elevadas y volátiles que las medidas procedentes de las encuestas (véase gráfico C)⁴. Sin embargo, es probable que las medidas de las expectativas de inflación basadas en los mercados se hayan visto afectadas recientemente por factores de liquidez y de oferta y demanda⁵. En particular, los acusados descensos de las tasas de inflación implícitas *forward* a largo plazo y del rendimiento de los bonos indicados con la inflación registrados en enero reflejan la corrección de los anteriores desequilibrios entre la oferta y la demanda observada en el mercado de bonos indicados con la inflación tras la emisión de esta clase de bonos en enero⁶. Por consiguiente, la reciente volatilidad de estas medidas debería considerarse con cautela y no debería interpretarse automáticamente como reflejo de revisiones de las expectativas de inflación a largo plazo de los participantes en el mercado⁷.

3 Véase el recuadro titulado «Medidas de las percepciones sobre la incertidumbre macroeconómica», en el Boletín Mensual de enero de 2010.

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

5 Para un análisis más detallado del impacto de la crisis de los mercados financieros 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.

6 Para más información sobre la evolución reciente de los indicadores de expectativas de inflación de los mercados financieros, véase la sección 2.4.

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

Expectativas de evolución del PIB real

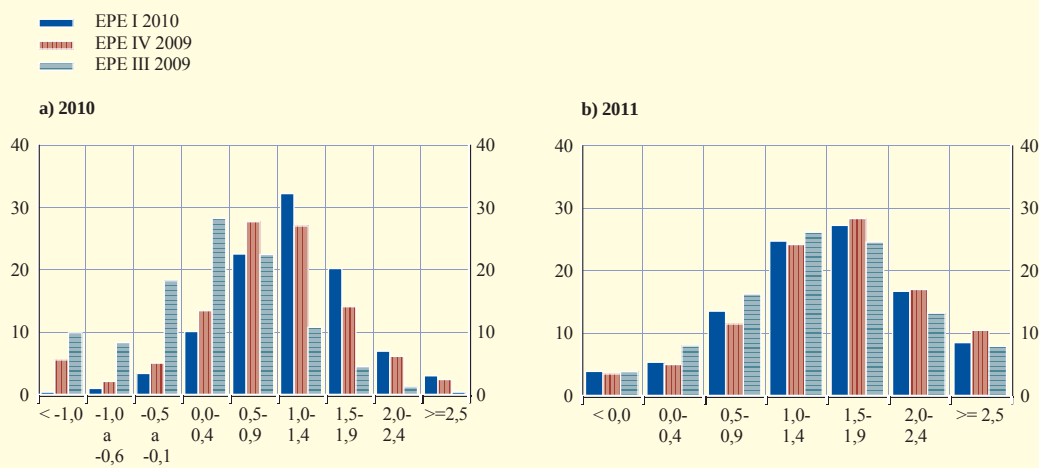
En promedio, los encuestados esperan ahora que el PIB real de la zona del euro crezca un 1,2% en 2010, lo que supone una revisión al alza de 0,2 puntos porcentuales de la previsión para 2010 recogida en la encuesta precedente. Las expectativas relativas a 2011 se mantienen sin cambios en el 1,6%. En general, los encuestados consideran improbable una recuperación sostenida de la economía en la zona del euro antes de 2011, en vista de que, según las previsiones, el mercado de trabajo se recuperará muy gradualmente, la inversión no cobrará impulso antes de 2011 debido al reducido nivel de las tasas de utilización de la capacidad productiva, la demanda interna seguirá siendo relativamente moderada este año y la apreciación del euro podría dificultar las exportaciones. La mayor parte de los encuestados observa que uno de los principales efectos a la baja procederá de la supresión gradual de las medidas de estímulo fiscal, mientras que las existencias y un aumento de la confianza de los consumidores podrían contribuir positivamente al crecimiento, rebajando, en última instancia, la tasa de ahorro.

Las expectativas de la EPE relativas a la evolución económica en 2010 y 2011 se sitúan en un nivel próximo al límite superior de los intervalos de las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro en diciembre de 2009. Las expectativas de la EPE están 0,1 puntos porcentuales por debajo de las últimas previsiones de Consensus Economics y del Barómetro de la Zona del Euro para 2010, y en línea con las predicciones para 2011.

En línea con la revisión al alza de las expectativas de evolución del PIB real, la distribución de probabilidad agregada para 2010 se elevó. Los encuestados asignan una probabilidad del 32% a que la evolución del PIB real se sitúe en el intervalo comprendido entre el 1% y el 1,4%. La distribución de probabilidad agregada para 2011 está, en general, en línea con la de la EPE anterior y se concentra en el intervalo comprendido entre el 1,5% y el 1,9% (véase gráfico D).

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 incertidumbre respecto a las previsiones a un año y a dos años del PIB real disminuyó en comparación con la EPE anterior, aunque se mantiene en niveles relativamente elevados. Parece que existen riesgos bajistas para la previsión media de crecimiento del PIB real. Los principales riesgos bajistas para las perspectivas de actividad económica de la zona del euro proceden del estancamiento de las perspectivas mundiales y de la subida de los precios del petróleo, mientras que los principales riesgos alcistas se derivan de la recuperación de la confianza de los consumidores y los inversores.

En comparación con la encuesta anterior, las expectativas respecto al crecimiento a más largo plazo (para 2014) se han revisado ligeramente a la baja, en 0,1 puntos porcentuales, hasta el 1,8%. Estos resultados se sitúan ligeramente por debajo de las previsiones de enero de 2010 del Barómetro de la Zona del Euro (2% para 2014) y de las previsiones de octubre de 2009 de Consensus Economics (1,9% para 2014). Basándose en las distribuciones de probabilidad individuales, los encuestados consideran que estas previsiones están también sujetas a riesgos bajistas.

Expectativas para la tasa de desempleo en la zona del euro

Los encuestados revisaron ligeramente las expectativas referidas a la tasa de desempleo, a la baja en 0,1 puntos porcentuales para 2010 y al alza en 0,1 puntos porcentuales para 2011, y las sitúan ahora en el 10,5% para ambos años. En lo que respecta a las expectativas a corto y medio plazo, existen riesgos levemente alcistas para 2010 y 2011. Las expectativas a más largo plazo respecto a la tasa de desempleo (para 2014) se han revisado ligeramente al alza, en 0,1 puntos porcentuales, hasta el 8,6%, pero están sujetas a riesgos claramente alcistas.

4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

La última información disponible indica que la actividad económica de la zona del euro siguió recuperándose a finales de 2009 y principios de 2010. La zona del euro ha venido beneficiándose de un cambio en el ciclo de existencias y de la recuperación de las exportaciones, así como de las importantes medidas de estímulo macroeconómico que se están aplicando y de las adoptadas para restablecer el funcionamiento del sistema financiero. No obstante, el consumo y la inversión han mantenido su moderación y la situación de los mercados de trabajo de la zona del euro ha continuado deteriorándose en los últimos meses. La volatilidad de los nuevos datos hace esperar que la economía de la zona crezca a un ritmo moderado en 2010 y que el proceso de recuperación pueda ser desigual. Es probable que, a medio plazo, la economía de la zona del euro se vea afectada por el proceso de corrección de los balances que se está llevando a cabo en los sectores financieros y no financieros, tanto dentro como fuera de la zona del euro. Dado que la demanda interna sigue siendo moderada y que algunos de los factores en que se basa la recuperación son de carácter temporal, continúa la incertidumbre acerca de su intensidad. Los riesgos para estas perspectivas siguen estando prácticamente equilibrados.

