

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

Los indicadores recientes sugieren que la economía mundial se encamina por la senda de la recuperación. Las tasas de inflación mundiales han repuntado últimamente, aunque se mantienen en niveles más bien bajos. Si bien persiste un alto grado de incertidumbre respecto a la sostenibilidad del crecimiento en el futuro, se estima que los riesgos para las perspectivas de la economía mundial están, en general, equilibrados.

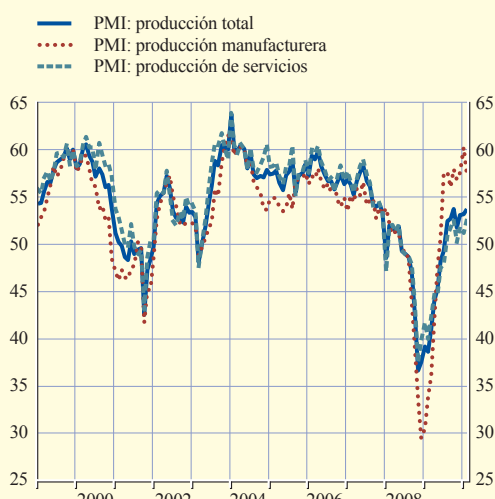
1.1 EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

Tras volver a registrar cifras de crecimiento positivas en el segundo y tercer trimestres de 2009, la actividad económica mundial prosiguió su expansión en el último trimestre del año y a comienzos de 2010. El retorno a un crecimiento positivo se ha visto favorecido por las políticas monetarias y fiscales de estímulo y por las mejoras de la confianza tanto empresarial como de los consumidores, así como por un prolongado ciclo de existencias. La positiva evolución de la actividad económica mundial también ha venido acompañada de una rápida recuperación del comercio mundial. Más recientemente, los indicadores del mercado de trabajo han apuntado a un crecimiento del empleo en el sector manufacturero y a una caída de las pérdidas empleo en el sector servicios.

Si se observa con mayor detalle, la evidencia más reciente basada en los indicadores permite concluir que la economía mundial se encamina por la senda de la recuperación. En febrero, el indicador PMI (índice de directores de compra) mundial aumentó hasta 53,6, desde el nivel de 53,2 registrado en el mes anterior (véase gráfico 1). En general, el ritmo de la recuperación parece haberse estabilizado en los últimos meses. La desagregación sectorial del índice PMI de producción total sigue indicando una expansión menor en el sector servicios que en el sector manufacturero. No obstante, la brecha existente entre ambos sectores se redujo en febrero, al desacelerarse el crecimiento de la producción en el sector manufacturero y aumentar significativamente en el sector servicios. Los índices PMI de nuevos pedidos sugieren que el sector manufacturero segui-

Gráfico 1 PMI: producción mundial

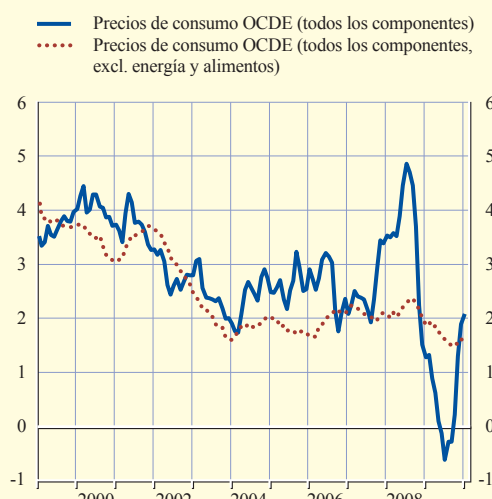
(índice de difusión; datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Markit.

Gráfico 2 Evolución de los precios internacionales

(datos mensuales; tasas de variación interanual)



Fuente: OCDE.

rá siendo la principal fuente de crecimiento de la economía mundial, al menos en la primera parte de 2010, a pesar de algunas mejoras recientes en la evolución de los pedidos del sector servicios.

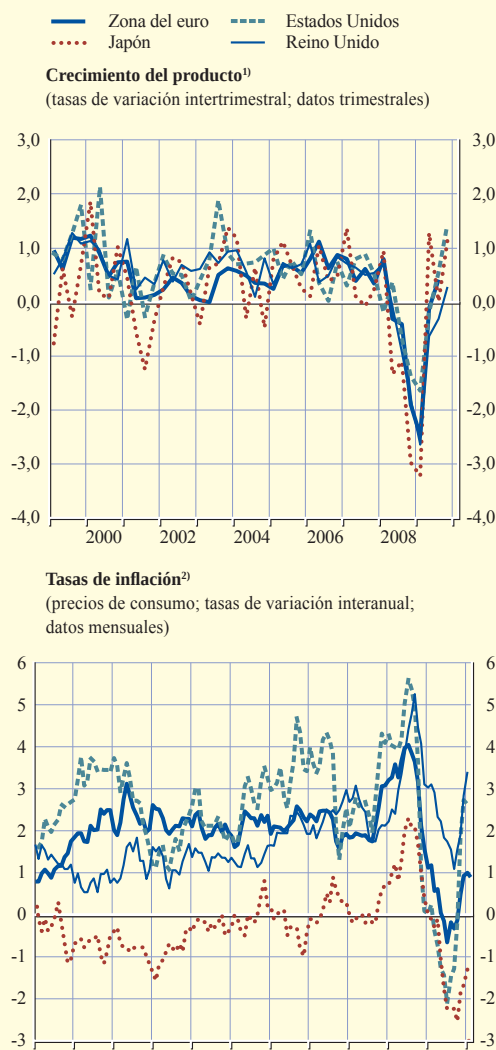
Según los últimos indicadores disponibles, los volúmenes de comercio exterior crecieron un 4,8% en diciembre en comparación con el mes anterior, tras registrar un crecimiento intermensual del 1,1% en noviembre. Los mayores incrementos se registraron en Asia y América Latina, pero también se observó una aceleración del crecimiento del comercio en las economías avanzadas. Examinando las cifras trimestrales, en las que se eliminan algunas fluctuaciones a corto plazo, se observa que el comercio creció un 6% en el último trimestre de 2009 en comparación con el trimestre anterior, la tasa de crecimiento más alta de la que existe constancia. A finales de 2009, los volúmenes del comercio mundial se situaban todavía un 8% por debajo del máximo de abril de 2008, pero un 15% por encima del mínimo registrado en mayo de 2009.

Tras registrar cifras negativas durante cuatro meses, las tasas de inflación mundiales se tornaron de nuevo positivas en el cuarto trimestre de 2009 e incluso aumentaron ligeramente a principios de 2010. En los países de la OCDE, las inflación general medida por el IPC se situó en el 2% en el año transcurrido hasta enero, un aumento respecto al 1,9% observado en el año transcurrido hasta diciembre (véase gráfico 2). Los moderados incrementos de las tasas de inflación interanual en los últimos meses reflejan, principalmente, la corrección de los efectos de base relacionados con los precios de las materias primas. Al mismo tiempo, la inflación en los países de la OCDE, excluidos la energía y los alimentos, se situó en el 1,6% en el año transcurrido hasta enero, sin variaciones con respecto al mes anterior.

ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos, el PIB real se redujo un 2,4% en 2009. Si bien la economía se contrajo en el primer semestre del año, las políticas de estímulo fiscal y monetario y el ciclo de existencias contribuyeron a una significativa recuperación de la producción en el segundo semestre de 2009. De acuerdo con la segunda estimación de la Oficina de Análisis Económico de Estados Unidos, el PIB real creció un 5,9%, en cifra anualizada, en el cuarto trimestre del 2009, en comparación con el 2,2% del tercer trimestre. Esta aceleración del crecimiento refleja, principalmente, la importante contribución de las existencias, que se cifró en 3,9 puntos porcentuales. La inversión empresarial, que había sido un lastre para el cre-

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.

cimiento del PIB en los trimestres anteriores contribuyó 0,6 puntos porcentuales a dicho crecimiento en el cuarto trimestre. El efecto positivo del comercio exterior, uno de los principales factores de crecimiento en los trimestres precedentes, se diluyó hacia finales de año al aumentar las importaciones en consonancia con la recuperación del gasto en consumo personal.

Por lo que respecta a la evolución de los precios, la tasa media de inflación interanual, medida por el IPC, fue de -0,4% en 2009, frente al 3,8% registrado en 2008. La inflación general repuntó hacia finales de 2009 y se situó en el 2,6% en enero de 2010, debido principalmente a efectos de base derivados de la evolución anterior de los precios de la energía. Excluidos la energía y los alimentos, la inflación interanual, medida por el IPC, se redujo al 1,6% enero, desde el 1,7% registrado, en promedio, en 2009.

De cara al futuro, es probable que, a corto plazo, la recuperación siga estando determinada por los estímulos fiscales y monetarios, así como por el impulso proveniente del ciclo de existencias. Sin embargo, posteriormente, se prevé una cierta desaceleración del crecimiento del PIB, a medida que se diluyan los efectos del ciclo de existencias y de las políticas de estímulo. Se prevé que la débil situación del mercado de trabajo, así como la reducción en curso de la carga de la deuda de los hogares, limitarán la recuperación del gasto en consumo personal. Por lo que respecta a la evolución de los precios, es probable que la inflación siga siendo moderada, en vista de la existencia de una gran brecha de producción.

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. Se espera que los programas de compras de valores a más largo plazo concluyan para finales de marzo. El 18 de febrero de 2010, la Reserva Federal anunció también modificaciones respecto a las condiciones de sus programas de préstamo a través de la ventanilla de descuento, incluido el incremento de la tasa de descuento de 0,5% a 0,75% y la reducción, a un día, del plazo máximo de vencimiento típico de los préstamos correspondientes a la facilidad principal de descuento.

JAPÓN

En Japón, parece estar materializándose una lenta recuperación. Según una estimación provisional de la Oficina Económica del Gobierno, el PIB real creció un 1,1% en tasa intertrimestral en el cuarto trimestre de 2009. El crecimiento estuvo determinado, en gran medida, por la demanda exterior y por la solidez del consumo personal que se vio favorecido por las políticas de estímulo del gobierno. La inversión empresarial aumentó por primera vez en casi dos años, mientras que la inversión residencial se redujo ligeramente. El crecimiento en el cuarto trimestre siguió al estancamiento registrado en el tercero y a un incremento del PIB real del 1,3% en el segundo trimestre de 2009. En conjunto, el PIB real se situó, en 2009, un 5,0% por debajo del nivel de un año antes.

Debido al considerable margen de capacidad productiva no utilizada, los precios de consumo siguieron descendiendo en Japón. La inflación general se redujo un 1,3% en el año transcurrido hasta enero, tras una caída interanual del 1,7% en diciembre. Excluidos la energía y los alimentos, la inflación interanual medida por el IPC se situó en el -1,2% en enero, sin variación con respecto al mes anterior.

En la reunión que concluyó el 18 de febrero de 2010, el Banco de Japón decidió mantener sin variación, en el 0,1%, el objetivo para el tipo de interés de los préstamos a un día sin garantía.

REINO UNIDO

En Reino Unido, la tasa de crecimiento intertrimestral del PIB real se tornó positiva en el cuarto trimestre de 2009, tras una gradual moderación del ritmo de caída en los trimestres anteriores. Según la esti-

mación revisada, el PIB real creció un 0,3% en el cuarto trimestre de 2009, frente a un descenso del 0,3% en el tercer trimestre. El crecimiento del PIB estuvo determinado principalmente por el gasto de los hogares, que aumentó un 0,4% en tasa intertrimestral, y por el consumo público final, que se incrementó un 1,2%, mientras que la inversión empresarial siguió reduciéndose. En conjunto, los indicadores recientes de actividad y del mercado de trabajo sugieren que la mejora gradual de la situación económica ha continuado en los primeros meses de 2010. En el mercado de la vivienda, la tendencia positiva se ha mantenido en los últimos meses, respaldada por las medidas de política de apoyo. En enero, los precios de la vivienda aumentaron por séptimo mes consecutivo (un 3,6% en tasa interanual), en consonancia con la mayor disponibilidad de acceso al crédito hipotecario observada en los últimos meses. El flujo de préstamos netos totales a los particulares aumentó en enero, aunque se mantuvo muy por debajo de la media de 2008. De cara al futuro, se espera que la actividad continúe su gradual recuperación, respaldada por los efectos retardados de la depreciación de la libra esterlina, los estímulos fiscales y monetarios y la mejora de la situación mundial en general.

La inflación interanual, medida por el IAPC, ha aumentado en los últimos meses, situándose en el 3,5% en enero (frente al 2,5% de diciembre), principalmente como resultado de la subida de los precios del petróleo y de la expiración de la reducción transitoria del tipo del IVA. Además, podrían haber influido las presiones al alza resultantes de la anterior depreciación de la libra esterlina. No obstante, de cara al futuro, se prevé una moderación de la inflación en la medida en que la persistencia de los márgenes de capacidad productiva sin utilizar ejercerá un efecto de atenuación sobre la dinámica de los precios.

En los últimos meses, el Comité de Política Monetaria del Banco de Inglaterra ha mantenido en el 0,5% el tipo de interés oficial al que se remuneran las reservas de las entidades de crédito. Además, el Banco de Inglaterra ha concluido su programa de compras de activos por un total de 200 mm de libras esterlinas.

OTROS PAÍSES EUROPEOS

En general, en los últimos trimestres, la situación económica ha mejorado también en los otros países de la UE no pertenecientes a la zona del euro. No obstante, la dinámica de crecimiento intertrimestral del PIB real ha sido bastante volátil en varios países, como consecuencia de las fluctuaciones del ciclo de existencias y del ajuste fiscal en curso.

En Suecia, la estimación de avance indica que el PIB real se redujo un 0,6% en tasa intertrimestral en el cuarto trimestre de 2009. Los datos históricos se revisaron a la baja y ahora indican un estancamiento en el segundo trimestre y una contracción del 0,1% en el tercer trimestre. En Dinamarca, la estimación de avance sugiere un crecimiento del PIB real del 0,2% en el cuarto trimestre, tras un incremento del 0,3% en el tercer trimestre (revisado a la baja desde el 0,6% estimado anteriormente). Los indicadores a corto plazo apuntan a una mejora de la situación económica en ambos países a principios de 2010. En enero, la inflación interanual, medida por el IAPC siguió aumentando en Dinamarca hasta el 1,9% (desde el 1,2% de diciembre) mientras que, en Suecia, se moderó ligeramente hasta el 2,7% (desde el 2,8% de diciembre). En diciembre y enero, el Danmarks Nationalbank redujo, en tres etapas, su principal tipo de interés oficial en un total de 20 puntos básicos, hasta el 1,05%.

En los Estados miembros más grandes de la UE de Europa Central y Oriental, la situación económica ha mejorado considerablemente con respecto a la pronunciada caída de la actividad observada en el primer trimestre de 2009. La sólida recuperación de la producción industrial en los últimos meses, favorecida por la mejora de la demanda exterior, ha desempeñado un papel fundamental. En toda la región, el crecimiento del PIB real aumentó gradualmente en el segundo y tercer trimestres (en tasas in-

tertrimestrales), aunque en Hungría y Rumanía solo se observó una moderación del ritmo de caída. Sin embargo, en el último trimestre de 2009 las pautas de crecimiento fueron más diversas, de acuerdo con las estimaciones de avance de Eurostat. Mientras que la desaceleración se moderó de nuevo en Hungría (hasta el -0,4% desde el -1,2% del tercer trimestre), el crecimiento aceleró su caída en Rumanía, hasta el -1,5% (desde el -0,6% observado en el tercer trimestre) y se tornó negativo en la República Checa (-0,6% frente al 0,8% del tercer trimestre). En Polonia, el crecimiento intertrimestral del PIB real experimentó una aceleración en el cuarto trimestre, situándose en el 1,2%. En conjunto, los indicadores de confianza recientes, y los datos de producción industrial y comercio exterior apuntan a nuevas mejoras de la actividad en los Estados miembros más grandes de la UE de Europa Central y Oriental a principios de 2010. Al mismo tiempo, existe un alto grado de incertidumbre respecto a la evolución económica en los próximos trimestres y persisten algunos riesgos significativos, como lo demuestra el aumento de las tasas de desempleo.

La evolución de la inflación en la región ha sido más bien desigual en los últimos meses. La inflación interanual, medida por el IAPC, se mantenido en un nivel bastante bajo en la República Checa, situándose en el 0,4% en enero. Por el contrario, en Hungría, Polonia y Rumanía, las tasas se han mantenido en niveles más altos, situándose en el 6,2%, el 3,9% y el 5,2%, respectivamente, en enero. El 5 de enero de 2010, la Banca Națională a României decidió recortar su principal tipo de interés oficial en 50 puntos básicos, hasta el 7,5%. El 22 de febrero de 2010, el Magyar Nemzeti Bank, con una decisión similar, redujo su principal tipo de interés oficial 25 puntos básicos, hasta el 5,75%.

De todos los países de la UE, los Estados bálticos son los que han experimentado un ajuste económico más pronunciado desde el inicio de la recesión económica. En los últimos trimestres, el crecimiento intertrimestral ha sido volátil, pero parece haber mejorado en los tres países. La caída del PIB real ha sido considerablemente menor en Bulgaria que en los Estados Bálticos. En conjunto, los indicadores recientes de actividad y de confianza a corto plazo apuntan a una mejora de la situación económica en los cuatro países, aunque la producción industrial todavía ha mostrado cierta debilidad en Bulgaria y en Lituania en los últimos meses.