4.1 PIB REAL Y COMPONENTES DE LA DEMANDA

Apenas se dispone de nuevos datos económicos desde que se publicó el Boletín Mensual anterior. En el tercer trimestre de 2009, el PIB real de la zona del euro creció un 0,4%, en tasa intertrimestral, tras haberse contraído previamente durante cinco trimestres consecutivos (véase gráfico 26). La información disponible sugiere que la actividad económica de la zona siguió recuperándose en el último trimestre de 2009 y comienzos de 2010.

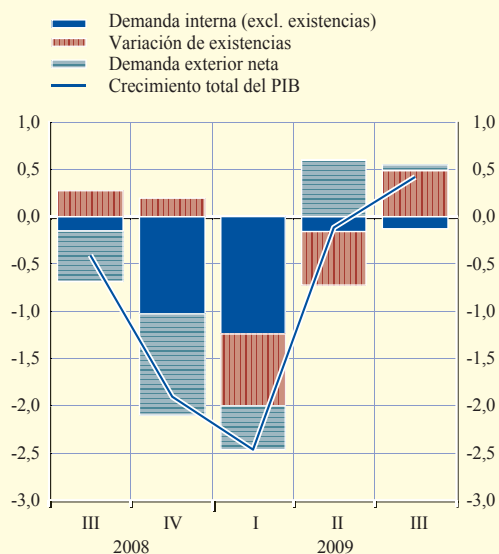
La desagregación del PIB por el lado del gasto en el tercer trimestre muestra una contribución levemente negativa de la demanda interna (excluidas las existencias) y aportaciones positivas de las existencias y, en menor medida, de la demanda exterior neta. La contribución negativa de la demanda interna obedeció a los descensos observados en la inversión y en el consumo privado, que se vieron contrarrestados parcialmente por un incremento del consumo público.

El consumo privado retrocedió un 0,1%, en tasa intertrimestral, en el periodo comprendido entre julio y septiembre de 2009, tras haber registrado un crecimiento moderado en el trimestre anterior. El gasto de los hogares mantuvo su moderación en el tercer trimestre, y las ventas del comercio al por menor cayeron un 0,3%, en tasa intertrimestral.

En cuanto a la evolución en el último trimestre de 2009 y principios de 2010, la información disponible sobre las ventas al por menor, junto con los datos sobre la confianza de los consumidores y las matriculaciones de automóviles, ha seguido ofreciendo un panorama ligeramente contradictorio en relación con el gasto de los hogares. Por una parte, las encuestas de opinión de los consumidores apuntan a una mejora gradual. Por ejemplo, el indicador de confianza de los consumidores de la zona del euro elaborado por

Gráfico 26 Crecimiento del PIB real y contribuciones

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



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

la Comisión Europea aumentó cada uno de los meses del último trimestre de 2009, pero se estabilizó en enero, marcando una pausa en la tendencia al alza que se había iniciado en el primer semestre de 2009. Por otra parte, las ventas del comercio al por menor (incluidas las ventas de combustibles) no experimentaron cambios en diciembre, tras la contracción del 0,5% observada en noviembre. En el cuarto trimestre del 2009, las ventas al por menor cayeron un 0,2%, en tasa intertrimestral, ligeramente por debajo del descenso observado en el trimestre anterior (véase gráfico 27), mientras que el crecimiento de las matriculaciones de automóviles se redujo un 1,3%, frente al 2,8% del tercer trimestre. Como consecuencia, las ventas del comercio al por menor, incluidas las matriculaciones de automóviles, disminuyeron un 0,1% en el cuarto trimestre, lo que representa un menor crecimiento que el registrado en el trimestre anterior. Esta evolución refleja la eliminación gradual de los incentivos fiscales a la adquisición de automóviles adoptados en algunos países de la zona del euro.

En resumen, mientras que las encuestas de opinión han seguido apuntando a una mejora en la confianza de los consumidores hasta el final de 2009, la evolución de las ventas del comercio al por menor y de las matriculaciones de automóviles, junto con el debilitamiento del impacto de los incentivos fiscales a la adquisición de automóviles, sugiere que el gasto en consumo siguió siendo moderado durante el cuarto trimestre 2009 y, posiblemente, a principios de 2010.

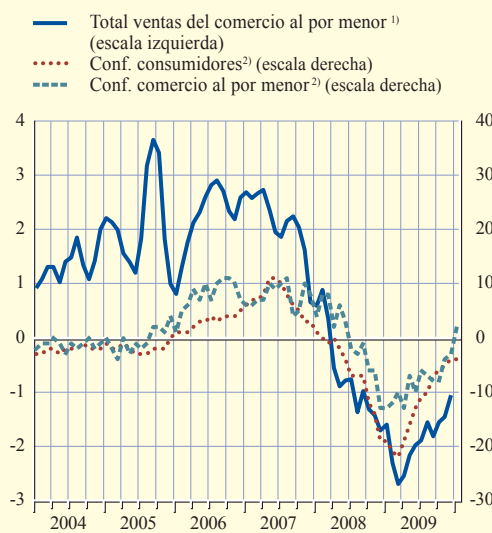
La formación bruta de capital fijo retrocedió un 0,8%, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre de 2009, tras una contracción del 1,6% en el periodo de tres meses anterior. Esta evolución confirma que el ritmo de descenso de la inversión se está moderando, especialmente debido a que esta variable cayó un 4% en el cuarto trimestre de 2008 y un 5,4% en el primer trimestre de 2009. La desagregación de la inversión en el tercer trimestre de 2009 indica que la inversión en construcción, que se redujo un 1,8%, en tasa intertrimestral, explica casi por completo este descenso, pues la inversión excluida la construcción disminuyó solo un 0,1%.

Los indicadores de inversión de la zona del euro durante la última parte de 2009 muestran que la producción de la construcción se redujo, en tasa intermensual, tanto en octubre como en noviembre. En promedio, la producción de la construcción en este periodo de dos meses fue un 1,3% por debajo del nivel registrado en el tercer trimestre de 2009, por lo que es considerablemente inferior a la caída intertrimestral del 2,6% observada en el mismo trimestre.

Se prevé que la inversión mejore nuevamente en los próximos trimestres, pero que siga siendo moderada como consecuencia de la escasa utilización de la capacidad productiva, del mantenimiento de la debilidad de la demanda y de la evolución de los beneficios, del endurecimiento de los criterios de aprobación del crédito, de la incertidumbre en torno a la intensidad de la recuperación y del exceso de oferta existente en los mercados de la vivienda en algunos países de la zona del euro.

Gráfico 27 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.

En lo que se refiere a la evolución del comercio, las exportaciones aumentaron un 3,1% en el tercer trimestre 2009, frente a la contracción del 1,2% observada en el segundo trimestre, mientras que las importaciones se elevaron un 3%, tras el descenso del 2,8% registrado en el trimestre anterior. La contribución de la demanda exterior neta a la tasa de crecimiento intertrimestral del PIB fue de 0,1 puntos porcentuales. Los datos disponibles sobre los últimos meses de 2009 sugieren que la demanda exterior neta no tuvo un impacto negativo sobre el crecimiento del PIB en el último trimestre del año.