En Rusia, los datos disponibles indican que el producto ha seguido recuperándose en el cuarto trimestre de la contracción experimentada en el primer semestre de 2009. En general, el PIB real se contrajo un 7,9% en 2009, según indican las estimaciones provisionales. Las cifras de producción industrial disponibles para enero de 2010 sugieren que el repunte de la actividad económica podría haber perdido impulso a principios de 2010, conforme las autoridades van retirando gradualmente las medidas de estímulo fiscal adoptadas en 2009. Las posibilidades de una rápida recuperación también se ven amenazadas por otros riesgos que tienen su origen, principalmente, en el hecho de que los precios de las materias primas sean más bajos de lo previsto y en el moderado crecimiento del crédito. Las presiones inflacionistas, aunque continúan siendo altas, han seguido reduciéndose. La inflación interanual, medida por los precios de consumo descendió hasta el 8,0% en enero, dado que la anterior apreciación del rublo moderó los precios de importación.

ECONOMÍAS EMERGENTES DE ASIA

En las economías emergentes de Asia, la expansión de la actividad económica experimentó una nueva aceleración en el último trimestre de 2009, lo que les permitió seguir liderando la recuperación mundial. Esta aceleración fue resultado, principalmente, de las medidas de estímulo fiscal. Además, el comercio exterior también se está recuperando gradualmente y se aproxima a los niveles observados antes de la crisis en la mayoría de los países. La demanda interna está siendo cada vez más autosostenida, con una evolución favorable de los mercados de activos y un repunte de la creación de empleo.

En China, el crecimiento interanual del PIB aumentó hasta el 10,7% en el último trimestre de 2009, lo que se tradujo en un crecimiento del producto del 8,7% para el conjunto del año. La inversión, fomentada por las medidas de estímulo, siguió siendo la principal fuente de crecimiento. Pese a una gradual mejora de la situación exterior, la contribución de la demanda exterior neta siguió siendo negativa en el último trimestre de 2009. La liquidez interna ha seguido siendo abundante. El crecimiento de M2, aunque últimamente ha experimentado una ligera desaceleración, se situó en el 26%, en tasa interanual, en enero, muy por encima del objetivo del 17%. La inflación interanual, medida por los precios de consumo, volvió a registrar cifras positivas en noviembre de 2009 y se situó en el 1,5% en enero de 2010. Las autoridades monetarias han comenzado a drenar el exceso de liquidez interna elevando en dos ocasiones desde el comienzo del año, en 50 puntos básicos cada vez, el coeficiente de reservas mínimas obligatorias de las entidades de crédito.

En Corea, el crecimiento del PIB real registró una fuerte aceleración, hasta el 6% en tasa interanual, en el último trimestre de 2009, frente al 0,9% del trimestre anterior, debido principalmente a efectos de base. La contribución del consumo privado y la inversión al crecimiento ha aumentado aún más. La inflación interanual, medida por el IPC, ascendió al 3,1% en enero, desde el 2,8%, observado un mes antes.

La actividad económica también ha sido sólida en India. El PIB real creció un 5,9%, en tasa interanual, en el último trimestre de 2009, frente al 6,8% del tercer trimestre. La inflación medida por los precios al por mayor, la principal medida de la inflación que utiliza el Banco de Reserva de India, ha repuntado de forma vigorosa, principalmente como consecuencia de una rápida aceleración de los precios de los alimentos y los combustibles. En enero, los precios al por mayor se situaban un 8,6% por encima del nivel observado un año antes.

Si bien, en las economías emergentes de Asia, la recuperación económica se ha apoyado masivamente en las medidas de estímulo macroeconómicas, que se prevé que se mantendrán en todos los países en los próximos meses, se observan indicios claros de que la demanda interna se está haciendo cada vez más autosostenida. Al mismo tiempo, la recuperación de la demanda interna, más lenta de lo previsto, y las crecientes presiones inflacionistas constituyen importantes riesgos a la baja para las perspectivas económicas de la región.

AMÉRICA LATINA

En América Latina, el ritmo de la actividad económica se aceleró aún más en el cuarto trimestre de 2009, mientras que las presiones inflacionistas se moderaron en la mayoría de los países. En Brasil, los indicadores de alta frecuencia sugieren que el crecimiento tanto de la demanda interna como de la demanda exterior experimentó una notable aceleración en el cuarto trimestre. Las ventas del comercio al por menor aumentaron, en promedio, un 8,8%, en tasa interanual, en el último trimestre de 2009, en comparación con el 5,0% del tercer trimestre. La producción industrial creció un 5,8%, en tasa interanual, en el cuarto trimestre, tras reducirse un 8,2% en el tercer trimestre. La inflación interanual, medida por el IPC, se situó en el 4,2% en el cuarto trimestre, cifra ligeramente inferior a la observada en el trimestre anterior. En Argentina, la producción industrial aumentó un 5,2% en el cuarto trimestre de 2009, tras una contracción del 1% en el trimestre precedente. La inflación, medida por el IPC, ascendió, en promedio, al 7,1% en el primer trimestre de 2009, desde el 5,9% registrado en el tercer trimestre. En México, el PIB real se contrajo un 2,4%, en tasa interanual, en el cuarto trimestre de 2009, tras una caída del 6,1% en el tercer trimestre. La inflación interanual, medida por los precios de consumo, fue del 4%, en promedio, en el cuarto trimestre de 2009, situándose así por debajo del 5,1% registrado en el tercer trimestre.

En general, se prevé que, en América Latina, la actividad siga recuperándose gradualmente como consecuencia de las políticas de estímulo que se han adoptado y de las mejoras tanto de la demanda externa

como de las condiciones de financiación. No obstante, los riesgos para la actividad económica en la región siguen inclinándose a la baja y dependen de la situación del entorno exterior.

1.2 MERCADOS DE MATERIAS PRIMAS

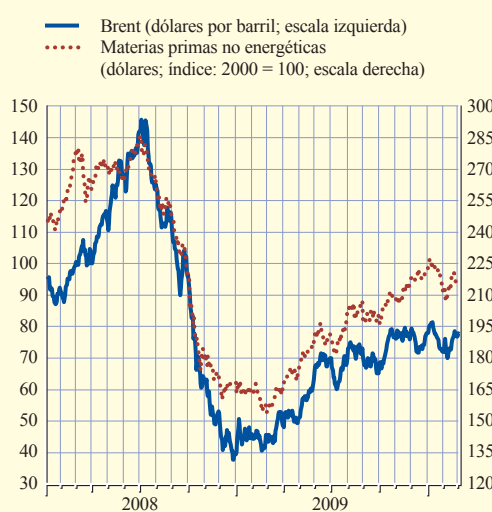
En los tres últimos meses, los precios del petróleo se han estabilizado, oscilando entre 70 y 80 dólares estadounidenses el barril, en un clima de cierta volatilidad generada por la inquietud en los mercados respecto a la velocidad de la recuperación económica mundial (véase gráfico 4). Los precios del Brent se situaban, el 3 de marzo, en 77,8 dólares el barril, aproximadamente el mismo nivel que a comienzos del año. De cara al futuro, los participantes en los mercados esperan precios más altos en el medio plazo, y los futuros con entrega en diciembre de 2011 se negocian actualmente en torno a 84 dólares estadounidenses el barril.

La estabilización de los precios del petróleo se ha producido en un contexto de mejora de las variables fundamentales. La demanda de petróleo se ha recuperado con respecto a los mínimos registrados en el segundo trimestre de 2009, debido principalmente a la contribución de las economías emergentes. Este aumento de la demanda también ha dado lugar a un descenso de las existencias que se habían acumulado en 2008. Por el lado de la oferta, la producción de los países no pertenecientes a la OPEP prácticamente no ha experimentado variación, mientras que la OPEP está produciendo actualmente muy por encima de su objetivo.

Al mismo tiempo, la secuencia de revisiones al alza de las proyecciones de demanda, por parte de la Agencia Internacional de la Energía, ha llegado a su fin. Las últimas previsiones para 2010 apuntan a un incremento de 1,6 millones de barriles diarios con respecto a 2009, atribuible, principalmente, al crecimiento de la demanda en los países no pertenecientes a la OCDE. En el recuadro 1 se analizan con mayor detalle las perspectivas desde el lado de la oferta, centrando la atención en los efectos de la recesión económica sobre la inversión en capacidad productiva de petróleo.

Los precios de las materias primas no energéticas han bajado en los tres últimos meses. Los precios de los alimentos y las materias primas agrícolas se han moderado ligeramente, en particular, por la posibilidad de que se obtengan unas cosechas de trigo sin precedentes. En lo que se refiere a los precios de los metales, el incremento experimentado en el último trimestre de 2009 tocó a su fin en un clima de inquietud de los mercados respecto a la solidez de la recuperación de la economía mundial. En cifras agregadas, el índice de precios de las materias primas no energéticas (denominado en dólares estadounidenses) se situaba, a finales de febrero, aproximadamente un 2% por debajo del nivel observado a comienzos del año.

Gráfico 4 Principales indicadores de los mercados de materias primas



Fuentes: Bloomberg y HWWI.

Recuadro I

INVERSIÓN EN CAPACIDAD PETROLERA Y RECESIÓN ECONÓMICA

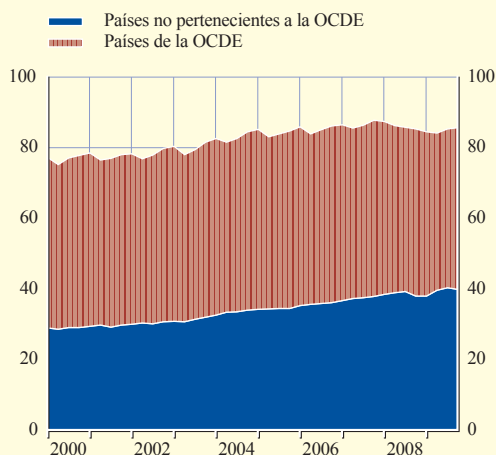
La crisis financiera y la consiguiente recesión de la economía mundial han tenido un impacto notable sobre las variables fundamentales del petróleo. Como consecuencia de la recesión económica, la demanda mundial de crudo bajó desde el máximo de 87,8 millones de barriles diarios (mb/d) registrado en el cuarto trimestre de 2007 hasta 84,2 mb/d en el segundo trimestre de 2009 (véase gráfico A). Para hacer frente a esta caída de la demanda, los productores de petróleo redujeron rápidamente su producción. En particular, la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) decidió recortar significativamente su cuota, en casi 5 mb/d. Un efecto colateral de la recesión económica ha sido la notable reducción de la inversión en capacidad de producción petrolera. A continuación, se analiza con más detalle el ajuste de la inversión en capacidad y se examinan las consecuencias para la producción de petróleo y para los precios del crudo en el medio plazo.

Los efectos de la recesión económica desde la vertiente de la oferta deben considerarse en el contexto de la trayectoria proyectada de la demanda de petróleo. Según las previsiones a medio plazo más recientes de la Agencia Internacional de la Energía (AIE), la demanda mundial de petróleo aumentará de nuevo hasta alcanzar los 90,9 mb/d en 2014. Esta cifra se basa en el supuesto de que el consumo de petróleo en los países de la OCDE se reduzca en unos 3 mb/d en comparación con 2008, pero también de que esa reducción se compense con creces con el sólido crecimiento de la demanda en las economías que no forman parte de la OCDE.

Según estimaciones de la AIE, la oferta mundial de petróleo ha sido de 85,9 mb/d en el cuarto trimestre de 2009, lo que significa que, para 2014, será necesaria una oferta adicional de 5 mb/d para hacer frente al aumento de la demanda. La AIE se muestra más bien pesimista respecto a la oferta de los países no pertenecientes a la OPEP, que, según estimaciones, se mantendrá en el mismo nivel que en 2009. En este caso, la OPEP tendría que ser el proveedor del déficit proyectado de 5 mb/d.

Gráfico A Demanda de petróleo por regiones

(millones de barriles diarios)



Fuente: AIE.

Nota: La última observación corresponde al cuarto trimestre de 2009.

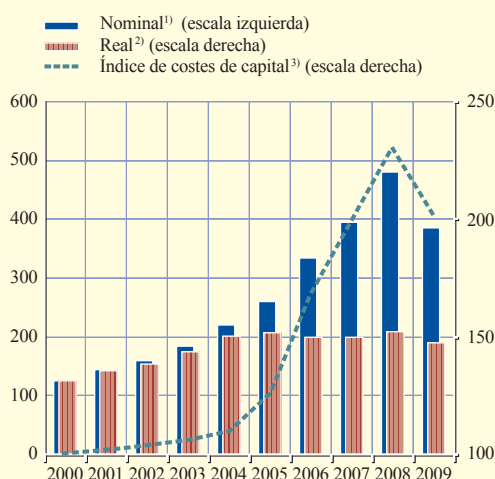
La capacidad de la oferta para hacer frente al crecimiento de la demanda depende del volumen de inversión que los productores puedan y quieran dedicar a ampliar la capacidad de producción. Desde el año 2000 hasta 2008, la inversión nominal en capacidad en el sector ascendente aumentó de forma significativa (véase gráfico B)¹. Sin embargo, al mismo tiempo, los costes de inversión casi se duplicaron. Por consiguiente, la inversión real se ha mantenido, en general, estable desde 2004.

La recesión mundial ha tenido un impacto notable sobre la inversión en el sector ascendente de la industria petrolera (tanto en términos nominales como en términos reales). En primer lugar, las condiciones más restrictivas de concesión de

crédito en todo el mundo han mermado la capacidad de las empresas para financiar sus planes de inversión. En segundo lugar, la caída de la demanda de petróleo ha reducido la urgencia y el interés por aumentar la capacidad. La AIE estima que los proyectos de desarrollo de nuevos yacimientos que permitirían incrementar la capacidad de producción de petróleo en unos 5,8 mb/d se han cancelado o retrasado recientemente. Así pues, no es sorprendente que la caída del gasto en el sector ascendente se haya concentrado en las regiones en las que los costes de desarrollo son más elevados, especialmente en los países no pertenecientes a la OPEP.

En resumen, el hecho de que la contracción de la demanda haya sido más pronunciada que la de la oferta sólo justifica un cierto exceso transitorio de capacidad productiva no utilizada en los márgenes de oferta y demanda. Desde una perspectiva de medio plazo, la reducción de la inversión en el sector ascendente como consecuencia de la recesión económica probablemente ralentizará la expansión de la capacidad, lo que podría dar lugar a nuevos estrangulamientos de la oferta, a medida que la economía mundial se recupere en los próximos años, y generar presiones al alza sobre los precios del petróleo en el futuro.

Gráfico B Inversión en capacidad e índice de costes de capital en el sector ascendente de la industria petrolera



Fuentes: AIE, IHS/CERA y cálculos de los expertos del BCE.

1) mm de dólares estadounidenses.

2) mm de dólares estadounidenses; la inversión real se calcula deflactando la inversión nominal por el índice IHS/CERA de costes de capital en el sector ascendente, utilizando el año 2000 como año base. La cifra correspondiente a 2009 es una estimación de la AIE, basada en los planes de las empresas.

3) Índice: 2000 = 100.

1 El sector ascendente de la industria petrolera incluye las actividades de prospección y exploración, así como el funcionamiento de los pozos de petróleo. Por el contrario, el embarque, el refinado y la distribución forman parte del sector descendente.

1.3 PERSPECTIVAS DEL ENTORNO EXTERIOR

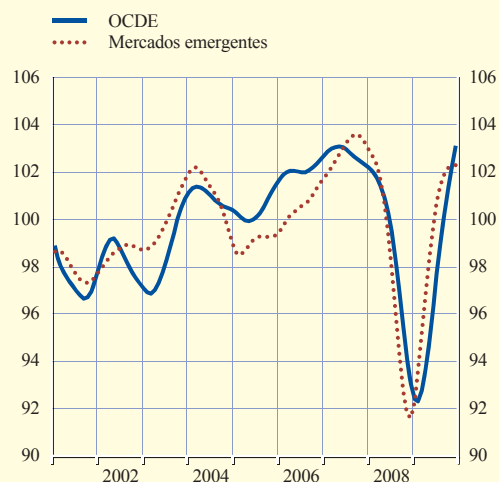
Varios indicadores apuntan a que la economía mundial proseguirá su expansión en el corto plazo. En diciembre de 2009, el indicador sintético adelantado de la OCDE correspondiente a los países de la Organización aumentó en consonancia con la tendencia observada en meses anteriores, reforzando así la opinión de que la actividad económica parece encaminarse por una senda estable de recuperación en los países miembros de esta Organización (véase gráfico 5). El aumento sostenido de la confianza empresarial y de los consumidores en la mayoría de los países de la OCDE en los últimos meses hasta los niveles observados en el primer semestre de 2008 corrobora también estas perspectivas más favorables a corto plazo. Pese a haber registrado algunas pérdidas en la primera parte de este año, en un contexto de mayor volatilidad, las valoraciones de los mercados de renta variable se mantienen, en todo el mundo, en niveles notablemente más altos en relación con los mínimos observados a principios de 2009. Aparte del hecho de que los tipos de interés oficiales registran mínimos históricos en todo el mundo, el aumento del precio de las acciones también es consecuencia de la mejora de las perspectivas de crecimiento a nivel mundial. La recuperación de la economía mundial sugiere, además, mejores perspectivas para el comercio internacional y para la demanda exterior de la zona del euro. No obstante, a pesar de estas señales positivas, persiste la incertidumbre en torno a las perspectivas de crecimiento mundial y en cuanto a la capacidad de la recuperación para autosostenerse una vez que los efectos de los factores tran-

sitorios que respaldan la actividad económica en el corto plazo —como el ciclo de existencias y las políticas de estímulo— comiencen a diluirse.