La variación de existencias contribuyó con 0,5 puntos porcentuales al crecimiento del PIB en el tercer trimestre de 2009, tras haber realizado una aportación negativa en los dos primeros trimestres del año. Parece que la desaceleración observada en el ritmo de desacumulación de existencias, más que el comienzo de una fase de reposición de las mismas, explica la contribución de esta variable al crecimiento del PIB. La encuesta a los directores de compras indica que el ritmo de desacumulación de existencias sigue desacelerándose en la zona del euro. Esta evolución muestra que, en igualdad de condiciones, las existencias deberían haber realizado una nueva contribución positiva al crecimiento del PIB en el último trimestre de 2009.

4.2 PRODUCTO, OFERTA Y MERCADO DE TRABAJO

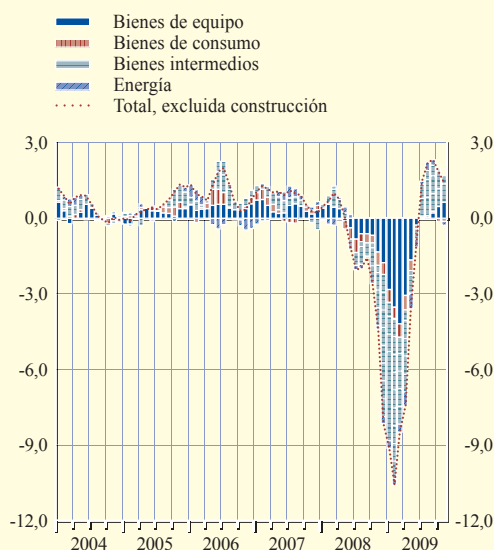
El aumento del 0,4% registrado en el valor añadido real en el tercer trimestre de 2009 fue impulsado por una acusada recuperación del producto en la industria, mientras que el valor añadido se mantuvo sin cambios la rama de servicios y siguió contrayéndose en la construcción. En concreto, el valor añadido de la industria (excluida la construcción) se elevó un 2,3%, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre, tras haber retrocedido un 1,5% en el segundo trimestre. El valor añadido de los servicios no experimentó ningún crecimiento en el tercer trimestre, si bien había aumentado un 0,2% en el trimestre anterior, mientras que el valor añadido de la construcción se contrajo un 0,8% en el tercer trimestre, ligeramente por encima de la reducción del 0,7% observada en el segundo trimestre.

En cuanto a la evolución registrada en el cuarto trimestre de 2009, la producción industrial se incrementó un 1%, en tasa intermensual, en noviembre, tras un descenso del 0,3% en octubre. La evolución de la producción ha mostrado una clara recuperación en los últimos meses, y en noviembre se situó un 4,7% por encima del mínimo observado en abril de 2009. En el promedio de los dos meses del cuarto trimestre para los que se dispone de datos, la producción superaba en 0,8% el nivel observado en el tercer trimestre (véase gráfico 28). Además, los nuevos pedidos industriales (excluido el material de transporte pesado) registraron un sólido aumento intermensual en noviembre, tras haber retrocedido en octubre.

Las encuestas también han señalado que se produjo una expansión económica en los últimos meses de

Gráfico 28 Crecimiento de la producción industrial y contribuciones

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



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

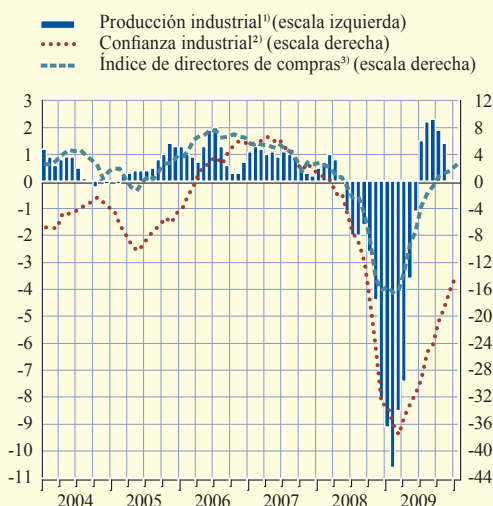
Nota: Los datos mostrados se calculan como medias móviles de tres meses, frente a la media correspondiente a los tres meses anteriores.

2009 (véase gráfico 29). Por ejemplo, el índice de directores de compras del sector manufacturero siguió aumentando durante ese período. En el último trimestre de 2009, el índice se encontraba, en promedio, por encima de 51, frente a menos de 48 en el tercer trimestre, por lo que se situaba claramente en un rango que denotaba crecimiento por primera vez desde el segundo trimestre de 2008. Otras encuestas de opinión, como las de la Comisión europea, confirmaron la mejora que mostraban los datos de la encuesta a los directores de compras. Los indicadores de opinión relativos a la actividad en los servicios también siguieron una senda descendente y sugieren que la actividad continuó recuperándose en el último trimestre de 2009.

En lo que se refiere al primer trimestre de 2010, los indicadores de opinión publicados en enero apuntan a que la actividad económica siguió recuperándose a comienzos de año. Concretamente, mientras que el índice de directores de compras del sector manufacturero continuó aumentando en enero, el índice correspondiente a los servicios se redujo hasta un nivel inferior a la media del cuarto trimestre de 2009, aunque siguió mostrando una mejora. Las encuestas de opinión de la Comisión Europea indican que la confianza se incrementó en todos los sectores en el mes de enero, salvo en la construcción, donde disminuyó ligeramente.

Gráfico 29 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.

MERCADO DE TRABAJO

La situación en los mercados de trabajo de la zona del euro ha seguido deteriorándose en los últimos meses. El empleo descendió un 0,5%, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre 2009. Esta tasa es la misma que se registró en el segundo trimestre, pero inferior a la observada en el primer trimestre del año (véase

Cuadro 6 Crecimiento del empleo

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

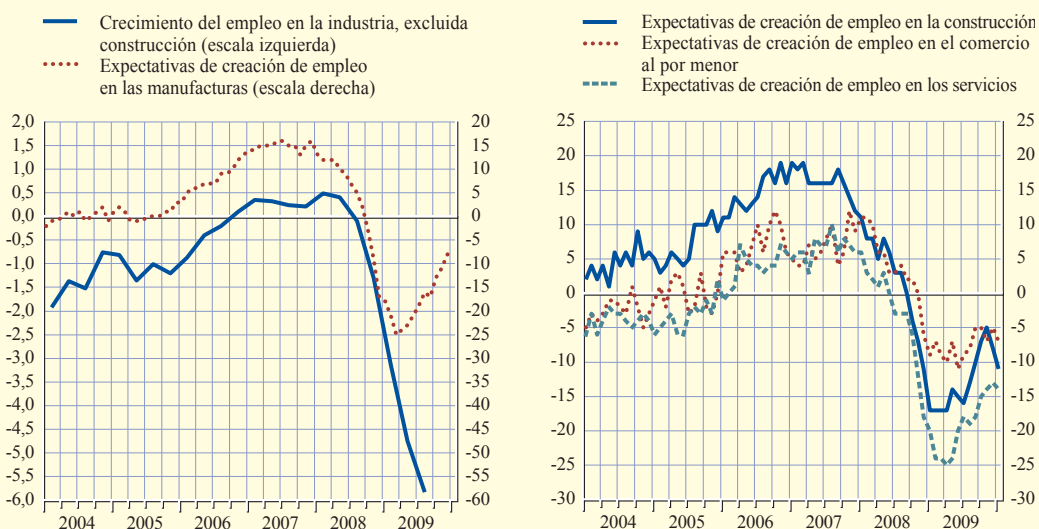
	Tasas interanuales		Tasas intertrimestrales				
	2007	2008	2008 III	2008 IV	2009 I	2009 II	2009 III
Total de la economía	1,8	0,7	-0,2	-0,4	-0,7	-0,5	-0,5
Del cual:							
Agricultura y pesca	-1,5	-1,4	-0,6	0,1	-0,8	-0,8	-1,1
Industria	1,3	-0,8	-0,9	-1,4	-1,7	-1,7	-1,7
Excluida la construcción	0,3	-0,1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

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Incluye también educación, salud y otros servicios.

Gráfico 30 Crecimiento del empleo y expectativas de creación de empleo

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



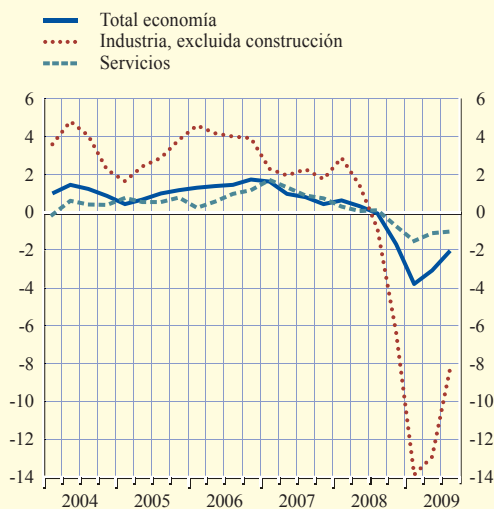
Fuentes: Eurostat y encuestas de opinión de la Comisión Europea.
Notas: Los saldos netos están ajustados a la media.

cuadro 6). Desde un punto de vista sectorial, la industria y la construcción han seguido siendo las más afectadas por la disminución del empleo. Mientras que el descenso intertrimestral del 1,6% registrado en el empleo en la industria (excluida la construcción) en el tercer trimestre sugiere una cierta moderación en la tasa de contracción con respecto al trimestre anterior, la reducción del empleo en la construcción indica un nuevo y claro deterioro en ese trimestre, tras haberse observado ciertas señales de mejora en el segundo trimestre. Por el contrario, el empleo en el sector servicios parece haber aguantado algo mejor, pues solo descendió un 0,1%, en tasa intertrimestral, la misma tasa registrada en el trimestre anterior (véase gráfico 30). Los indicadores de opinión señalan continuos descensos del empleo en torno a final de año, aunque la tasa de destrucción de empleo fue la más baja desde octubre de 2008.

Junto con la recuperación del crecimiento del producto en la zona del euro, las pérdidas de empleo que se han observado en los últimos trimestres han contribuido a mejorar la productividad. En tasa interanual, la productividad agregada de la zona del euro (medida en términos de producto por empleado) todavía cayó un 2% en el tercer trimestre de 2009, pero esta tasa constituye una mejora sustancial con respecto a las significativas contracciones registradas en el primer semestre del año (véase gráfico 31). Más recientemente, los últimos indi-

Gráfico 31 Productividad del trabajo

(tasas de variación interanual)



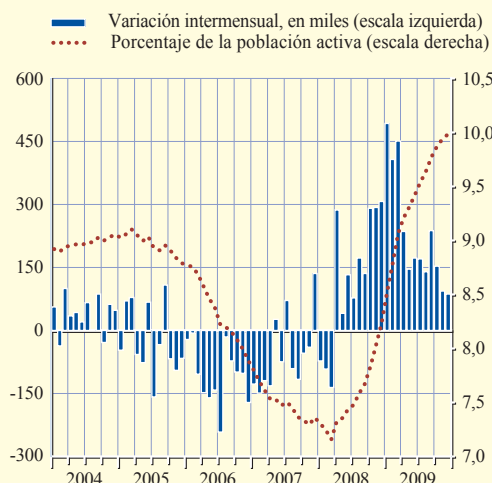
Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

cadadores de opinión sugieren que la productividad siguió mejorando en el cuarto trimestre.

La tasa de desempleo de la zona del euro alcanzó el 10% en diciembre de 2009, frente al 9,9% observado en el mes anterior, tras una revisión a la baja, de 0,1 puntos porcentuales, efectuada en esta última cifra (véase gráfico 32). El incremento de la tasa de paro de la zona del euro enmascara la distinta evolución seguida en los países de la zona. Por ejemplo, en 2009 el desempleo aumentó de forma acusada en Irlanda, Eslovaquia y España, alcanzando tasas considerablemente por encima de la media de la zona. De cara al futuro, los indicadores de opinión han mejorado con respecto a sus mínimos, pero siguen apuntando a que es probable que el desempleo en la zona del euro continúe creciendo en los próximos meses, aunque a un ritmo más lento que el observado y esperado en 2009.

Gráfico 32 Desempleo

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

4.3 PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

La zona del euro ha venido beneficiándose de un cambio en el ciclo de existencias y de la recuperación de las exportaciones, así como de las importantes medidas de estímulo macroeconómico que se están aplicando y de las adoptadas para restablecer el funcionamiento del sistema financiero. La última información disponible indica que la actividad económica de la zona del euro siguió recuperándose a finales de 2009 y principios de 2010, aunque parece que el consumo y la inversión han mantenido su moderación.

Se espera que la economía de la zona crezca un ritmo moderado en 2010 y que el proceso de recuperación pueda ser desigual, dado que algunos de los factores en que se basa la recuperación son de carácter temporal y que se prevé que la demanda interna siga siendo débil. Es probable que, a medio plazo, la economía de la zona del euro se vea afectada por el proceso de corrección de los balances que se está llevando a cabo en los sectores financieros y no financieros, tanto dentro como fuera de la zona del euro. Además, las bajas tasas de utilización de la capacidad productiva pueden contener la inversión, y se espera que el desempleo aumente algo más, frenando con ello el crecimiento del consumo. Así pues, se mantiene la incertidumbre en torno a la intensidad de la recuperación.

Los riesgos para las perspectivas de la actividad económica siguen estando prácticamente equilibrados. Por un lado, la confianza podría seguir mejorando y la demanda exterior podría ser más vigorosa de lo esperado. Además, 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. Por otro lado, sigue preocupando que se produzca una espiral negativa de reacciones adversas entre la economía real y el sector financiero más intensa o prolongada de lo previsto, que aumenten de nuevo los precios del petróleo y de otras materias primas, que se intensifiquen las presiones proteccionistas y que la corrección de los desequilibrios mundiales se lleve a cabo de forma desordenada.

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

5.1 TIPOS DE CAMBIO

En los tres últimos meses, el tipo de cambio del euro se ha depreciado en términos efectivos nominales en torno a un 4%, situándose por debajo de la media registrada en 2009. La depreciación del euro ha sido generalizada, aunque ha resultado especialmente pronunciada frente al yen japonés y el dólar estadounidense.

TIPO DE CAMBIO EFECTIVO DEL EURO

Tras experimentar algunas fluctuaciones en noviembre, el tipo de cambio efectivo nominal del euro —medido frente a las monedas de 21 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro— se depreció significativamente en diciembre y enero (véase gráfico 33). El 3 de febrero, se situaba un 4,2% por debajo del nivel observado a finales de octubre y un 2,1% por debajo de la media de 2009. En los tres últimos meses, la depreciación del euro ha sido generalizada, aunque ha resultado especialmente pronunciada frente al yen japonés y el dólar estadounidense.