Si bien las perspectivas de la economía mundial continúan estando sujetas a incertidumbre, los riesgos para la actividad mundial siguen estando, en general, equilibrados. Por un lado, la confianza podría mejorar más de lo esperado y tanto la economía mundial como el comercio exterior podrían recuperarse de manera más vigorosa de lo proyectado. 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.

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.

2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

2.1 DINERO Y CRÉDITO DE LAS IFM

Los datos monetarios recientes apuntan a la continuación del débil crecimiento de M3 y del crédito, respaldando la valoración de que el ritmo de expansión monetaria subyacente es moderado y de que las presiones inflacionistas a medio plazo derivadas de la evolución monetaria son reducidas. El crecimiento de M3 sigue infravalorando el ritmo de crecimiento monetario subyacente, debido al fuerte impacto a la baja de la acusada pendiente de la curva de rendimientos. El descenso observado en la tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado continuó estando determinado, principalmente, por la contracción de los préstamos a las sociedades no financieras, mientras que la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a los hogares se mantuvo en niveles positivos y volvió a aumentar. En conjunto, el patrón de evolución de los préstamos por sectores sigue siendo acorde con regularidades históricas, dada la fase actual del ciclo económico. Por último, la evolución de los últimos meses confirma que las IFM de la zona del euro han seguido su proceso de desapalancamiento, aunque a un ritmo más lento, impulsado principalmente por la reducción de posiciones de las IFM frente a otras IFM.

EL AGREGADO MONETARIO AMPLIO M3

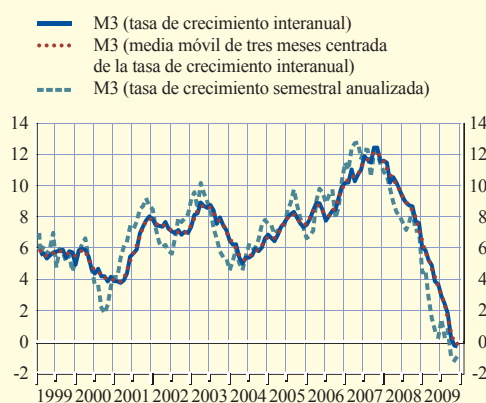
La tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio M3 pasó a ser positiva en enero de 2010 y se situó en el 0,1% (frente al -0,3% de diciembre de 2009 y a la media del 0,2% del cuarto trimestre de 2009, véase gráfico 6). Sin embargo, esta evolución obedeció principalmente a efectos de base, ya que los flujos mensuales y las tasas de crecimiento trimestral y semestral anualizadas fueron negativos en enero.

La débil expansión monetaria continuó reflejando el fuerte impacto de la excepcionalmente acusada pendiente de la curva de rendimientos, que propició el desplazamiento de fondos desde M3 hacia activos menos líquidos y, posiblemente, de mayor riesgo. El efecto de la pronunciada pendiente de la curva significó que el crecimiento de M3 siguió infravalorando el ritmo de crecimiento monetario subyacente. Sin embargo, la configuración de los tipos de interés, que se caracterizó por los estrechos diferenciales entre los tipos de interés de los distintos depósitos a corto plazo, también continuó favoreciendo un proceso de sustitución en M3, con desplazamientos hacia los depósitos a la vista y, por tanto, hacia M1.

En cuanto a las contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado, el principal componente del crédito bancario total, pasó a ser negativa en el cuarto trimestre de 2009 y se mantuvo en niveles negativos en enero de 2010. Por sectores, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a los hogares aumentó tanto en el cuarto trimestre como en enero, mientras que la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras volvió a disminuir, permaneciendo en cotas negativas. Por el momento, el patrón de la evolución de los préstamos por sectores es acorde con regularidades del ciclo económico, ya que los préstamos a las sociedades no financieras

Gráfico 6 Crecimiento de M3

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



Fuente: BCE.

suelen permanecer en niveles moderados durante un tiempo, incluso después de que los préstamos a los hogares y la economía en su conjunto hayan alcanzado un punto de inflexión.

Los activos principales de las IFM volvieron a disminuir hacia finales del año pasado. Sin embargo, a diferencia del primer semestre de 2009, este proceso de desapalancamiento está siendo impulsado, principalmente, por la reducción de los préstamos otorgados por las IFM a otras IFM (excluido el Eurosistema).

PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

La reducida tasa de crecimiento interanual de M3 hacia finales del pasado año siguió ocultando una contribución muy negativa de los instrumentos negociables (esto es, M3-M2) y de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista (es decir, M2-M1), por una parte, y una significativa aportación positiva de M1, por otra.

La tasa de crecimiento interanual de M1 volvió a aumentar en el cuarto trimestre de 2009 y se situó en el 12,3%, frente al 12,2% del trimestre anterior, y posteriormente disminuyó hasta colocarse en el 11,5% en enero de 2010, debido, en parte, a un efecto de base (véase cuadro 1). La evolución de los flujos mensuales apunta a que el crecimiento interanual siguió siendo intenso.

Los fuertes incrementos observados en la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a la vista en el tercer y cuarto trimestres y, aunque en una medida ligeramente inferior, en enero, están en consonancia con la actual configuración de los tipos de interés, ya que los descensos de los tipos de mercado a corto plazo han reducido a niveles especialmente bajos el coste de oportunidad de mantener este tipo de depósitos. Al mismo tiempo, con la progresiva recuperación de la tolerancia al riesgo, los depósitos a la vista pueden estar utilizándose para aparcir fondos temporalmente, con el objetivo de invertirlos posteriormente en el resto de plazos y con diferentes niveles de riesgo, en el caso de los hogares y de los intermediarios financieros no monetarios, o de usarlos para reforzar las reservas de liquidez, en el caso de las sociedades no financieras.

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 Dic	2010 Ene
M1	48,9	5,4	8,1	12,2	12,3	12,3	11,5
Efectivo en circulación	8,2	13,6	13,2	12,8	7,5	6,1	6,2
Depósitos a la vista	40,7	3,8	7,1	12,1	13,3	13,6	12,7
M2 - M1 (= otros depósitos a corto plazo)	39,3	9,3	3,0	-3,1	-7,7	-9,1	-8,0
Depósitos a plazo hasta dos años	19,8	13,0	-0,7	-13,2	-22,1	-24,3	-22,6
Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses	19,5	4,5	8,6	12,9	15,7	15,1	13,7
M2	88,2	7,3	5,6	4,5	2,2	1,5	1,9
M3 - M2 (= instrumentos negociables)	11,8	-0,7	-2,5	-7,6	-11,4	-11,0	-10,8
M3	100,0	6,1	4,4	2,7	0,2	-0,3	0,1
Crédito a residentes en la zona del euro		6,5	4,8	3,6	2,9	2,4	1,6
Crédito a las Administraciones Públicas		5,7	8,4	11,5	13,6	11,2	9,1
Préstamos a las Administraciones Públicas		2,3	1,5	2,7	3,2	3,5	3,2
Crédito al sector privado		6,7	4,0	2,1	0,9	0,7	0,1
Préstamos al sector privado		4,6	2,1	0,4	-0,6	-0,1	-0,6
Préstamos al sector privado ajustados por ventas y titulizaciones		6,0	3,5	1,5	0,3	0,2	-0,3
Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas)		3,7	4,3	4,8	6,8	5,9	5,3

Fuente: BCE.

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

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 -8% en enero, frente al -7,7% y el -3,1% del cuarto y tercer trimestres, respectivamente. Esta evolución es reflejo del significativo descenso de la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo (es decir, los depósitos a plazo hasta dos años), mientras que los depósitos de ahorro a corto plazo (esto es, los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses) siguieron creciendo a un buen ritmo.

En general, la evolución observada para los distintos tipos de depósitos a corto plazo es acorde con sus tipos de interés respectivos. En este sentido, los persistentes flujos de entrada en los depósitos de ahorro a corto plazo pueden explicarse por el hecho de que han estado mejor remunerados que los depósitos a corto plazo desde principios de 2009.

Gráfico 7 Principales componentes de M3

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



Fuente: BCE.

Los instrumentos negociables incluidos en M3 siguieron disminuyendo de forma significativa en enero, y su tasa de crecimiento interanual se situó en el -10,8% en dicho mes, frente a las medias del -11,4% y el -7,6% del cuarto y tercer trimestres, respectivamente. La evolución del cuarto trimestre refleja, en concreto, los nuevos y acusados descensos observados en las tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones hasta dos años y de las cesiones temporales, que pasaron a ser más negativas en ambos casos. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de las participaciones en fondos del mercado monetario, el subcomponente más importante de los instrumentos negociables, se redujo considerablemente en el cuarto trimestre y también cayó a niveles más negativos en enero. Los fondos siguieron desplazándose hacia activos financieros no incluidos en M3, que pasaron a ser más atractivos, dada la pronunciada pendiente de la curva de rendimientos y la nueva recuperación observada en una amplia gama de mercados de activos durante la mayor parte del período analizado. (Para más detalles sobre la evolución de la inversión financiera del sector no financiero, véase la sección 2.2.)

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3, que incluye los depósitos a corto plazo y las cesiones temporales y que constituye el agregado monetario más amplio para el que se dispone de información fiable por sectores, cayó hasta el 1,8% en el cuarto trimestre, desde el 3,6% del trimestre anterior, y volvió a disminuir hasta situarse en el 1,2% en enero. La tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3 de los hogares, que representan la mayor contribución a la tasa de crecimiento interanual de los depósitos totales de M3, continuó descendiendo notablemente, hasta el 1,6% en enero, desde el 2,9% del cuarto trimestre (véase gráfico 8). En cambio, la tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3 que obran en poder de las sociedades no financieras mantuvo la tendencia ascendente observada en los últimos meses y se colocó en el 4,3% en enero, frente al 3,3% y el 1,1% del cuarto y tercer trimestres, respectivamente.

Esta evolución de los depósitos por sectores está en consonancia con la fase actual del ciclo económico y con la configuración de los tipos de interés. De hecho, la desaceleración observada en la acumu-

lación de depósitos de los hogares puede explicarse tanto por el hecho de que la renta de este sector va con un desfase con respecto a la actividad económica, aunque se compensa, en parte, por los aumentos observados en la ratio de ahorro desde el tercer trimestre de 2008, como por consideraciones relacionadas con su remuneración, que hacen que los fondos se desplacen desde activos monetarios hacia activos a más largo plazo. El impacto de la configuración de los tipos de interés sobre las salidas de fondos desde activos monetarios incluidos en M3 hacia instrumentos de mayor rentabilidad es más patente en el caso de los intermediarios financieros no monetarios (principalmente OIF), cuyas tenencias se redujeron significativamente en el cuarto trimestre, en términos interanuales. Sin embargo, en enero, la tasa de crecimiento de estas tenencias pasó a ser menos negativa debido a un efecto de base (una fuerte salida en enero del pasado año). La evolución hacia finales del año también puede haberse visto afectada por consideraciones de índole contable. En el caso de las sociedades no financieras, los aumentos de las tenencias de activos monetarios pueden ser reflejo del hecho de que los flujos de caja tienden a mejorar en las fases iniciales de una recuperación y se utilizan después para reponer las reservas de liquidez. Sin embargo, dichos incrementos también podrían obedecer a una entrada de fondos como consecuencia de la mayor actividad de emisión de valores observada en los últimos trimestres.

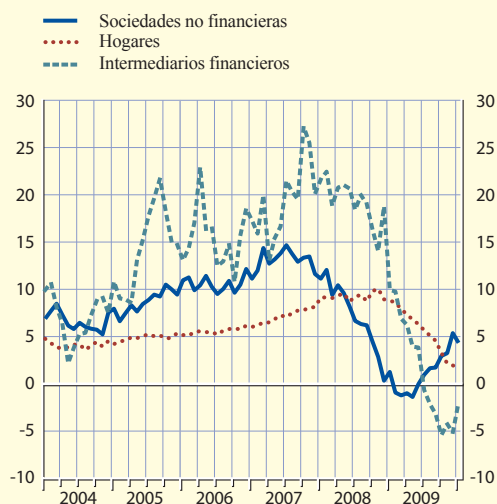
PRINCIPALES CONTRAPARTIDAS DE M3

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 en el cuarto trimestre de 2009 (hasta el 2,9%, desde el 3,6% del trimestre anterior), antes de disminuir nuevamente y situarse en el 1,6% en enero de 2010 (véase cuadro 1). Esta evolución obedeció a la continua caída de la tasa de crecimiento interanual del crédito de las IFM al sector privado, que fue compensada, en parte, por un significativo aumento de la tasa de crecimiento interanual del crédito a las Administraciones Públicas (aunque dicha tasa se redujo en enero).

El fortalecimiento de la tasa de crecimiento interanual del crédito de las IFM a las Administraciones Públicas (que ascendió hasta el 13,6% en el cuarto trimestre, frente al 11,5% del tercer trimestre) reflejó, principalmente, las continuas entradas registradas en las tenencias de valores de deuda pública por parte del sector de las IFM. A pesar de alcanzar niveles sin precedentes, las considerables compras de valores de deuda pública observadas en los últimos meses se mantuvieron, en general, en consonancia con regularidades históricas relativas al ciclo de tipos de interés. Una pendiente pronunciada de la curva de rendimientos, cuando los costes de financiación implícitos en los tipos a corto plazo son reducidos en relación con el rendimiento que puede obtenerse de la deuda pública, permite a las IFM conseguir una rentabilidad estable, sin excesivo impacto en términos de requerimientos de capital o riesgo de crédito, en un entorno de elevada incertidumbre acerca de las perspectivas económicas futuras. Sin embargo, parece que este

Gráfico 8 Depósitos a corto plazo y cesiones temporales

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



Fuente: BCE.
Nota: Sector IFM, excluido el Eurosistema.

proceso se ha frenado en los últimos meses, en parte como consecuencia de la mejora de las oportunidades de inversión alternativas y de la inquietud relativa a la sostenibilidad de la deuda pública de algunos países. De hecho, desde noviembre, las IFM han estado vendiendo deuda pública y la tendencia al alza observada previamente en la tasa de crecimiento interanual del crédito a las Administraciones Públicas se ha invertido en cierto modo.

La tasa de crecimiento interanual del crédito concedido por las IFM al sector privado continuó disminuyendo en el cuarto trimestre (situándose en el 0,9%, frente al 2,1% del trimestre anterior), antes de volver a reducirse, colocándose en el 0,1% en enero. La tasa de crecimiento interanual de las tenencias de valores distintos de acciones del sector privado por parte de las IFM descendió nuevamente, desde el 23,9% en el tercer trimestre, hasta el 15,7% en el cuarto trimestre y el 4,6% en enero. Esta caída puede explicarse, al menos en parte, por el debilitamiento de las operaciones de titulización retenidas, tras la intensa actividad observada en el primer semestre de 2009. En cambio, la tasa de crecimiento interanual de las tenencias de acciones y otras participaciones por parte de las IFM ascendió hasta el -3,2% en el cuarto trimestre, desde el -7,8% del tercer trimestre, antes de volver a recuperarse y situarse en el 0,5% en enero.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM al sector privado (el principal componente del crédito otorgado a este sector) registró una nueva disminución, desde el 0,4% del tercer trimestre hasta el -0,6% del cuarto trimestre, y se mantuvo en este mismo nivel en enero (véase cuadro 1). Dado que las operaciones de titulización real (o fuera de balance) fueron más moderadas en los últimos meses, fue menor la distorsión a la baja de los citados préstamos causada por el impacto de aquéllos que fueron dados de baja del balance. De hecho, la distorsión total ascendió a sólo 0,3 puntos porcentuales en enero, en comparación con las medias de 0,7 y 1,2 puntos porcentuales del cuarto y tercer trimestres, respectivamente.

El nuevo debilitamiento observado en la tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado en el cuarto trimestre y en enero puede atribuirse, principalmente, al descenso de las tasas de crecimiento interanual de los préstamos otorgados a las sociedades no financieras y, en menor medida, a las instituciones financieras no monetarias, mientras que la anterior caída de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares se ha invertido.