DÓLAR ESTADOUNIDENSE/EURO

En diciembre y enero, el euro se depreció considerablemente frente al dólar estadounidense en el contexto de la apreciación relativamente generalizada que registró el dólar frente a las principales monedas en diciembre. Al mismo tiempo, la incertidumbre en los mercados de divisas, medida por la volatilidad implícita en el horizonte de tres meses, siguió reduciéndose, aproximándose a la media de 10 años (véase gráfico 34). Además, la estructura temporal de las volatilidades implícitas también se aplanó, de lo que se deduce que las expectativas de los mercados respecto a un repunte de la volatilidad en los mercados de divisas se habían atenuado en cierta medida. El 3 de febrero, el euro cotizaba a 1,40 dólares estadounidenses, un 5,5% por debajo del nivel observado a finales de octubre y en torno a la media de 2009.

YEN JAPONÉS/EURO

Tras experimentar algunas fluctuaciones en noviembre y diciembre, el euro se depreció significativamente frente al yen japonés en enero, descendiendo

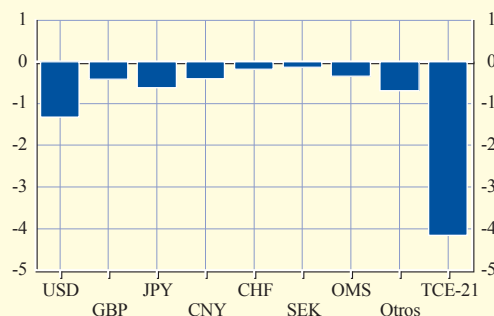
Gráfico 33 Tipo de cambio efectivo del euro y sus componentes¹⁾

(datos diarios)

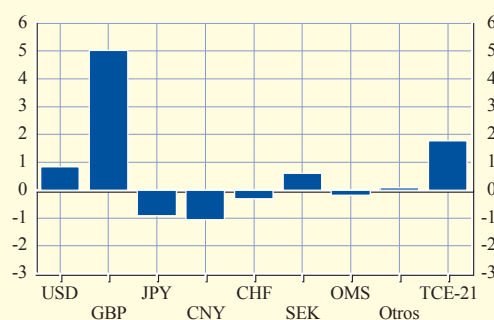
Índice: 1 1999 = 100



Contribuciones a las variaciones del TCE-21²⁾
Del 30 de octubre de 2009 al 3 de febrero de 2010
(en puntos porcentuales)



Contribuciones a las variaciones del TCE-21²⁾
Del 3 de enero de 2005 al 3 de febrero de 2010
(en puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

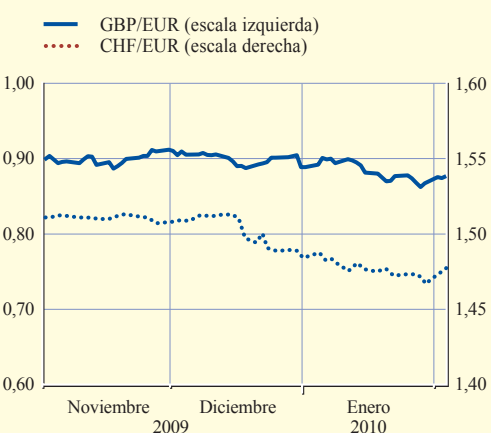
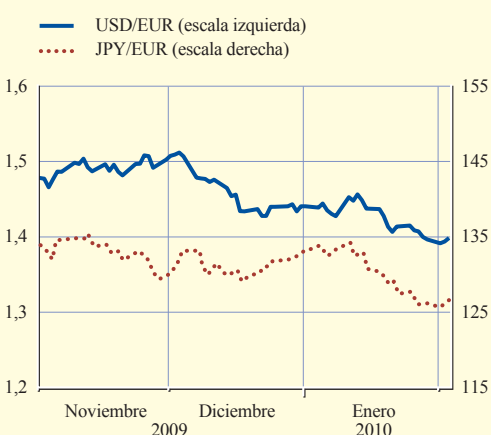
1) Un aumento del índice supone una apreciación del euro frente a las monedas de los 21 socios comerciales más importantes de la zona del euro (incluidos todos los Estados miembros de la UE que no pertenecen a la zona del euro).

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 basadas en el comercio.

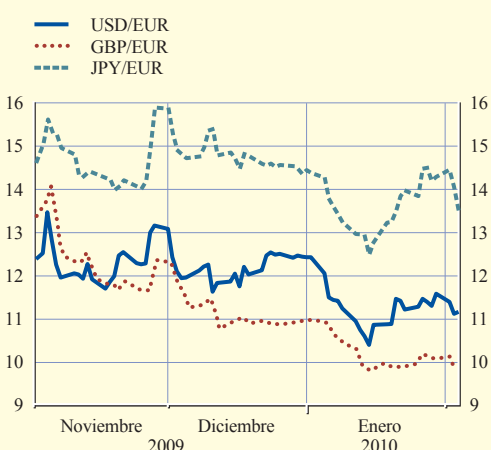
Gráfico 34 Evolución de los tipos de cambio y volatilidades implícitas

(datos diarios)

Tipos de cambio



Volatilidades implícitas del tipo de cambio (a tres meses)



Fuentes: Bloomberg y BCE.

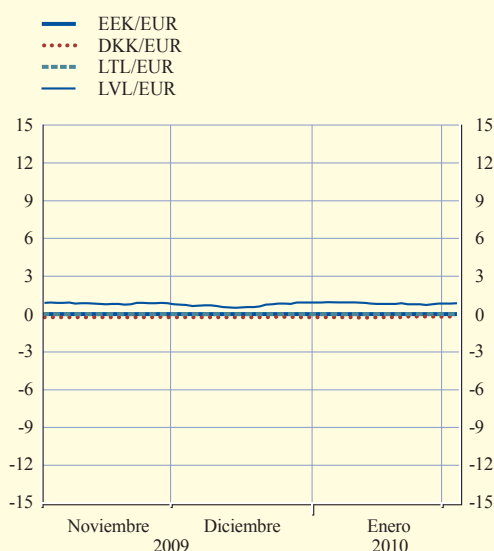
por debajo del intervalo de 129 a 138 yenes, en el que había estado cotizando durante varios meses (véase gráfico 34). La apreciación del yen japonés en enero, en un entorno de caída de los mercados bursátiles mundiales y de aumento de la aversión al riesgo, fue bastante generalizada. La volatilidad implícita del tipo de cambio entre el yen japonés y el euro se redujo en los horizontes de corto plazo en un clima de considerables fluctuaciones (véase gráfico 34). El 3 de febrero, el euro cotizaba a 127 yenes, un 5,9% por debajo del nivel de finales de octubre y alrededor de un 2,8% por debajo de la media de 2009.

MONEDAS DE LOS ESTADOS MIEMBROS DE LA UE

En los tres meses transcurridos hasta el 3 de febrero, las monedas que participan en el MTC II se mantuvieron en general estables frente al euro, cotizando al tipo de cambio correspondiente a las respectivas paridades centrales o en torno a dichas paridades (véase gráfico 35). No obstante, el lats letón se mantuvo en la zona débil de la banda de fluctuación de +1% establecida unilateralmente.