El descenso de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos otorgados a las sociedades no financieras (que se situó en el -2,7% en enero, frente al -1,4% y el 1,1% del cuarto y tercer trimestres, respectivamente) tiene su origen en las salidas mensuales registradas desde principios del año pasado, que se concentraron en los préstamos hasta cinco años, mientras que los flujos mensuales de préstamos a más de cinco años siguieron siendo positivos a lo largo de este período, salvo en enero de 2010. Estas diferencias entre los préstamos a más corto y a más largo plazo pueden reflejar, en parte, un cambio por parte de las empresas hacia fuentes de financiación a más largo plazo para beneficiarse del coste históricamente bajo de la financiación a largo plazo. Esta evolución también es coherente con el aumento observado en las emisiones de valores a largo plazo, lo cual podría indicar que las empresas (especialmente las más grandes) pueden haber sustituido los préstamos bancarios próximos a su vencimiento por la financiación en los mercados (para un análisis más detallado de la evolución de los préstamos y de la financiación por sectores, véanse las secciones 2.6 y 2.7).

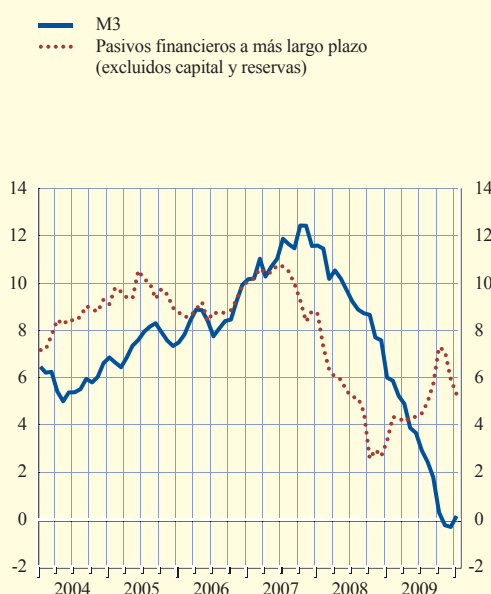
En términos generales, el patrón de la evolución de los préstamos por sectores parece ser acorde con regularidades históricas y con las expectativas actuales en relación con la actividad económica real. El crecimiento de los préstamos reales a los hogares tiende a adelantarse al crecimiento del PIB real, mien-

tras que el crecimiento de los préstamos otorgados a las sociedades no financieras tiende a ir con un desfase de unos trimestres con respecto al mismo. Ello puede explicarse, en parte, por la tendencia de las empresas a financiar la inversión con beneficios no distribuidos en las fases iniciales de una recuperación económica. Por tanto, es probable que el endeudamiento de las empresas continúe siendo moderado durante algún tiempo, incluso después de que la actividad económica haya alcanzado un punto de inflexión, especialmente en un contexto que sigue estando caracterizado por un elevado nivel de incertidumbre en torno a las perspectivas económicas futuras. Además, en el ciclo económico actual, hay que tener en cuenta el impacto de los «bancos malos» sobre la evolución de los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras (véase recuadro 2).

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) se elevó hasta el 6,8% en el cuarto trimestre, desde el 4,8% del tercer trimestre, aunque en enero descendió hasta el 5,3% (véase gráfico 9). En particular, los depósitos a más largo plazo (es decir, los depósitos a más de dos años y los disponibles con preaviso superior a tres meses) se han beneficiado de la pronunciada pendiente de la curva de rendimientos, y han atraído parte de los fondos que han estado saliendo de los depósitos a corto plazo en los últimos trimestres. Las tasas de crecimiento interanual de estos depósitos a corto plazo se redujeron significativamente en enero, pero fundamentalmente como consecuencia de la acusada reducción de las tenencias por parte de OIF en el contexto de la disminución de las operaciones de titulización, y ocultaron que continuó la acumulación de depósitos a largo plazo de los hogares, gracias a que su remuneración era relativamente favorable.

Gráfico 9 M3 y pasivos financieros a más largo plazo de las IFM

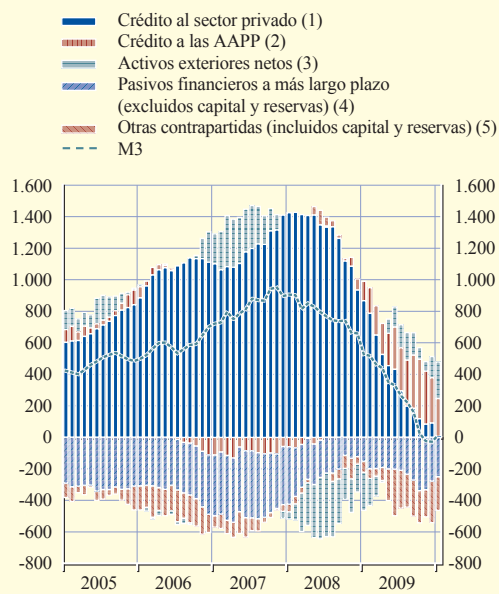
(tasas de variación interanual; datos ajustados de efectos estacionales y de calendario)



Fuente: BCE.

Gráfico 10 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.

Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a más de dos años volvió a aumentar hasta el 3,8% en enero, frente al 3,1% del cuarto trimestre y el 0,4% del tercer trimestre. Estos resultados contrastan con la evolución de los valores distintos de acciones a corto plazo. Por último, las entradas interanuales en la posición acreedora neta frente al exterior del sector de las IFM disminuyeron hasta situarse en 105 mm de euros en el cuarto trimestre, frente a los 150 mm de euros del trimestre anterior. Gracias a las considerables entradas netas mensuales registradas en enero (derivadas de un descenso de los pasivos exteriores significativamente mayor que el observado en los activos exteriores), las entradas interanuales en esta posición aumentaron hasta 233 mm de euros en dicho mes (véase gráfico 10).

Recuadro 2

EL IMPACTO DE LOS «BANCOS MALOS» SOBRE LAS ESTADÍSTICAS DE BALANCES DE LAS IFM

La crisis financiera ha inducido a los Gobiernos europeos a aplicar una serie de medidas para asegurar que las instituciones financieras pueden desempeñar el papel fundamental de proporcionar financiación a la economía. En algunos países de la zona del euro, las medidas aplicadas para atenuar las tensiones en los balances de las entidades de crédito y reducir la incertidumbre en torno a los activos que mantienen han incluido la adopción de legislación que permite la creación de «bancos malos». En su sentido más amplio, los «bancos malos» son estructuras especializadas, creadas y respaldadas por los Gobiernos para facilitar la baja del balance de activos de entidades de crédito que entrañarían el riesgo de que su valor se deteriore considerablemente o que son difíciles de valorar. Estas entidades se crearon, por ejemplo, con el fin de prestar asistencia en la resolución de crisis financieras en Finlandia y Suecia a mediados de la década de los noventa. Existen muchos tipos diferentes de estructuras que pueden crearse para conseguir este objetivo, de forma que resulta difícil ofrecer una clasificación clara de los distintos tipos de «bancos malos». Este recuadro se basa en las estructuras que ya se han anunciado para Irlanda y Alemania¹, y presenta una descripción esquemática de las implicaciones de estas estructuras para las estadísticas de balances de las IFM, distinguiendo entre la transferencia de carteras de préstamos y la transferencia de otros activos, especialmente valores.

Principales cuestiones estadísticas

La creación de estas estructuras de «bancos malos» plantea la cuestión de su clasificación estadística y el tratamiento de las transferencias de activos asociadas en las estadísticas de balances de las IFM sobre saldos y operaciones (es decir, flujos). El marco estadístico del Eurosistema permite realizar un seguimiento y una cuantificación detallados del impacto de estas operaciones sobre M3 y sobre sus contrapartidas². Si se consideran los modelos de «banco malo» anunciados hasta ahora, parece que estas entidades no captarán depósitos y, por tanto, no formarán parte del sector creador de dinero (es decir, el sector de las IFM), sino que se clasificarán como pertenecientes al sector tenedor de dinero [es decir, se considerarán intermediarios financieros no monetarios dis-

1 Para información más detallada sobre el modelo de Irlanda, véase: www.nama.ie. Para conocer detalles del modelo establecido en Alemania, véase el recuadro titulado «The German government's 'bad bank' model», en el Informe Mensual del Deutsche Bundesbank de mayo de 2009.

2 Esto se ha visto facilitado, en gran medida, por la entrada en vigor del Reglamento del BCE relativo al balance del sector de las instituciones financieras monetarias (versión refundida) (BCE/2008/32) y del nuevo Reglamento del BCE relativo a las estadísticas sobre activos y pasivos de las sociedades instrumentales dedicadas a operaciones de titulización (BCE/2008/30).

tintos de las empresas de seguro y los fondos de pensiones (OIF) o parte de las Administraciones Públicas]³.

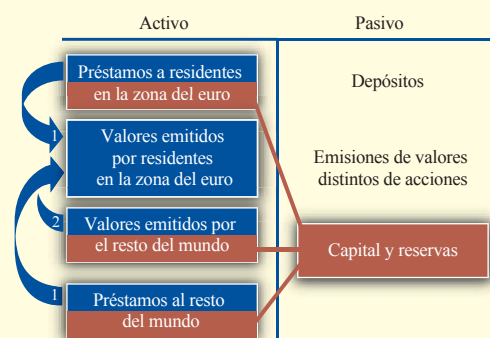
Estructuras que implican la transferencia de carteras de préstamos

En principio, la transferencia de carteras de préstamos adoptará la forma de una venta por una entidad de crédito de parte de su cartera de préstamos a un fondo de titulización, similar a una operación de titulización fuera de balance o real. Esta operación se registrará en las estadísticas de balances de las IFM como una reducción del saldo vivo y como un flujo negativo de préstamos frente al correspondiente sector (véase gráfico A)⁴. En general, las carteras de préstamos se transferirán por un valor inferior al contabilizado en el balance de la entidad de crédito originadora de los préstamos, exigiendo con ello un saneamiento parcial en relación con la venta. Dado que los saneamientos parciales no se consideran operaciones financieras, esto provocará una disminución del saldo vivo de préstamos de las IFM que supera el flujo registrado. Del mismo modo, el impacto del saneamiento parcial generalmente quedará reflejado en una reducción del capital y las reservas, como se observa en las líneas rojas del gráfico A⁵. De este modo, la transferencia de activos cubrirá anticipadamente las pérdidas sufridas en esos activos y, con ello, aumentará la transparencia en lo que respecta a los niveles de capital de las entidades de crédito.

Es muy probable que la contraprestación recibida por la entidad de crédito a cambio de la cartera transferida esté integrada por valores distintos de acciones emitidos por el «banco malo» con una garantía pública, como muestra la flecha azul con el número «1» del gráfico A. En función del sector en el que se clasifique el «banco malo» y de las condiciones acordadas para transferir los activos, los valores obtenidos podrían incrementar las tenencias de las IFM de valores distintos de acciones emitidos por las Administraciones Públicas o por el sector de OIF.

Aunque estas operaciones causan una reducción de las carteras de préstamos de las entidades de crédito, no modifican la financiación obtenida por el sector de instituciones financieras no monetarias. En consecuencia, a efectos analíticos puede ser necesario tratar el impacto de estas operaciones de la misma manera que las correcciones que se realizan en relación con la baja préstamos del balance (es decir, la eliminación de préstamos del balance de las IFM como resultado de su venta o titulización) que se publican regularmente como parte de las estadísticas monetarias del Eurosistema. La información dispo-

Gráfico A Representación esquemática del balance de las IFM y de las posiciones afectadas por los «bancos malos»



Fuente: BCE.

Notas: Las partes en azul de los cuadros ilustran la proporción de transferencias de activos que causan un impacto en la operación financiera registrada en las estadísticas de las IFM. Las partes en color rojo de los cuadros corresponden al saneamiento parcial que se produce en conexión con las transferencias de activos. La transferencia de valores emitidos por residentes en la zona del euro a «bancos malos» también implicaría un saneamiento parcial, lo que no se indica por motivos de presentación. El número «1» se refiere a posiciones en activos involucrados en la transferencia de préstamos. El número «2» se refiere a posiciones en activos que participen en la transferencia de otros activos.

3 Si estas entidades se clasificaran como pertenecientes a la Administración central, serían neutrales al dinero.

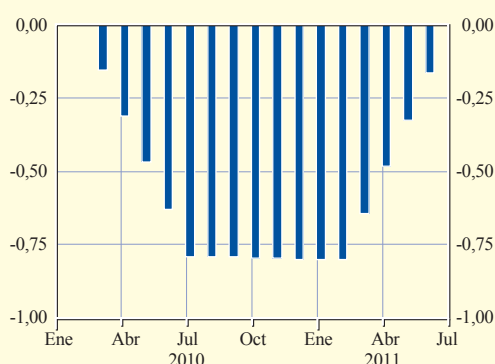
4 Véanse los recuadros titulados «El impacto de la titulización de préstamos otorgados por las IFM en el análisis monetario de la zona del euro», publicado en el Boletín Mensual de septiembre de 2005, y «La importancia de las normas contables para interpretar las estadísticas de préstamos de las IFM», publicado en el Boletín Mensual de marzo de 2008.

5 En su lugar, el impacto del saneamiento parcial puede registrarse en los otros pasivos, dependiendo de las normas contables del Estado miembro en cuestión.

nible actualmente sobre los modelos de «bancos malos» anunciados hasta ahora sugiere que los préstamos al sector empresas resultarán afectados. Se espera que, para mediados de 2010, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM a las sociedades no financieras de la zona del euro sea aproximadamente 0,75 puntos porcentuales inferior a la tasa que se habría registrado sin estas operaciones. En el gráfico B se presenta una ilustración del impacto mecánico que podría tener la transferencia de préstamos a los «bancos malos» sobre el patrón de crecimiento de los préstamos a las sociedades no financieras de la zona del euro.

Gráfico B Ilustración del impacto de las estructuras de «bancos malos» sobre la tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras de la zona del euro

(en puntos porcentuales)



Fuente: Estimaciones del BCE.

De cara al futuro, es importante tomar en consideración el impacto estadístico que tienen las operaciones con «bancos malos» sobre la tasa de crecimiento interanual de los préstamos otorgados por las IFM a las sociedades no financieras de la zona del euro al valorar la evolución del crédito. Por ejemplo, este efecto podría posponer el punto de inflexión de la tasa de crecimiento de los préstamos otorgados al citado sector, lo que dificultaría la comparación de la evolución de los préstamos con regularidades históricas⁶. Al mismo tiempo, cabe esperar que, con la introducción de estructuras de «bancos malos», se produzca un efecto económico positivo en la tasa de crecimiento de los préstamos como resultado de la atenuación de las tensiones sobre el capital. No obstante, este impacto no puede cuantificarse.

Estructuras que implican la transferencia de categorías más amplias de activos

Los activos distintos de préstamos que corren el riesgo de sufrir un fuerte deterioro de su valor (o que son imposibles de valorar con precisión como consecuencia de la crisis financiera) también podrían transferirse a «bancos malos»⁷. Los activos con mayor probabilidad de ser transferidos (es decir, los bonos de titulización de activos y las obligaciones garantizadas por deuda) se registrarían en el balance de las IFM como valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro o en el resto del mundo (lo que, en este último caso, afectaría a la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM). Al igual que en el caso de los préstamos, estas transferencias tenderían a reducir las tenencias de valores distintos de acciones correspondientes y los volúmenes de las operaciones (es decir, sus flujos). También en este caso, la contraprestación recibida por la entidad de crédito probablemente consistiría en valores distintos de acciones emitidos por el «banco malo» con una garantía pública, como se muestra en la flecha azul con el número «2» del gráfico A.

Conclusiones

Se espera que la introducción de estructuras de «bancos malos» en determinados países de la zona del euro influya en las estadísticas de balances de las IFM y en algunas contrapartidas de M3 rela-

⁶ Véase el recuadro titulado «Préstamos al sector privado no financiero durante el ciclo económico en la zona del euro», publicado en el Boletín Mensual de octubre de 2009.

⁷ En algunos Estados miembros, las entidades de crédito pueden tener la opción de prescindir de áreas de negocio completas. Las implicaciones de una decisión de este tipo sobre el balance de las IFM deben valorarse caso por caso.

cionados con esta operativa. En función de los avances realizados en la aprobación y aplicación de las estructuras correspondientes, el efecto de estas medidas podría empezar a observarse en las estadísticas monetarias de la zona del euro de marzo de 2010, y su impacto aumentará durante el año. Estos efectos directos deben tenerse en cuenta al valorar los factores que influyen en la evolución del crédito, como el volumen de financiación proporcionado por las entidades de crédito a los diversos sectores. El marco estadístico vigente en el Eurosistema permitirá determinar el impacto de estas medidas y corregir los datos monetarios relevantes a efectos analíticos.

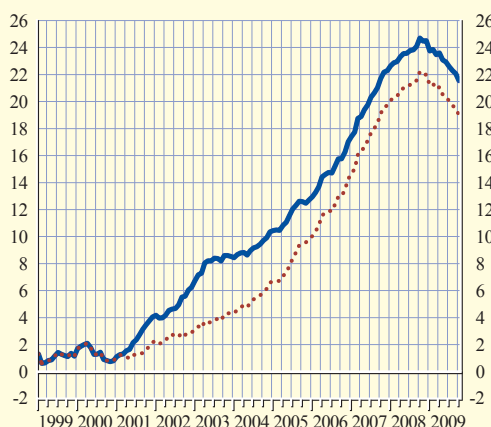
VALORACIÓN GENERAL DE LA SITUACIÓN DE LIQUIDEZ MONETARIA EN LA ZONA DEL EURO

Las brechas monetarias nominal y real volvieron a reducirse en el cuarto trimestre de 2009 y en enero de 2010 (véanse gráficos 11 y 12). Estas medidas de la liquidez monetaria de la zona del euro deben interpretarse con cautela, ya que se basan en una valoración de tenencias de dinero de equilibrio, que siempre es incierta y especialmente en estos momentos después de la crisis financiera. Ciertamente, las diferencias entre las distintas medidas de la brecha monetaria pueden tomarse como una indicación de la considerable incertidumbre existente en torno a la situación de liquidez en la zona del euro en la coyuntura actual. No obstante estas matizaciones, las medidas apuntan a una clara acumulación de liquidez monetaria en los últimos años, y es poco probable que el período de crecimiento moderado de M3 observado desde finales de 2008 haya revertido la liquidez acumulada anteriormente.

Gráfico 11 Estimaciones de la brecha monetaria nominal¹⁾

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

— Brecha monetaria nominal basada en M3 oficial
 Brecha monetaria nominal basada en M3 corregido por el impacto estimado de los desplazamientos de cartera²⁾



Fuente: BCE.

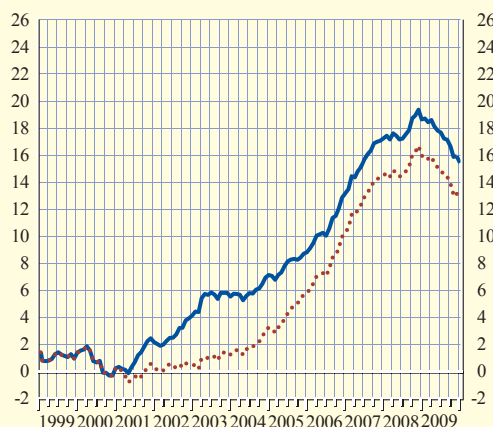
1) La brecha monetaria nominal se define como la diferencia existente entre el nivel efectivo de M3 y el nivel que correspondería a un crecimiento constante de este agregado monetario igual a su valor de referencia (4,5%), tomando diciembre de 1998 como período base.

2) Las estimaciones de la magnitud de los desplazamientos de cartera hacia M3 se obtienen utilizando el enfoque que se analiza en la sección 4 del artículo titulado «Análisis monetario en tiempo real», en el Boletín Mensual de octubre de 2004.

Gráfico 12 Estimaciones de la brecha monetaria real¹⁾

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

— Brecha monetaria real basada en M3 oficial
 Brecha monetaria real basada en M3 corregido por el impacto estimado de los desplazamientos de cartera²⁾



Fuente: BCE.

1) La brecha monetaria real se define como la diferencia existente entre el nivel efectivo de M3, deflactado por el IAPC, y el nivel de M3, en términos reales, que habría resultado de un crecimiento nominal constante de este agregado monetario igual al valor de referencia (4,5%), y de una tasa de inflación, medida por el IAPC, compatible con la definición de estabilidad de precios del BCE, tomando diciembre de 1998 como período base.

2) Las estimaciones de la magnitud de los desplazamientos de cartera hacia M3 se obtienen utilizando el enfoque que se analiza en la sección 4 del artículo titulado «Análisis monetario en tiempo real», en el Boletín Mensual de octubre de 2004.

En resumen, la persistencia del débil crecimiento de M3 y del crédito observado a finales del pasado año respalda la valoración de que el ritmo de expansión monetaria subyacente es moderado y de que las presiones inflacionistas a medio plazo derivadas de la evolución monetaria son reducidas. Al mismo tiempo, el crecimiento de M3 sigue infravalorando el ritmo de crecimiento monetario subyacente, debido al acusado impacto a la baja de la pronunciada pendiente de la curva de rendimientos.

2.2 INVERSIÓN FINANCIERA DE LOS SECTORES NO FINANCIEROS E INVERSORES INSTITUCIONALES

La tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera total de los sectores no financieros disminuyó en el tercer trimestre de 2009, principalmente debido al nuevo descenso de la tasa de crecimiento interanual de la inversión de las sociedades no financieras. Los flujos interanuales de entrada en participaciones en fondos de inversión volvieron a aumentar en el cuarto trimestre, en consonancia con la pronunciada pendiente de la curva de rendimientos. La tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera de las empresas de seguros y los fondos de pensiones siguió ascendiendo en el tercer trimestre.

SECTORES NO FINANCIEROS

En el tercer trimestre de 2009 (el más reciente para el que se dispone de datos de las cuentas de la zona del euro), la inversión financiera total de los sectores no financieros aumentó el 3,6% en términos interanuales, ligeramente inferior a la tasa del 3,8% registrada el trimestre anterior (véase cuadro 2). Esta evolución se debe, en particular, a la menor contribución de la inversión en efectivo y depósitos, en «otros» instrumentos financieros (que incluye instrumentos como los préstamos entre empresas relacionadas y el crédito comercial), en valores distintos de acciones, y en acciones y otras participaciones. La aportación de las participaciones en fondos de inversión fue menos negativa, mientras que la de la inversión en reservas técnicas de seguro fue ligeramente más positiva.

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

	Saldo vivo, en porcentaje de los activos financieros ¹⁾	Tasas de crecimiento interanual									
		2007 II	2007 III	2007 IV	2008 I	2008 II	2008 III	2008 IV	2009 I	2009 II	2009 III
Inversión financiera	100	5,4	5,3	5,2	4,6	4,0	3,6	4,0	3,7	3,8	3,6
Efectivo y depósitos	24	7,4	7,1	6,9	7,0	6,0	5,8	6,7	7,0	6,4	5,8
Valores distintos de acciones, excluidos derivados financieros	6	3,3	2,2	3,1	2,5	2,2	3,3	5,1	3,7	0,9	0,0
De los cuales: A corto plazo	0	16,0	24,5	28,3	25,1	5,3	-9,5	-2,8	-23,2	-25,6	-26,7
De los cuales: A largo plazo	5	2,1	0,0	0,7	0,0	1,8	5,0	6,1	7,3	3,9	3,0
Acciones y otras participaciones, excluidas participaciones en fondos de inversión	29	2,7	3,1	3,7	3,6	3,3	3,1	3,8	4,4	4,7	4,7
De las cuales: Acciones cotizadas	6	2,1	2,3	3,6	3,8	4,5	4,7	3,9	5,2	5,5	6,8
De las cuales: Acciones no cotizadas y otras participaciones	23	2,9	3,4	3,7	3,5	2,9	2,5	3,7	4,1	4,5	4,0
Participaciones en fondos de inversión	5	0,8	-0,7	-2,9	-5,1	-6,2	-6,4	-7,1	-5,8	-4,9	-2,9
Reservas técnicas de seguro	15	6,5	6,0	5,6	5,1	4,6	4,4	3,6	3,4	3,5	3,7
Otros ²⁾	20	9,2	9,7	9,0	7,5	6,4	5,0	4,7	1,8	2,8	2,3
M3 ³⁾		11,0	11,5	11,6	10,2	9,7	8,7	7,6	5,2	3,7	1,8

Fuente: BCE.

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

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

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

Por lo que respecta al detalle por sectores, la desaceleración del crecimiento de la inversión financiera total fue consecuencia, principalmente, del continuo descenso de la aportación de las sociedades no financieras (véase gráfico 13). La contribución del sector de Administraciones Públicas se redujo ligeramente, tras registrar un máximo histórico el trimestre anterior. La aportación de los hogares fue la única que aumentó en el tercer trimestre, impulsada por una recuperación de la inversión en acciones y otras participaciones y un aumento de la inversión en reservas técnicas de seguro. (Para obtener información más detallada sobre la evolución de la inversión financiera del sector privado no financiero, véanse también las secciones 2.6 y 2.7)¹.

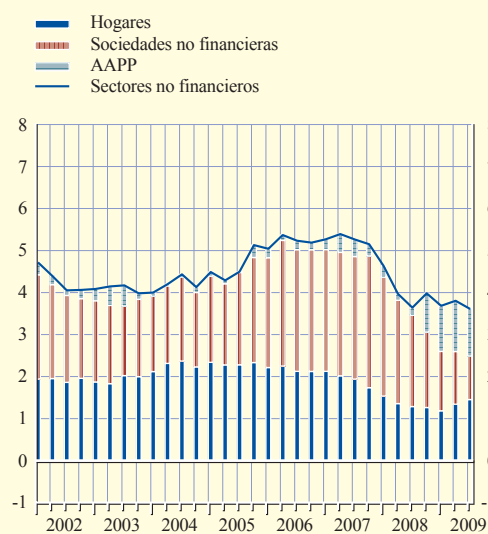
INVERSORES INSTITUCIONALES

Las nuevas estadísticas armonizadas de la zona del euro sobre fondos de inversión indican que los flujos de entrada en participaciones en fondos de inversión (excluidos los fondos del mercado monetario) ascendieron a un total de 369 mm de euros en 2009, lo que supone una tasa de crecimiento interanual del 8,5%. La tasa de crecimiento interanual de las participaciones en fondos de inversión aumentó durante el año en un entorno de pronunciada pendiente de la curva de rendimientos y de mejora de la situación en los mercados financieros². Este hecho propició un aumento de los desplazamientos desde activos monetarios más líquidos y seguros hacia activos a más largo plazo y, posiblemente, de mayor riesgo.

El desglose de estos fondos por política de inversión indica que la mayor parte del crecimiento correspondió a los fondos de renta variable y de renta fija, mientras que el crecimiento de los fondos mixtos fue más limitado. Los datos proporcionados por EFAMA³ sobre ventas netas de diversos tipos de fondos de inversión en el cuarto trimestre de 2009 confirman la evolución positiva señalada por las estadísticas armonizadas de la zona del euro, en términos de flujos interanuales. Desde una perspectiva a más largo plazo, los datos muestran que, tras registrar entradas durante tres trimestres consecutivos, los flujos netos interanuales han pasado a niveles positivos para todos los tipos de fondos de inversión, excepto los del mercado monetario (véase gráfico 14). En cambio, las estadísticas del BCE indican que en consonancia con la forma de la curva de rendimientos, se registraron salidas en los fondos del mercado monetario cuya tasa de crecimiento interanual pasó a ser negativa, situándose en el -3,6% en el cuarto trimestre.

Gráfico 13 Inversión financiera de los sectores no financieros

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

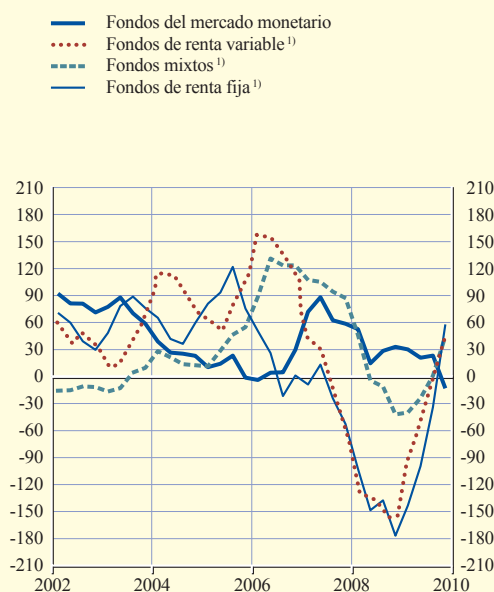
1 Para obtener una visión general de la evolución económica y financiera de los distintos sectores institucionales, véase el recuadro titulado «Cuentas integradas de la zona del euro del tercer trimestre de 2009», en el Boletín Mensual de febrero de 2010.

2 Estas entradas incluyen compras significativas de participaciones en fondos de inversión por parte de dos fondos de pensiones holandeses, por un importe total de 70 mm de euros, aproximadamente, en junio de 2009, y de más de 97 mm de euros en julio de 2009.

3 La Asociación Europea de Fondos y Gestión de Activos (EFAMA, en sus siglas en inglés) proporciona información sobre las ventas netas (o los flujos netos) de los fondos abiertos de renta variable y de renta fija en Alemania, Grecia, España, Francia, Italia, Luxemburgo, Países Bajos, Austria, Portugal y Finlandia. Para más información, véase el recuadro titulado «Evolución reciente de los flujos netos de entrada en fondos de renta variable y de renta fija de la zona del euro», en el Boletín Mensual de junio de 2004.

Gráfico 14 Flujos netos anuales de entrada en los fondos de inversión (por categorías)

(mm de euros)

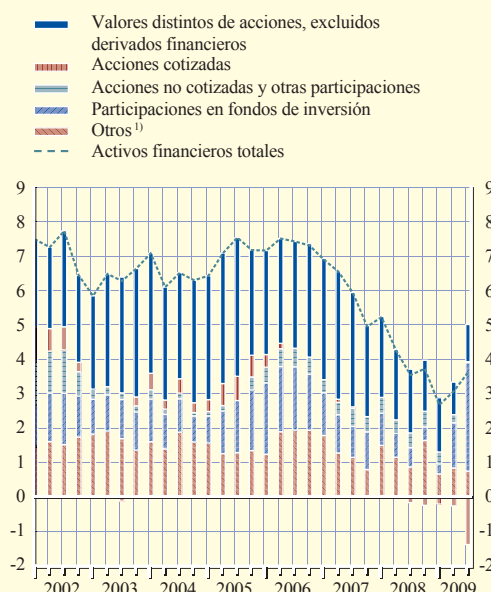


Fuentes: BCE y EFAMA.

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

Gráfico 15 Inversión financiera de las empresas de seguros y los fondos de pensiones

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

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

En términos intertrimestrales, las entradas en participaciones en fondos de inversión (excluidos los fondos del mercado monetario) ascendieron a un total de 112 mm de euros en el cuarto trimestre, aproximadamente la mitad de la variación de los saldos vivos correspondientes (según datos sin desestacionalizar). Ello apunta a significativos efectos de valoración positivos, que fueron especialmente marcados en el caso de los fondos de renta variable, aunque también fueron visibles en el caso de los fondos de renta fija y de los fondos mixtos.

La tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera total de las empresas de seguros y los fondos de pensiones aumentó hasta el 3,6% en el tercer trimestre, desde el 3,1% del trimestre anterior (véase gráfico 15). Este incremento estuvo determinado por la mayor contribución de la inversión en participaciones en fondos de inversión y de la inversión en valores distintos de acciones, mientras que la aportación del resto de los instrumentos descendió con respecto al trimestre precedente. La contribución positiva de las participaciones en fondos de inversión y la aportación negativa de las acciones cotizadas respondieron al desplazamiento de fondos entre estos dos tipos de inversión, al convertirse las tenencias directas de acciones cotizadas en tenencias indirectas a través de fondos de inversión. El hecho de que el crecimiento de la inversión financiera total sea bastante modesto desde una perspectiva histórica (es decir, si se analiza el período desde 1999) refleja el descenso de la tasa de crecimiento de las reservas técnicas de seguro en el pasivo del balance. Sin embargo, a este respecto conviene señalar que las entradas interanuales en las reservas técnicas de seguro de los sectores tenedores de dinero ascendieron ligeramente en el tercer trimestre, tras la estabilización experimentada en los dos trimestres anteriores.

2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

Los tipos de interés del mercado monetario con garantías y sin garantías continuaron descendiendo a todos los plazos en los tres últimos meses. Como en los tres meses precedentes, el ritmo de caída fue muy moderado. Los diferenciales entre los tipos con garantías y sin garantías siguió disminuyendo en los tres últimos meses, pero permanecieron en cotas elevadas en comparación con los niveles observados antes del comienzo de las turbulencias de los mercados financieros en agosto de 2007.

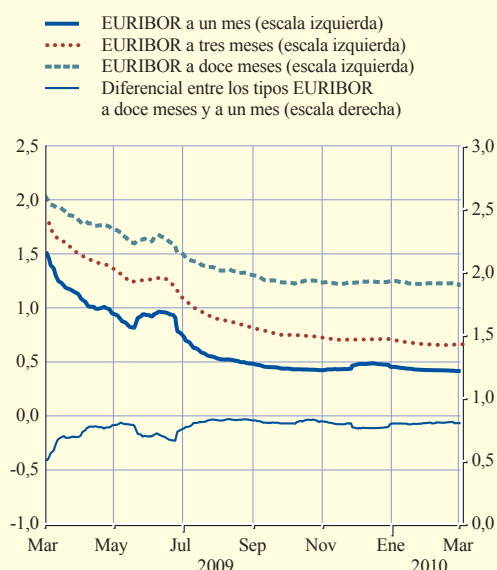
Los tipos de interés del mercado monetario sin garantías volvieron a descender a todos los plazos en los tres últimos meses, con un ritmo de caída similar, en general, al observado entre septiembre y noviembre de 2009. Esta evolución refleja la relajación adicional de las tensiones en los mercados monetarios en el contexto de las medidas de apoyo reforzado al crédito por parte del BCE. El 3 de marzo de 2010, los tipos EURIBOR a un mes, a tres meses, a seis meses y a doce meses se situaron en el 0,41%, el 0,66%, el 0,96% y el 1,21%, respectivamente, es decir, 7, 6, 4 y 3 puntos básicos por debajo de los niveles observados el 3 de diciembre de 2009. En conjunto, el diferencial entre los tipos EURIBOR a doce meses y a un mes —un indicador de la inclinación de la pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario— aumentó 4 puntos básicos en dicho período, situándose en 80 puntos básicos el 3 de marzo (véase gráfico 16).