Gráfico 35 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 $\pm 15\%$.

Por lo que respecta a las monedas de los Estados miembros de la UE que no participan en el MTC II, en los tres últimos meses, el euro se ha depreciado un 2% frente a la libra esterlina y, el 3 de febrero, cotizaba un 1,7% por debajo de la media de 2009. Desde finales de octubre, la volatilidad implícita del tipo de cambio entre la libra esterlina y el euro ha experimentado un acusado descenso (véase gráfico 34), pero se mantiene por encima de la media de 10 años, especialmente en los horizontes temporales más largos. Durante el mismo período, el euro se ha depreciado frente al zloty polaco (un 6,1%), el leu rumano (un 4,7%), la corona checa (un 1,6%) y el forint húngaro (un 1,2%). En los tres últimos meses, el euro se ha depreciado también, un 2,7%, frente a la corona sueca.

OTRAS MONEDAS

Desde finales de octubre hasta el 3 de febrero, el franco suizo se apreció un 2,5% frente al euro, hasta un nivel de 1,47 francos por euro. Esta apreciación se produjo, principalmente, en diciembre, tras un cambio en la comunicación de la política cambiaria por parte del Banco Nacional de Suiza. Durante el mismo período, el tipo de cambio bilateral de euro frente al renminbi chino y el dólar de Hong Kong siguió una evolución paralela a la del tipo de cambio de la moneda única frente al dólar estadounidense. El euro también se depreció frente a las principales monedas de países que producen materias primas, como el dólar canadiense (un 7,0%), el dólar australiano (un 3,2%) y la corona noruega (un 2,7%).

5.2 BALANZA DE PAGOS

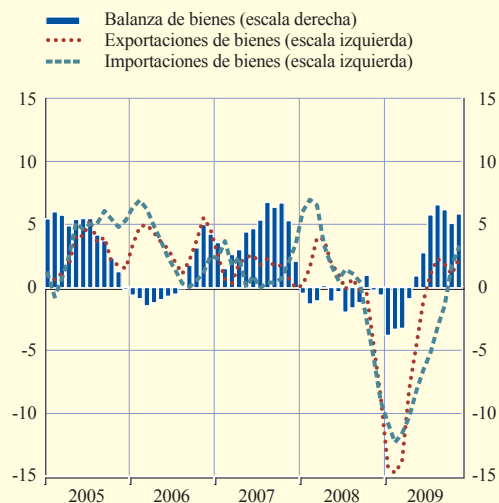
Tanto las exportaciones como las importaciones de bienes y servicios aumentaron en el período de tres meses transcurrido hasta noviembre de 2009, y el déficit por cuenta corriente de la zona del euro, acumulado de doce meses, se redujo a 73,5 mm de euros (alrededor del 0,8% del PIB). En la cuenta financiera, la zona del euro registró entradas netas de bonos y obligaciones y salidas netas de valores de renta variable en los tres meses transcurridos hasta noviembre de 2009.

COMERCIO Y BALANZA POR CUENTA CORRIENTE

El comercio con los países no pertenecientes a la zona del euro siguió creciendo en el período de tres meses transcurrido hasta noviembre de 2009. Si bien las exportaciones de bienes de la zona del euro aumentaron a una tasa similar a la registrada en el período de tres meses precedente, las importaciones de bienes provenientes de fuera de la zona experimentaron un fuerte repunte y sobrepasaron a aquellas (véase gráfico 36). Este repunte está en consonancia con los incrementos del crecimiento de la producción industrial y las exportaciones de la zona del euro en los últimos meses, que, en ambos casos, han dado lugar a una mayor demanda de insumos importados. Las exportaciones de la zona del euro continuaron viéndose favorecidas por el fortalecimiento de la demanda exterior. El comercio de servicios también repuntó en los tres meses transcurridos hasta noviembre, aunque con menor fuerza que el comercio de bie-

Gráfico 36 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.

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				Cifras acumuladas de 12 meses hasta	
	2009 Oct	2009 Nov	2009 Feb	2009 May	2009 Ago	2009 Nov	2008 Nov	2009 Nov
<i>mm de euros</i>								
Cuenta corriente	-4,6	0,1	-13,8	-7,1	-0,2	-3,5	-136,1	-73,5
Bienes	7,1	7,0	-3,3	0,9	6,5	5,8	-12,5	29,9
Exportaciones	110,9	111,1	109,5	104,4	106,8	109,2	1.584,1	1.289,7
Importaciones	103,8	104,1	112,8	103,5	100,2	103,4	1.596,6	1.259,8
Servicios	3,7	2,3	2,7	2,1	2,5	2,7	40,7	29,9
Exportaciones	38,5	38,3	40,2	39,1	37,8	38,3	511,3	466,1
Importaciones	34,8	36,0	37,5	37,0	35,3	35,6	470,6	436,2
Rentas	-2,0	-3,3	-4,8	-2,0	-2,6	-3,3	-67,2	-38,1
Transferencias corrientes	-13,4	-5,8	-8,3	-8,2	-6,6	-8,6	-97,1	-95,1
Cuenta financiera ¹⁾	4,5	-0,6	19,7	12,7	-10,2	12,3	159,7	103,6
Total inversiones directas y de cartera netas	15,1	-15,3	8,3	33,2	10,9	16,6	152,2	207,1
Inversiones directas netas	-2,0	-0,3	-12,5	-2,2	-5,4	-10,7	-200,5	-92,5
Inversiones de cartera netas	17,1	-14,9	20,8	35,4	16,3	27,3	352,7	299,6
Acciones y participaciones	-34,1	-9,5	-11,9	5,3	31,7	-23,3	13,9	5,2
Valores distintos de acciones	51,2	-5,4	32,7	30,1	-15,3	50,6	338,8	294,4
Bonos y obligaciones	32,7	-10,2	30,0	19,7	-31,9	29,9	151,7	143,4
Instrumentos del mercado monetario	18,5	4,8	2,6	10,4	16,6	20,7	187,1	150,9
<i>variaciones porcentuales sobre el período anterior</i>								
Bienes y servicios								
Exportaciones	4,0	0,0	-12,5	-4,1	0,7	2,1	4,6	-16,2
Importaciones	0,2	1,1	-11,3	-6,5	-3,5	2,6	8,8	-18,0
Bienes								
Exportaciones	5,0	0,1	-14,7	-4,6	2,3	2,3	4,5	-18,6
Importaciones	1,5	0,2	-12,3	-8,2	-3,2	3,2	9,2	-21,1
Servicios								
Exportaciones	1,1	-0,5	-5,8	-2,7	-3,4	1,4	4,9	-8,8
Importaciones	-3,5	3,5	-8,0	-1,4	-4,5	0,9	7,2	-7,3

Fuente: BCE.

Nota: Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo.

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

nes de la zona, registrándose incrementos de las exportaciones y de las importaciones del 1,4% y del 0,9%, respectivamente, en comparación con el período de tres meses precedente (véase cuadro 7).

Recuadro 5

EVOLUCIÓN RECIENTE DEL COMERCIO DE LA ZONA DEL EURO

A continuación, se analizan las principales características de la acusada desaceleración del comercio experimentada por la zona del euro en los últimos meses de 2008 y en el primer semestre de 2009, así como la evidencia reciente de estabilización.