Los diferenciales entre los tipos EURIBOR sin garantías y los tipos con garantías (como los tipos EUREPO o los derivados del índice del EONIA swap) continuaron disminuyendo en dicho período, aunque a un ritmo más moderado que el registrado anteriormente. Por lo que respecta a los tipos a tres meses, el diferencial se situó en 29 puntos básicos el 3 de marzo, un descenso de 3 puntos básicos con respecto al nivel observado el 3 de diciembre. En general, a pesar de que estos diferenciales se han reducido de forma continua tras los máximos registrados en septiembre de 2008, siguen siendo relativamente amplios en comparación con los niveles alcanzados antes del comienzo de las turbulencias de los mercados financieros en agosto de 2007 (véase gráfico 17).

El 3 de marzo, los tipos de interés implícitos en los precios de los futuros del EURIBOR a tres meses con vencimiento en junio, septiembre y diciembre de 2010 se situaron en el 0,78%, el 0,96% y el 1,16%, respectivamente, lo que representa disminuciones de aproximadamente 39, 54 y 63 puntos básicos, respectivamente, en comparación con los niveles observados el 3 de diciembre (véase gráfico 18). La volatilidad implícita obtenida de las opciones sobre futuros del EURIBOR a tres meses con vencimiento constante a tres, seis, nueve y doce meses también disminuyó en los tres últimos meses (véase gráfico 19).

Gráfico 16 Tipos de interés del mercado monetario

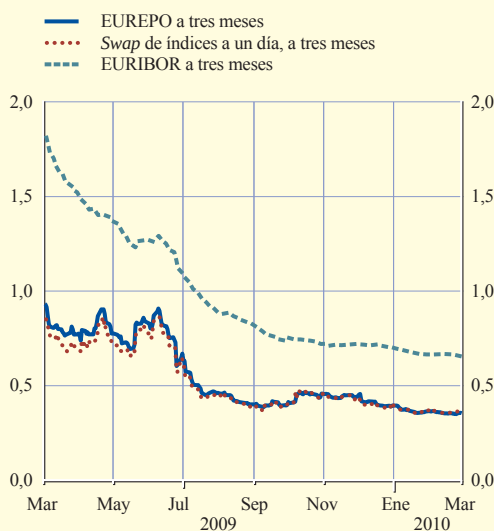
(en porcentaje; diferencial en puntos porcentuales; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

Gráfico 17 EUREPO, EURIBOR y swap de índices a un día, a tres meses

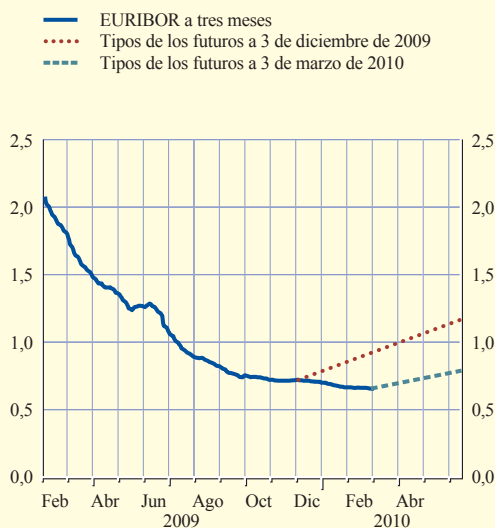
(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: BCE, Bloomberg y Reuters.

Gráfico 18 Tipos de interés a tres meses y tipos de interés de los futuros en la zona del euro

(en porcentaje; datos diarios)



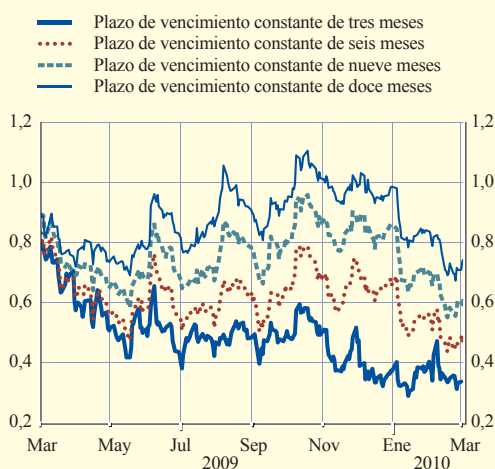
Fuente: Reuters.

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

En cuanto al vencimiento a un día, el EONIA ha permanecido relativamente estable en los tres últimos meses (de hecho, desde el 24 de junio de 2009), situándose menos de 10 puntos básicos por encima del tipo de la facilidad de depósito, con excepcionales repuntes relacionados con las operaciones de absorción de liquidez el último día del período de mantenimiento. El 3 de marzo, el EONIA se situó en el 0,319% (véase gráfico 20). Esta evolución es reflejo del gran exceso de liquidez en la zona del euro, especialmente tras las operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) con vencimiento a un año llevadas a cabo por el Eurosistema. La abundancia de liquidez de la zona del euro está siendo absorbida, en parte, por un recurso diario considerable a la facilidad de depósito.

El BCE ha seguido prestando un amplio respaldo a los mercados monetarios mediante algunas operaciones para inyectar liquidez a distintos plazos. Tras las operaciones a un año realizadas el 24 de junio y el 30 de septiembre de 2009, el Eurosistema realizó su última operación a un año el 16 de diciembre de 2009, en la cual se adjudicaron 96,9 mm de euros.

Gráfico 19 Volatilidad implícita de las opciones sobre futuros del EURIBOR a tres meses con plazo de vencimiento constante



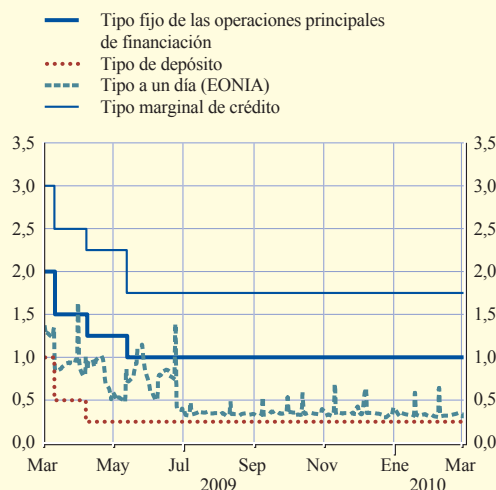
Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

Nota: La medida se obtiene en dos etapas. En primer lugar, las volatilidades implícitas de las opciones sobre futuros del EURIBOR a tres meses se transforman expresándolas en términos de precios logarítmicos en lugar de rentabilidades logarítmicas. En segundo lugar, las volatilidades implícitas resultantes, que tienen una fecha de vencimiento constante, se transforman expresándolas en términos de plazos de vencimiento constantes.

Este importe fue superior a los 75,2 mm de euros adjudicados en la segunda OFPML a un año, que se llevó a cabo el 30 de septiembre, pero fue significativamente inferior a los 442,2 mm de euros adjudicados en la primera operación del 24 de junio. En el período analizado, el Eurosistema también siguió inyectando liquidez en operaciones con vencimiento a una semana, un período de mantenimiento, tres meses y seis meses. Las operaciones de inyección de liquidez del Eurosistema se realizaron aplicando un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena, excepto la última operación a un año, que se llevó a cabo mediante un procedimiento de subasta con adjudicación plena y a un tipo de interés fijado en la media del tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación a lo largo del período de vigencia de esta operación. Además, el Eurosistema continuó con su programa de adquisiciones de bonos garantizados (*covered bonds*) y, el 3 de marzo, el valor total de las adquisiciones alcanzó la cifra de 38,7 mm de euros, estando prevista la compra de bonos por valor de 60 mm de euros antes de finales de junio de 2010.

Gráfico 20 Tipos de interés del BCE y tipo de interés a un día

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

En diciembre, el Eurosistema anunció que las medidas no convencionales que ya no eran necesarias comenzarían a retirarse paulatinamente, dada la mejora observada en los mercados financieros, con el fin de evitar las distorsiones asociadas con el mantenimiento de dichas medidas durante demasiado tiempo. En este sentido, el Eurosistema decidió realizar una última OFPML a doce meses el 16 de diciembre de 2009. En lo que respecta al período comprendido entre el 1 de enero y el 13 de abril de 2010, el Eurosistema decidió suspender las OFPML complementarias a tres meses y llevar a cabo una última OFPML a seis meses el 31 de marzo de 2010. Además, el Eurosistema, de acuerdo con el Banco Nacional de Suiza, decidió no realizar ninguna operación *swap* de provisión de liquidez a una semana en francos suizos a partir del 31 de enero de 2010. Igualmente, en coordinación con otros bancos centrales, el BCE decidió suspender las operaciones de inyección de liquidez en dólares estadounidenses el 31 de enero de 2010.

Recuadro 3

SITUACIÓN DE LIQUIDEZ Y OPERACIONES DE POLÍTICA MONETARIA EN EL PERÍODO COMPRENDIDO ENTRE EL 11 DE NOVIEMBRE DE 2009 Y EL 9 DE FEBRERO DE 2010

En este recuadro se describe la gestión de la liquidez realizada por el BCE durante los períodos de mantenimiento de reservas que finalizaron el 7 de diciembre de 2009, el 19 de enero de 2010 y el 9 de febrero de 2010.

En el período analizado, el BCE continuó aplicando algunas de las medidas no convencionales introducidas desde octubre de 2008 en respuesta a la intensificación de la crisis financiera, al mismo

tiempo que comenzó a retirar gradualmente las medidas que ya no eran necesarias, dadas las mejoras observadas en la situación de los mercados financieros.

Más concretamente, el 3 de diciembre de 2009, el Consejo de Gobierno del BCE anunció que:

- i) seguiría realizando sus operaciones principales de financiación (OPF) mediante procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena mientras fuese necesario y al menos hasta que finalice el tercer período de mantenimiento de 2010 el 13 de abril;
- ii) las operaciones de financiación especiales (es decir, las operaciones con plazo de un período de mantenimiento) seguirían realizándose aplicando este procedimiento de subasta al menos durante los tres primeros períodos de mantenimiento de 2010;
- iii) las operaciones de financiación a tres meses regulares continuarían realizándose mediante procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena al menos durante los tres primeros meses de 2010 (incluida la operación de financiación a tres meses con fecha de liquidación prevista para el 1 de abril de 2010);
- iv) el tipo de interés aplicable en la última operación de financiación a doce meses, con adjudicación prevista para el 16 de diciembre de 2009, quedaría fijado en el promedio de los tipos mínimos de puja de las OPF a lo largo del período de vigencia de esta operación.

Además, las operaciones de mercado abierto en francos suizos y en dólares estadounidenses realizadas por el Eurosistema se suspendieron al final de enero de 2010. El 18 de enero, el Consejo de Gobierno del BCE decidió, de común acuerdo con el Banco Nacional de Suiza, que las operaciones *swap* de inyección de liquidez a una semana en francos suizos dejarían de realizarse el 31 de enero, debido al descenso de la demanda y a la mejora de las condiciones en los mercados de financiación. En consecuencia, la última operación *swap* de inyección de liquidez a una semana en francos suizos se adjudicó el 26 de enero. De igual modo, el 27 de enero, el BCE confirmó que las líneas *swap* temporales con la Reserva Federal finalizarían el 31 de enero, en vista de la mejora experimentada en el funcionamiento de los mercados financieros durante el pasado año. Asimismo, el Consejo de Gobierno del BCE decidió, de común acuerdo con la Reserva Federal, el Banco de Inglaterra, el Banco de Japón y el Banco Nacional de Suiza, suspender las operaciones *swap* de inyección de liquidez en dólares estadounidenses a partir del 31 de enero. Por tanto, la última operación *swap* del Eurosistema en dólares estadounidenses se adjudicó el 25 de enero.

Necesidades de liquidez del sistema bancario

En los tres períodos de mantenimiento de reservas considerados, las necesidades diarias de liquidez de las entidades de crédito —definidas como la suma de los factores autónomos, las exigencias de reservas y el exceso de reservas (es decir, los saldos en cuenta corriente por encima de las exigencias de reservas)— ascendieron, en promedio, a 585,5 mm de euros, lo que representa una disminución de 1,9 mm de euros con respecto a la media de los tres períodos de mantenimiento anteriores.

En promedio, los factores autónomos aumentaron ligeramente y se situaron en 374,4 mm de euros, un incremento de 1,9 mm de euros con respecto a la media de los tres períodos de mantenimiento anteriores (véase gráfico B).

En cambio, las exigencias medias de reservas se redujeron, en promedio, 3,8 mm de euros y se situaron en 210 mm de euros.

El exceso de reservas diario se situó, en promedio, en 1,28 mm de euros durante el período de referencia, en comparación con una media de 0,98 mm de euros durante los tres períodos de mantenimiento anteriores (véase gráfico A).

Oferta de liquidez

El volumen de operaciones de financiación vivas ascendió, en promedio, a 686 mm de euros en los tres períodos de mantenimiento considerados, lo que supone un ligero aumento respecto a los 683 mm de euros registrados, en promedio, en los tres períodos de mantenimiento precedentes.

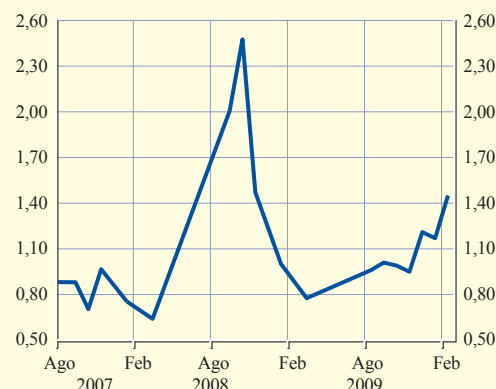
Al igual que en los tres períodos de mantenimiento anteriores, la operación principal de financiación a una semana solo representó un porcentaje limitado (entre el 8% y el 10%) de la financiación total viva. En los tres períodos de mantenimiento considerados, el saldo vivo de las operaciones principales de financiación semanales ascendió, en promedio, a 58,0 mm de euros.

El saldo vivo de las operaciones de financiación a plazos especiales se redujo notablemente, situándose en promedio en 3,3 mm de euros durante los tres períodos de mantenimiento considerados, lo que representa una caída respecto al promedio de 15,9 mm de euros registrado en los tres períodos de mantenimiento anteriores.

El saldo vivo de las OFPML a tres y seis meses se redujo aún más, situándose en 42,1 mm de euros el 9 de febrero de 2010, frente a los 97,6 mm de euros contabilizados el 11 de noviembre de 2009, ya que algunas de estas operaciones vencieron y no se sustituyeron, o bien se renovaron con un importe de adjudicación inferior al de la operación que vencía. El saldo vivo de las OFPML a tres y seis meses ascendió, en promedio, a 56,4 mm de euros durante el período considerado. No obstante, el descenso de este saldo

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

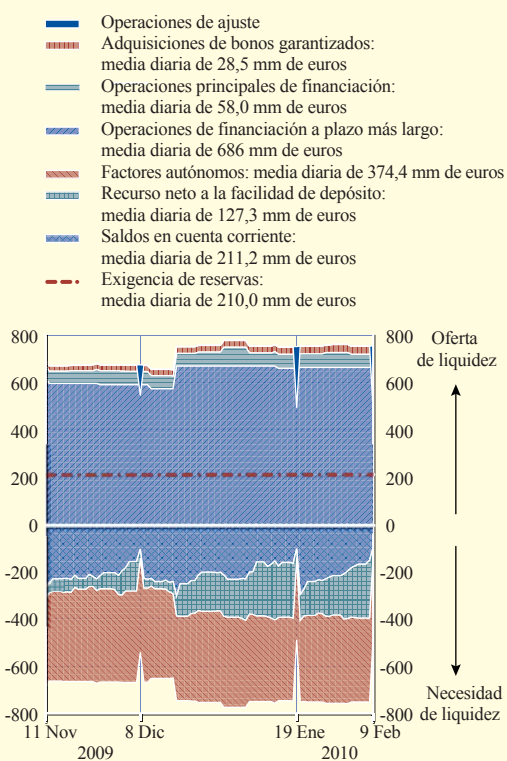
(mm de euros; nivel medio en cada período de mantenimiento)



Fuente: BCE

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

(mm de euros)



Fuente: BCE.

vivo se compensó, en gran medida, con una adjudicación de 96,9 mm de euros en la tercera OFPML a doce meses el 16 de diciembre de 2009.

Durante el período considerado, los bancos centrales del Eurosistema siguieron realizando compras simples de bonos garantizados denominados en euros, como parte del programa de adquisiciones de este tipo de valores. Dicho programa, que se inició el 6 de julio de 2009, tiene por objeto comprar bonos garantizados por un importe que, a finales de junio de 2010, deberá haber alcanzado la cifra de 60 mm de euros. Durante el período de referencia, las compras de bonos ascendieron, en promedio, a 216 millones de euros por día hábil, mientras que, al 9 de febrero de 2010, el valor acumulado total se situaba en 35,4 mm de euros (frente a los 22,7 mm de euros contabilizados al 11 de noviembre de 2009).