Los datos de la contabilidad nacional indican que, en términos reales, las exportaciones totales de la zona del euro (es decir, la suma del comercio de bienes y servicios entre países dentro de la zona y de los intercambios comerciales con países de fuera de la zona) se redujeron durante cinco trimestres

Gráfico A Exportaciones reales de bienes y servicios de la zona del euro

(tasas de variación intertrimestral; datos trimestrales desestacionalizados)

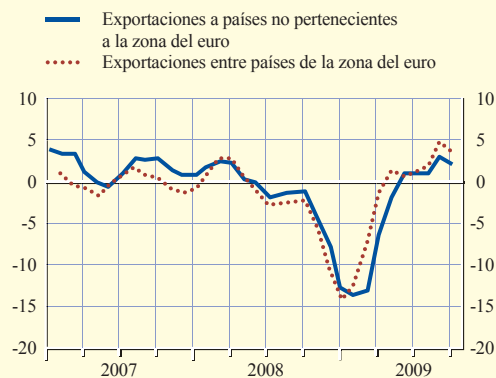


Fuentes: Datos de la contabilidad nacional de Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Los datos abarcan el comercio entre los países de la zona del euro y entre la zona y los países no pertenecientes a la misma. Las observaciones más recientes corresponden al tercer trimestre de 2009.

Gráfico B Exportaciones reales de bienes dentro y fuera de la zona del euro

(tasas de variación de tres meses sobre tres meses; datos mensuales desestacionalizados)



Fuentes: Estadísticas de comercio exterior de Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las observaciones más recientes corresponden a octubre de 2009.

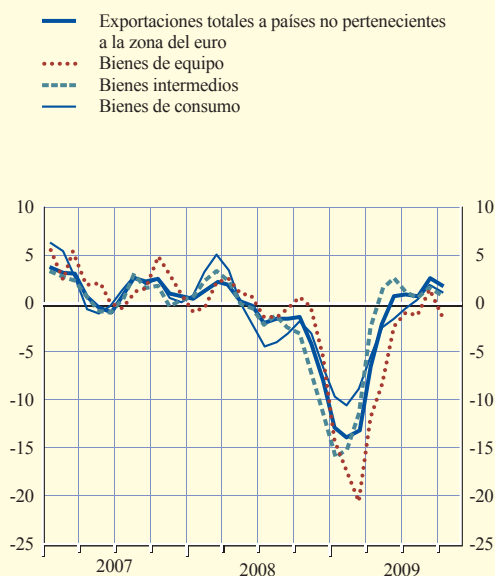
consecutivos a partir del segundo trimestre de 2008 (gráfico A). La contracción más acusada se produjo durante el período en el que se intensificó la crisis financiera, es decir, en el cuarto trimestre de 2008 y en el primer trimestre de 2009, en los que se registró un descenso del orden del 7% al 9% en tasa intertrimestral. Las importaciones totales de la zona del euro también experimentaron, en términos reales, una contracción similar, aunque el descenso fue menos pronunciado.

El factor determinante de la contracción del comercio de la zona del euro fue la caída de la actividad económica a escala mundial, como consecuencia de la cual el comercio de bienes experimentó un retroceso notablemente mayor que el de servicios (gráfico A), mientras que el comercio de bienes dentro de la zona del euro se redujo inicialmente a una tasa ligeramente más alta que las exportaciones de la zona a otros países (gráfico B). Las turbulencias financieras que afectaron a la economía mundial se caracterizaron por una caída de la confianza, que contribuyó al rápido proceso de desacumulación de existencias, así como a un significativo descenso del gasto en inversión en la mayoría de las regiones. A su vez, esto tuvo un fuerte impacto negativo en el comercio de bienes intermedios y de capital, que se redujo relativamente en mayor medida que el comercio de bienes de consumo (gráfico C).

En esta fuerte desaceleración del comercio parecen haber influido de forma importante varios factores que han contribuido a intensificarla. Concretamente, el proceso de globalización ha traído consigo un considerable crecimiento de las cadenas de producción verticales, en las que cada vez se utilizan más insumos importados en la producción de exportaciones. Ello podría haber actuado como mecanismo de propagación al producirse la contracción del comercio, dando lugar a una pronunciada caída del comercio de bienes intermedios. Otro factor significativo que, al parecer, ha afectado negativamente al comercio ha sido la escasez de financiación para el comercio y el incremento de sus costes, como consecuencia del rápido endurecimiento de las condiciones de financiación en los momentos en que las turbulencias eran más intensas. Estos factores parecen haber interactuado y amplificado el impacto sobre el comercio exterior, que tuvo su origen directamente en la caída de la producción mundial.

Gráfico C Exportaciones reales de bienes a países no pertenecientes a la zona del euro desglosadas por grandes categorías económicas

(tasas de variación de tres meses sobre tres meses; datos mensuales desestacionalizados)

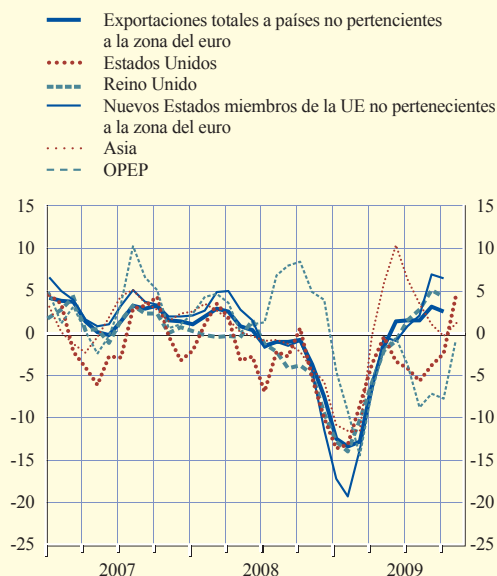


Fuentes: Estadísticas de comercio exterior de Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las observaciones más recientes corresponden a octubre de 2009.

Gráfico D Exportaciones reales de bienes a algunos socios comerciales no pertenecientes a la zona del euro

(tasas de variación de tres meses sobre tres meses; datos mensuales desestacionalizados)



Fuentes: Estadísticas de comercio exterior de Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las observaciones más recientes corresponden a noviembre de 2009, salvo en el caso de las exportaciones a Reino Unido (octubre 2009), los nuevos Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro (octubre de 2009) y las exportaciones totales a países no pertenecientes a la zona del euro (octubre de 2009).

Las exportaciones totales de la zona del euro volvieron a registrar tasas de crecimiento positivas en el tercer trimestre de 2009 (gráfico A). Este repunte tuvo su origen, principalmente, en la evolución del comercio de bienes, que parece haber aumentado de forma algo más pronunciada en el caso de los flujos entre países pertenecientes a la zona (gráfico B). Algunos de los factores que contribuyeron al rápido descenso del comercio de la zona del euro están favoreciendo actualmente su moderada recuperación. La reciente mejora de la actividad económica mundial y la recuperación del ciclo de existencias han sido los principales factores determinantes. Las cadenas de producción mundiales también parecen haberse reactivado en cierta medida, lo que ha amplificado la recuperación del comercio y ha dado lugar a un repunte más pronunciado del comercio de bienes intermedios (gráfico C).