Durante el período considerado, se absorbieron en promedio 219,4 mm de euros en las tres operaciones de ajuste realizadas el último día de cada período de mantenimiento (véase gráfico B). En comparación, la absorción de liquidez en los tres períodos de mantenimiento anteriores ascendió, en promedio, a 185 mm de euros. El recurso promedio a la facilidad marginal de crédito fue de 0,45 mm de euros en el período considerado (0,15 mm de euros más que en los tres períodos de mantenimiento precedentes).

Uso de las facilidades permanentes

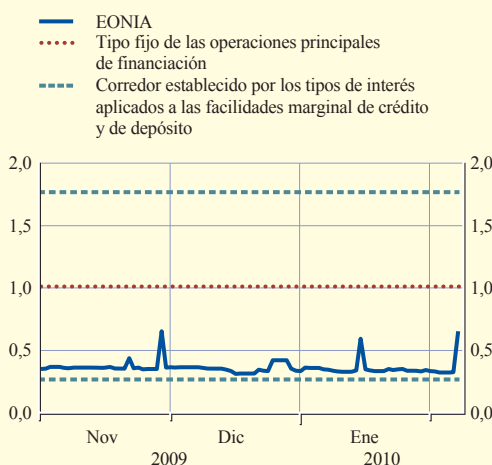
Como resultado del aumento de la oferta de liquidez, y dado que las necesidades de liquidez del sistema bancario no experimentaron, prácticamente, variación alguna, el recurso neto diario a la facilidad de depósito¹ aumentó, en promedio, de los 64 mm de euros² registrados en el período de mantenimiento de reservas que finalizó el 8 de diciembre de 2009 a los 168,1 mm de euros en el período de mantenimiento que concluyó el 9 de febrero de 2010.

Tipos de interés

Los principales tipos de interés del BCE no han experimentado variaciones desde el 13 de mayo de 2009, situándose el tipo de interés de las operaciones principales de financiación en el 1%, el de la facilidad marginal de crédito en el 1,75% y el de la facilidad de depósito en el 0,25%. Como resultado de la holgada situación de liquidez, el EONIA se mantuvo estable y en niveles cercanos al tipo de interés de la facilidad de depósito durante el período considerado, situándose en promedio en el 0,352% (véase gráfico C), prácticamente sin variación con respecto al 0,358% observado en los tres períodos de mantenimiento anteriores. En los tres días en los que se realizaron operaciones de ajuste de drenaje de liquidez (es decir, el último día de cada período de mantenimiento), el EONIA se situó, en promedio, en el 0,623%, es decir, 30 puntos básicos por encima del nivel observado el día anterior.

Gráfico C El EONIA y los tipos de interés del BCE

(tipos de interés diarios, en porcentaje)



Fuente: BCE

1 El recurso neto a la facilidad de depósito es igual a la diferencia entre el recurso a la facilidad de depósito y el recurso a la facilidad marginal de crédito.

2 El recurso neto medio diario a la facilidad de depósito incluye los fines de semana.

Durante el período considerado, el diferencial entre el EURIBOR a tres meses y el tipo *swap* a tres meses del EONIA —que indica el nivel de riesgo de crédito y de liquidez— se redujo hasta una media de 30 puntos básicos, frente a la media de 35 puntos básicos registrada en los tres períodos de mantenimiento anteriores. En comparación, este diferencial fue, en promedio, de 64 puntos básicos en el período de mantenimiento previo a la quiebra de Lehman Brothers a mediados de septiembre de 2008. El diferencial marcó un máximo de 186 puntos básicos el 12 de octubre de 2008, tras producirse dicha quiebra.

2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

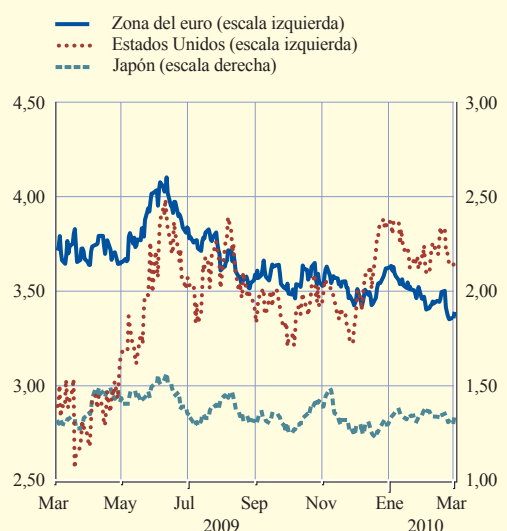
En los tres últimos meses, la evolución de la renta fija ha mostrado ciertas diferencias entre los principales mercados. En comparación con los niveles de finales de noviembre de 2009, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo disminuyó ligeramente en la zona del euro, mientras que aumentó de forma significativa en Estados Unidos, donde la curva de rendimientos presentó una pendiente particularmente acusada. En general, las tasas de inflación implícitas forward a largo plazo de la zona del euro se mantuvieron prácticamente estables. Los diferenciales de riesgo de deuda soberana mostraron una elevada volatilidad y se ampliaron en algunos países de la zona del euro en el período considerado, como consecuencia de la preocupación del mercado respecto a la sostenibilidad fiscal de estos países. Al mismo tiempo, en general los diferenciales de renta fija privada volvieron a estrecharse ligeramente.

Entre finales de noviembre de 2009 y el 3 de marzo de 2010, en la zona del euro el rendimiento de la deuda pública a diez años disminuyó ligeramente, hasta situarse en torno al 3,4%, y solo registró fluctuaciones moderadas en este período (véase gráfico 21). Por el contrario, en Estados Unidos el rendimiento de los bonos a largo plazo aumentó de forma pronunciada en el período analizado, situándose en torno al 3,7% el 3 de marzo. En consecuencia, el diferencial de tipos de interés nominales a diez años entre la deuda pública de Estados Unidos y la de la zona del euro cambió de signo y se situó alrededor de 30 puntos básicos el 3 de marzo.

La incertidumbre de los participantes en el mercado respecto a la evolución a corto plazo del rendimiento de la deuda pública a largo plazo en los principales mercados, medida por la volatilidad implícita de los mercados de renta fija, ha experimentado escasos cambios desde finales de noviembre de 2009. Ello sugiere que, pese a que los comentaristas especializados van centrando cada vez más su atención en la sostenibilidad de las finanzas públicas de muchas economías desarrolladas y en los correspondientes riesgos al alza para

Gráfico 21 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.

el rendimiento de los bonos, los inversores no anticipan importantes fluctuaciones a corto plazo en los principales mercados de renta fija.

Al principio del período examinado, el rendimiento de los bonos a largo plazo aumentó de forma acusada en Estados Unidos, como resultado, principalmente, de la publicación de datos macroeconómicos positivos, que confirmaron, en general, que está en curso una recuperación gradual de la economía estadounidense. Además, el pronunciado incremento de la oferta neta de bonos del Tesoro de Estados Unidos, que habrán de ser absorbidos por los participantes privados en el mercado en 2010 (y en años sucesivos), parece haber ejercido elevadas presiones al alza sobre el rendimiento de los bonos estadounidenses a largo plazo en el período considerado. Estas presiones se observan también en los diferenciales a largo plazo entre los tipos *swap* y el rendimiento de los bonos, que fueron negativos y muy inferiores a los registrados antes de la crisis. Al mantenerse el rendimiento de los bonos a corto plazo en una senda moderada, señal de que los mercados esperaban que el tipo de interés de los fondos federales se mantuviera en niveles excepcionalmente bajos durante un largo período de tiempo, el aumento del rendimiento de los bonos a largo plazo observado en los últimos meses ha dado lugar a una curva de rendimientos con una pendiente inusualmente empinada en Estados Unidos. Sin embargo, en enero y febrero la publicación de datos macroeconómicos algo menos positivos y la menor tolerancia al riesgo de los inversores originaron un descenso del rendimiento de los bonos estadounidenses a largo plazo. La decisión de elevar la tasa de descuento desde el 0,50% al 0,75%, adoptada el 18 de febrero por el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal, solo tuvo un impacto moderado sobre la curva de rendimientos.

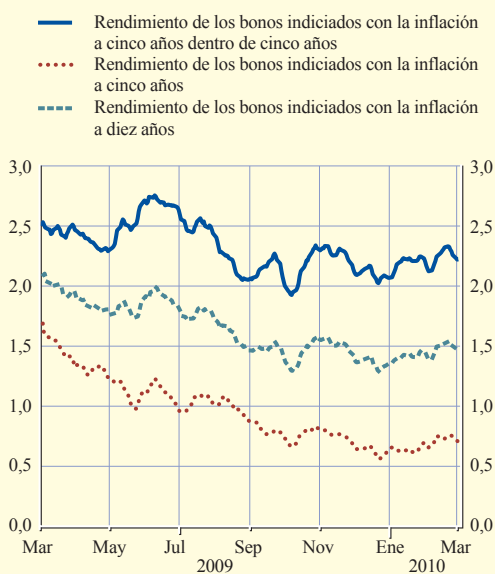
En comparación con las pronunciadas fluctuaciones del rendimiento de los bonos estadounidenses observadas recientemente, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro osciló dentro de un intervalo mucho más estrecho durante el período analizado. En línea con este rendimiento generalmente estable, los datos macroeconómicos publicados no mostraron una tendencia clara y la evidencia procedente de las encuestas sugirió que los participantes en el mercado no habían cambiado su valoración de las perspectivas económicas de la zona del euro de forma significativa. A finales de enero y principios de febrero, ante el recrudecimiento de los temores respecto a la sostenibilidad fiscal de algunos países de la zona del euro y ante las correspondientes presiones en los mercados, la tolerancia al riesgo disminuyó, ejerciendo presiones a la baja sobre el rendimiento de la deuda pública de elevada calidad. La mayor demanda de activos seguros y más líquidos se reflejó también en el aumento temporal de la prima de liquidez de los bonos alemanes. Sin embargo, ello solo contribuyó ligeramente a la marcada ampliación de los diferenciales de deuda soberana frente a los bonos alemanes, observada en el mismo período en algunos países de la zona del euro.

El rendimiento de los bonos a cinco y diez años indiciados con la inflación de la zona del euro ha experimentado escasos cambios desde finales de noviembre de 2009 (véase gráfico 22). La evolución generalmente estable del rendimiento de los bonos a medio plazo indiciados con la inflación observada en el período considerado confirma la valoración de que las expectativas del mercado respecto al crecimiento económico a medio plazo de la zona del euro se mantuvieron bastante estables durante este período.

Las tasas de inflación implícitas a medio y largo plazo de la zona del euro han seguido mostrando cierta volatilidad en los tres últimos meses. La mayor parte de las fluctuaciones observadas pueden atribuirse a factores técnicos de carácter transitorio que influyeron en el mercado de bonos indiciados con la inflación, especialmente a finales de diciembre y comienzos de enero (véase gráfico 23). Al final del período considerado, las tasas de inflación implícitas *spot* a cinco años se situaron en torno al 1,6%,

Gráfico 22 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)



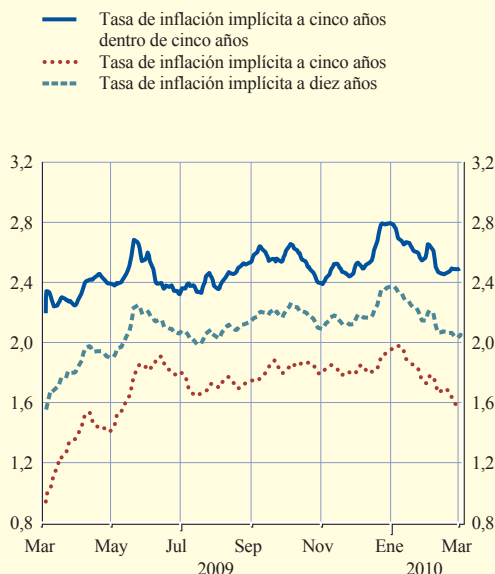
Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

unos 20 puntos básicos por debajo de los niveles de finales de noviembre. Dado que la tasa de inflación implícita a diez años disminuyó algo menos, hasta el 2,2%, la tasa de inflación implícita *forward* a cinco años dentro de cinco años (un indicador de las expectativas de inflación a largo plazo de los participantes en el mercado y de las correspondientes primas de riesgo) no experimentó cambios significativos, manteniéndose en el 2,5% el 3 de marzo.

Entre finales de noviembre de 2009 y el 3 de marzo de 2010, la curva de tipos *forward* implícitos a un día de la deuda pública de la zona del euro experimentó un desplazamiento a la baja en los plazos cortos y medios (véase gráfico 24). Es probable que ello sea reflejo, principalmente, de una revisión a la baja de las expectativas de los inversores respecto a la trayectoria futura de los tipos de interés a corto plazo en la zona del euro, en un mercado que solo anticipaba un moderado repunte de la actividad económica y de las correspondientes presiones inflacionistas.

Gráfico 23 Tasas de inflación implícitas de cupón cero de la zona del euro

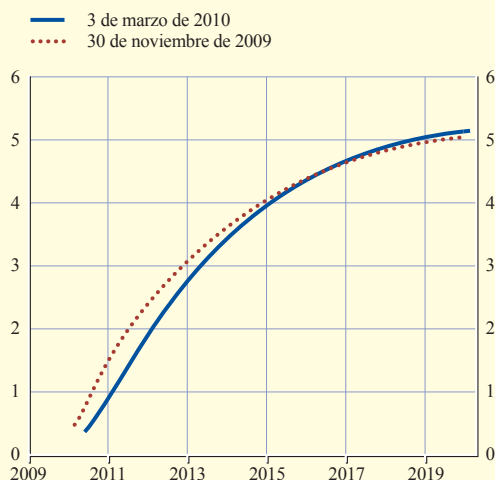
(en porcentaje; medias móviles de cinco días de datos diarios; datos desestacionalizados)



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

Gráfico 24 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.

La tendencia hacia un estrechamiento progresivo de los diferenciales de renta fija privada observada en la zona del euro en los tres últimos trimestres parece haberse estabilizado. Entre finales de noviembre de 2009 y mediados de enero de 2010, los diferenciales de renta fija privada se estrecharon algo más en todas las calificaciones crediticias y en todos los sectores. Sin embargo, al tiempo que a partir de mediados de enero crecía la incertidumbre de los mercados, medida por la volatilidad implícita de los mercados de renta variable, se observó una moderada ampliación de los diferenciales de renta fija privada. Desde una perspectiva a más largo plazo, los diferenciales de renta fija privada de los emisores con calificación crediticia más alta se han estrechado hasta a volver a los niveles anteriores a la crisis, mientras que los de los emisores con calificaciones más bajas siguen siendo mucho más amplios.

2.5 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

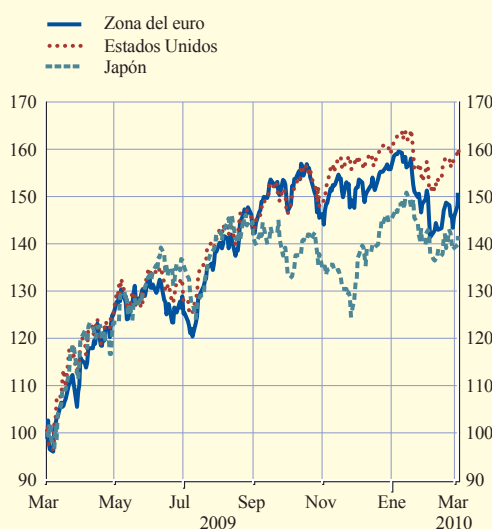
Tanto en la zona del euro como en Estados Unidos, los precios de las acciones subieron de forma moderada, en comparación con los niveles de finales de noviembre de 2009. A partir de mediados de enero de 2010, la tolerancia al riesgo de los inversores se redujo, como consecuencia, principalmente, de los renovados temores del mercado respecto a las perspectivas de las finanzas públicas de varios países. En este contexto, la incertidumbre de los mercados de renta variable, medida por la volatilidad implícita, se elevó notablemente en la segunda mitad del período analizado. Los beneficios por acción, efectivos y esperados, de las empresas mejoraron a ambos lados del Atlántico.

La tendencia al alza de los precios de las acciones observada a escala mundial desde marzo de 2009 persistió hasta mediados de enero de 2010. Desde entonces, los mercados de renta variable han mostrado una mayor volatilidad y las anteriores ganancias se han reducido (véase gráfico 25). Entre finales de noviembre de 2009 y el 3 de marzo de 2010, las cotizaciones bursátiles de la zona del euro, medidas por el índice Dow Jones EURO STOXX, subieron un 2,2%; las de Estados Unidos, medidas por el índice Standard & Poor's 500, aumentaron un 2,1%; y las de Japón, medidas por el índice Nikkei 225, registraron una mayor ganancia, un 9,7%, que solo compensó, sin embargo, el descenso observado en los meses precedentes.

Tras disminuir de forma constante en relación con los máximos alcanzados en la primavera de 2009, la incertidumbre de los mercados de renta variable, medida por la volatilidad implícita, repuntó sensiblemente a mediados de enero de 2010, antes de volver a descender en el transcurso de febrero (véase gráfico 26). Es probable que la mayor incertidumbre observada a finales de enero y principios de febrero fuera reflejo, fundamentalmente, de la menor tolerancia al riesgo y del resultante aumento de la compensación exigida por el riesgo, en un contexto de volatilidad de los precios de

Gráfico 25 Índices bursátiles

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



Fuentes: Reuters y Thomson Financial Datastream.