Los planes de estímulo macroeconómico y las medidas adoptadas para restablecer el funcionamiento del sistema financiero también han desempeñado un papel importante y han contribuido al aumento de la demanda de bienes comerciables. El repunte especialmente pronunciado del comercio con Asia (gráfico D), donde se han aplicado notables medidas de contención del gasto fiscal, parece corroborar, en parte, lo anterior. Los planes fiscales de carácter generalizado, orientados a fomentar las ventas de vehículos de motor, también están teniendo, al parecer, un efecto positivo sobre el comercio. La estabilización del comercio ha venido acompañada, asimismo, de una mejora de las condiciones de financiación.

De cara al futuro, la solidez de la recuperación del comercio sigue siendo un tanto incierta, dado que la reciente mejora observada en la zona del euro parece sustentarse, en parte, en factores transitorios.

Al mismo tiempo, el retorno de la confianza y el repunte de la economía mundial, especialmente en Asia, podrían tener un impacto más fuerte de lo previsto sobre el comercio exterior. La reactivación de las presiones proteccionistas podría entorpecer la recuperación del comercio y, por eso, debe evitarse por todos los medios.

El ritmo más lento de la recuperación del comercio de servicios refleja el hecho de que, a nivel mundial, el repunte en el sector servicios ha ido a la zaga del registrado en el sector manufacturero en los últimos meses. En conjunto, las cifras más recientes confirman que, tras la acusada contracción experimentada en 2008 y en el primer semestre de 2009, el comercio exterior de la zona del euro se ha estabilizado y se está recuperando gradualmente (véase el recuadro titulado «Evolución reciente del comercio de la zona del euro»).

Como resultado de esta evolución del comercio exterior de la zona del euro, la balanza de bienes acumulada de doce meses registró una nueva mejora en noviembre de 2009, tras contabilizar de nuevo cifras positivas en julio de 2009 (véase gráfico 37). Esta mejora, a la que hay que sumar el descenso de los déficits de la balanza de rentas y, en menor medida, de la balanza de transferencias corrientes, se contrarrestó, solo en parte, con una reducción del superávit de la balanza de servicios. Como consecuencia, el déficit por cuenta corriente de la zona del euro se redujo aún más, a 73,5 mm de euros (alrededor del 0,8% del PIB), en cifras acumuladas de doce meses, en noviembre, en comparación con el déficit de 136,1 mm de euros contabilizado hace un año.

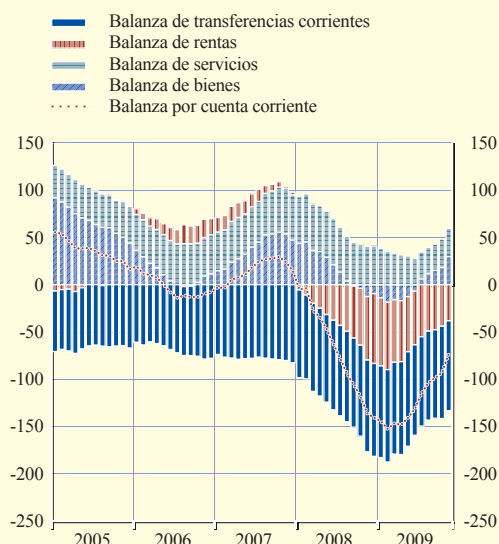
CUENTA FINANCIERA

En el período de tres meses transcurrido hasta noviembre de 2009, el descenso de las compras netas realizadas por residentes en la zona del euro, tanto de valores de renta variable como de bonos y obligaciones extranjeros, apunta a que podría haber aumentado ligeramente el sesgo nacional en las inversiones financieras en comparación con el período de tres meses precedente. Al mismo tiempo, los no residentes en la zona del euro realizaron ventas netas de valores de renta variable de la zona del euro que solo se compensaron, en parte, con el aumento de las compras netas de bonos y obligaciones de la zona. En conjunto, como resultado de estas operaciones, en el período de tres meses transcurrido hasta noviembre de 2009, se produjeron salidas netas de valores de renta variable y entradas netas de bonos y obligaciones (véanse gráfico 38 y cuadro 7).

El cambio actual en las preferencias de los no residentes, que demandan bonos y obligaciones en detrimento de los valores de renta variable de la zona del euro, así como la caída de las compras de bonos y obligaciones extranjeros realizadas por residentes en la zona, parecen ser coherentes con la evolución de los diferenciales de rendimiento. El diferencial positivo entre los bonos de la zona del euro y la ren-

Gráfico 37 Principales partidas de la balanza por cuenta corriente

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

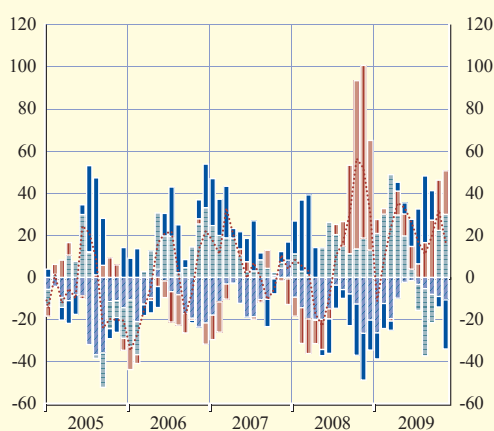


Fuente: BCE.

Gráfico 38 Principales partidas de la cuenta financiera

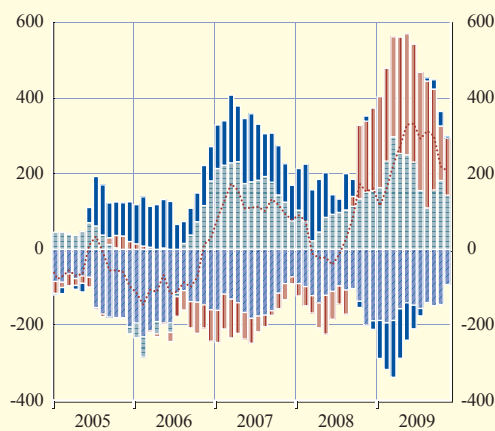
(mm de euros; flujos netos; medias móviles de tres meses;
datos mensuales)

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



Fuente: BCE.

ta fija de otras grandes economías, como Estados Unidos, parece haber estimulado a los inversores internacionales a incrementar sus compras de bonos y obligaciones de la zona del euro. Además, la zona del euro siguió registrando entradas netas de instrumentos del mercado monetario, aunque las cifras se mantuvieron muy por debajo de los máximos observados el pasado año.

Por lo que respecta a la inversión directa, la zona del euro registró un incremento de las salidas netas en el período de tres meses transcurrido hasta noviembre de 2009, en comparación con el período de tres meses precedente. Este incremento tiene su origen, principalmente, en un aumento de las inversiones de la zona del euro en el exterior, concretamente, en acciones y otras participaciones, lo cual podría reflejar el hecho de que las empresas de la zona del euro han aprovechado la apreciación registrada por la moneda única hasta octubre de 2009 para adquirir activos en el exterior. Al mismo tiempo, la inversión directa extranjera en la zona del euro siguió siendo moderada.

En conjunto, la zona del euro registró un ligero incremento de las entradas netas en el agregado de inversiones directas y de cartera en el período de tres meses transcurrido hasta noviembre de 2009 en comparación con el período de tres meses precedente. En cifras acumuladas de doce meses, las entradas netas totales de inversiones directas y de cartera ascendieron a 207,1 mm de euros en noviembre de 2009, frente a los 152,2 mm de euros contabilizados un año antes (véase gráfico 38).