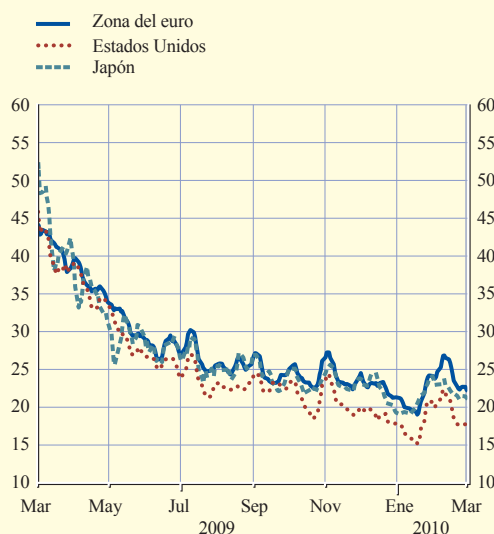
Nota: Índice Dow Jones EURO STOXX amplio para la zona del euro, Standard & Poor's 500 para Estados Unidos y Nikkei 225 para Japón.

la deuda soberana en algunos países de la zona del euro. En general, la volatilidad esperada a uno y dos años volvió a disminuir ligeramente.

Entre finales de noviembre de 2009 y mediados de enero de 2010, los precios de las acciones se recuperaron, ante la publicación de datos macroeconómicos positivos, que originaron un nuevo ajuste al alza de las expectativas de crecimiento económico mundial. En la segunda mitad del período examinado, en algunos países de la zona del euro el clima de los mercados de renta variable se vio afectado de forma creciente por la mayor inquietud respecto a las finanzas públicas. En la zona del euro, los precios de las acciones bajaron más en el sector financiero, mientras que registraron un comportamiento dispar y sin tendencia clara en otros sectores económicos (véase cuadro 3). Por ejemplo, en los sectores de sanidad y telecomunicaciones, los precios de las acciones se movieron en direcciones opuestas. En Estados Unidos, el sector financiero registró mejores resultados, tras el anuncio de sólidas ganancias en el sector bancario en el período considerado, pese a las nuevas medidas reguladoras contempladas por el Gobierno de Estados Unidos, que provocaron, inicialmente, un ligero descenso de los precios de las acciones de las entidades de crédito.

Gráfico 26 Volatilidad implícita de los mercados de renta variable

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



Fuente: Bloomberg.

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

Pese a los recientes descensos de los precios de las acciones, la mejora gradual de las perspectivas macroeconómicas mundiales y el correspondiente ajuste al alza de las expectativas de beneficios parecen haber seguido sosteniendo los precios de las acciones, especialmente en la primera mitad del período

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

(porcentaje de los precios a fin de período)

	EURO STOXX	Materias primas	Servicios de consumo	Bienes de consumo	Petróleo y gas	Financiero	Sanidad	Industrial	Tecnología	Tele- comuni- caciones	Agua, gas, electric.
Participación del sector en la capitalización bursátil (datos a fin de período)	100,0	8,8	6,4	12,4	7,5	26,0	4,3	12,8	4,7	7,6	9,6
Variación de los precios (datos a fin de período)											
2008 IV	-21,2	-26,0	-7,7	-19,1	-17,8	-35,0	-9,2	-18,5	-22,8	-2,1	-13,5
2009 I	-14,0	-13,6	-8,3	-11,5	-5,9	-20,1	-7,4	-14,0	-9,5	-8,8	-21,0
2009 II	16,4	19,8	3,3	17,7	9,7	34,2	3,9	18,0	15,8	0,0	9,0
2009 III	20,7	21,8	14,9	15,8	7,3	32,4	14,2	26,4	13,6	14,7	14,9
2009 IV	2,1	15,3	3,3	9,0	6,8	-5,5	7,7	3,8	-3,9	2,0	0,3
Enero 2010	-4,7	-6,8	0,0	-1,8	-5,3	-7,7	-0,8	-2,9	4,3	-7,1	-6,3
Febrero 2010	-1,9	-0,1	-1,6	-1,9	-2,5	-3,4	0,7	-2,3	-1,2	-0,1	-1,9
30 nov 2009 - 3 mar 2010	2,2	6,9	7,9	7,8	2,4	-5,3	10,8	5,8	12,6	-3,5	1,1

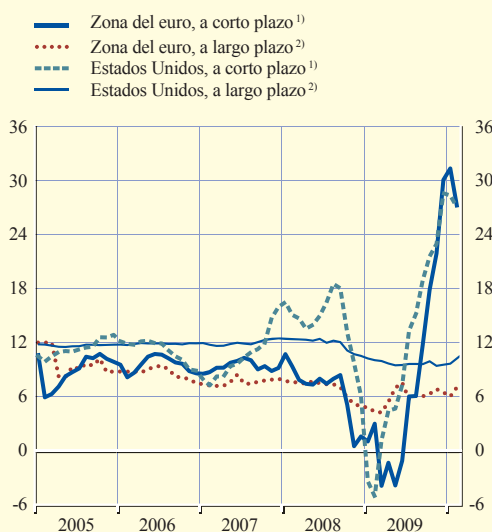
Fuentes: Thomson Financial Datastream y cálculos del BCE.

analizado. Para las empresas incluidas en el índice Dow Jones EURO STOXX, el ritmo de deterioro interanual de los beneficios efectivos ha disminuido marcadamente. El crecimiento de los beneficios efectivos por acción aumentó, desde el -40% registrado en noviembre de 2009 hasta el -22% observado en febrero de 2010. El crecimiento de los beneficios por acción esperados en los próximos doce meses se elevó también, situándose en el 27% en febrero, mientras que las expectativas de beneficios a más largo plazo solo mejoraron ligeramente (véase gráfico 27).

En Estados Unidos, se observaron mejoras similares en las perspectivas de beneficios empresariales, en términos de beneficios por acción de las empresas incluidas en el índice Standard & Poor's 500. El crecimiento de los beneficios efectivos por acción aumentó, desde el -19% de noviembre de 2009 hasta el -8% de febrero de 2010, y el crecimiento de los beneficios por acción esperados en los próximos doce meses se elevó, desde el 23% hasta el 27%, durante el mismo periodo. Las expectativas de beneficios a más largo plazo de las empresas cotizadas estadounidenses mejoraron ligeramente.

Gráfico 27 Crecimiento esperado de los beneficios empresariales por acción en Estados Unidos y en la zona del euro

(en porcentaje; datos mensuales)



Fuentes: Thomson Financial Datastream y cálculos del BCE.
Notas: Crecimiento esperado de los beneficios del índice Dow Jones EURO STOXX para la zona del euro y del índice Standard & Poor's 500 para Estados Unidos.
1) «A corto plazo» se refiere a las expectativas de los analistas respecto a los beneficios en los próximos doce meses (tasas de crecimiento interanual).
2) «A largo plazo» se refiere a las expectativas de los analistas respecto a los beneficios en los próximos tres a cinco años (tasas de crecimiento interanual).

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

El coste real de la financiación de las sociedades no financieras de la zona del euro se redujo considerablemente entre septiembre de 2009 y enero de 2010, continuando la tendencia a la baja que comenzó en el cuarto trimestre de 2008. Esta nueva disminución de los costes de financiación se debió, en particular, a los acusados descensos del coste de la financiación en los mercados y en menor medida, a la reducción de los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a los préstamos y al menor coste de las acciones cotizadas. En este contexto, la emisión de valores distintos de acciones por parte de las sociedades no financieras continuó siendo intensa, mientras que la financiación bancaria siguió disminuyendo.

CONDICIONES DE FINANCIACIÓN

El coste real de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro —calculado ponderando el coste de las distintas fuentes de financiación a partir de sus saldos vivos, corregido de efectos de valoración— cayó hasta situarse en el 3,1% en diciembre de 2009 y enero de 2010, lo que representa una reducción de 33 puntos básicos en comparación con el tercer trimestre de 2009 (véase gráfico 28)⁴.

⁴ Utilizando ponderaciones actualizadas para calcular el coste real de la financiación externa, dicho coste se situó en el 3,4% en septiembre de 2009, en lugar del 3,1%, como se publicó en el Boletín Mensual de diciembre de 2009.

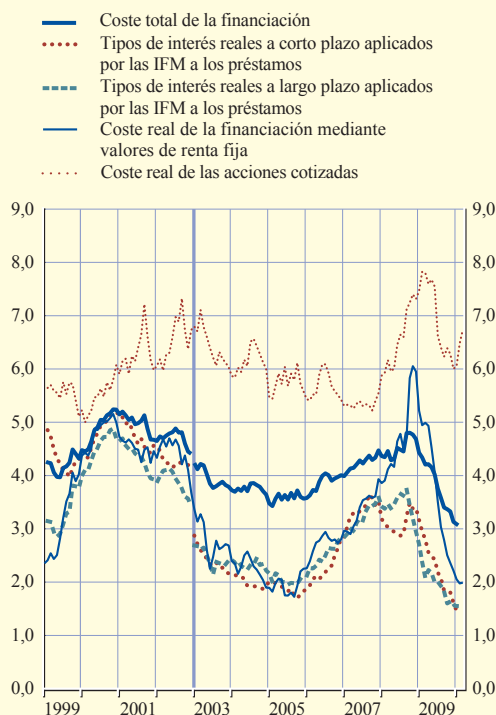
Tanto los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a los préstamos como los costes de financiación mediante valores de renta fija disminuyeron en términos reales en el período analizado. La reducción de los tipos de interés bancarios fue reflejo, principalmente, de la continuación de la transmisión gradual de las modificaciones de los tipos de interés oficiales del BCE a los clientes bancarios de la zona del euro. Los tipos de interés reales a corto plazo aplicados por las IFM se redujeron 41 puntos básicos entre septiembre de 2009 y enero de 2010, mientras que los tipos de interés reales a largo plazo aplicados por el citado sector disminuyeron 27 puntos básicos. En cambio, el coste real de la financiación mediante valores de renta fija descendió alrededor de 74 puntos básicos en ese mismo período, como consecuencia de nuevos descensos de los diferenciales de los valores de renta fija privada y del retorno de la inclinación por el riesgo observado durante la mayor parte de este período. Desde una perspectiva a más largo plazo, el coste real total de la financiación de las sociedades no financieras de la zona del euro se situó en el nivel más bajo registrado desde 1999, excepto el coste real de las acciones.

Entre septiembre de 2009 y enero de 2010, la mayor parte de los tipos de interés nominales aplicados por las IFM a los nuevos préstamos a las sociedades no financieras volvió a descender ligeramente (véase cuadro 4). La tendencia a la baja observada en los tipos aplicados por el citado sector desde noviembre de 2008 sigue siendo acorde con el descenso de los tipos de interés del mercado monetario y de los rendimientos de los bonos durante este período, ya que, en épocas normales, la evolución de los costes de financiación a corto plazo de las entidades de crédito resulta afectada, fundamentalmente, por las variaciones de los tipos a corto plazo del mercado monetario (EURIBOR), mientras que los tipos a largo plazo aplicados por las entidades de crédito a los préstamos suelen reflejar las variaciones de los rendimientos de la deuda pública. En general, es probable que la transmisión de las reducciones anteriores de los tipos de interés del BCE a los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a los préstamos esté próxima a completarse. La última encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro confirmó que el acceso de las entidades de crédito a la financiación en los mercados y su situación de liquidez habían mejorado en cierta medida, lo que había contribuido a la relajación de los criterios de aprobación de los préstamos a empresas y podría haber conllevado una reducción de los tipos de interés aplicados a los préstamos.

El pronunciado descenso del coste real de la financiación mediante valores de renta fija refleja también el estrechamiento de los diferenciales de los valores de renta fija privada, que miden la diferencia entre

Gráfico 28 Coste real de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro

(en porcentaje; datos mensuales)



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

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

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

(en porcentaje; en puntos básicos)

							Variaciones en puntos básicos hasta enero 2010 ¹⁾		
	2008 IV	2009 I	2009 II	2009 III	2009 Dic	2010 Ene	2008 Oct	2009 Oct	2009 Dic
Tipos de interés aplicados por las IFM									
Descubiertos en cuenta de las sociedades no financieras	6,24	5,08	4,55	4,25	4,05	4,05	-284	-13	0
Préstamos a las sociedades no financieras hasta un millón de euros									
Sin fijación del tipo y con período inicial de fijación del tipo hasta un año	5,38	4,03	3,64	3,36	3,28	3,23	-329	-10	-5
Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años	5,32	4,74	4,49	4,16	3,96	3,99	-158	-19	3
Préstamos a las sociedades no financieras por importe superior a un millón de euros									
Sin fijación del tipo y con período inicial de fijación del tipo hasta un año	4,28	2,85	2,57	2,06	2,19	2,03	-356	-11	-16
Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años	4,76	3,87	3,71	3,64	3,58	3,65	-143	1	7
Pro memoria									
Tipo de interés a tres meses del mercado monetario	3,26	1,63	1,22	0,77	0,71	0,68	-444	-6	-3
Rendimiento de la deuda pública a dos años	2,62	1,74	1,68	1,28	1,39	1,51	-176	12	12
Rendimiento de la deuda pública a siete años	3,28	3,38	3,53	3,10	3,10	3,23	-63	17	13

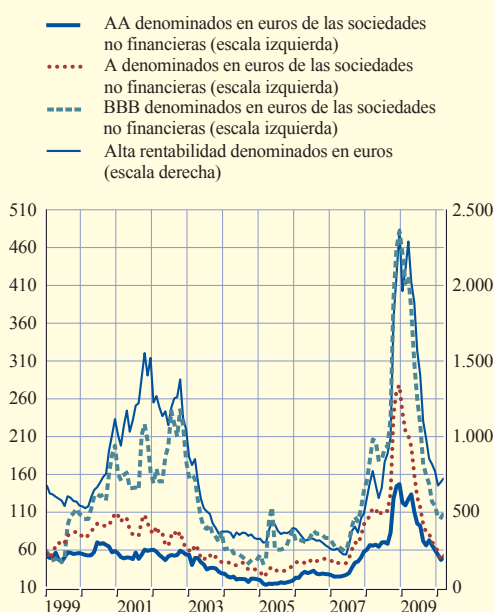
Fuente: BCE.

1) Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo.

los rendimientos de estos valores y los de la deuda pública. Estos diferenciales comenzaron a reducirse a principios de 2009, y en el cuarto trimestre de ese año y en enero y febrero de 2010 disminuyeron en todas las categorías de calificación crediticia, retrocediendo hasta situarse en los niveles registrados en agosto de 2008 (es decir, poco antes del aumento generalizado de los diferenciales cuando se intensificó la crisis) o por debajo de estos niveles. El descenso fue más pronunciado para los bonos con calificación crediticia baja y, en particular, para los bonos de grado especulativo. Por ejemplo, los diferenciales de los bonos de alta rentabilidad y los bonos con calificación BBB de la zona del euro disminuyeron alrededor de 201 y 49 puntos básicos, respectivamente, entre septiembre de 2009 y febrero de 2010, permaneciendo ligeramente por encima de los niveles anteriores a la crisis, mientras que los diferenciales de los bonos con calificación AA retrocedieron hasta situarse en los mismos niveles que antes de la crisis (véase gráfico 29). Factores como la menor percepción del riesgo y la disminución de la aversión al riesgo en los mercados podrían haber influido en el descenso observado. En el recuadro 4 se proporciona información sobre la situación financiera y las necesidades de financiación de las pequeñas y medianas empresas y las grandes empresas de la zona del euro en el segundo semestre de 2009.

Gráfico 29 Diferenciales de los valores de renta fija de las sociedades no financieras

(en puntos básicos; medias mensuales)



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

Recuadro 4

RESULTADOS DE LA ENCUESTA SOBRE EL ACCESO A LA FINANCIACIÓN DE LAS PEQUEÑAS Y MEDIANAS EMPRESAS DE LA ZONA DEL EURO: SEGUNDO SEMESTRE DE 2009

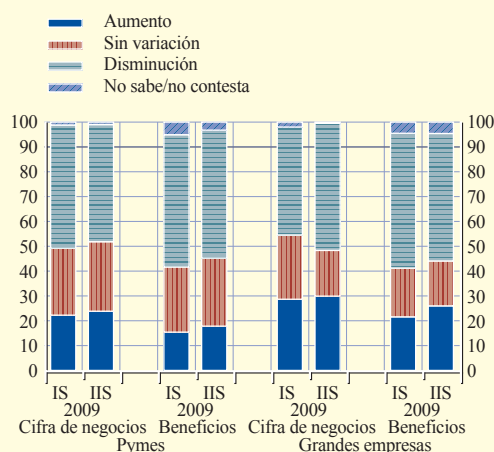
En este recuadro se presentan los resultados de la segunda ronda de la «Encuesta sobre el acceso a la financiación de las pequeñas y medianas empresas de la zona del euro»¹. En la encuesta, realizada por encargo del BCE entre el 19 de noviembre y el 18 de diciembre de 2009, participaron 5.320 empresas de la zona del euro². La encuesta proporciona evidencia sobre la situación financiera, las necesidades de financiación y el acceso a la financiación de las pequeñas y medianas empresas (pymes) y, con fines de comparación, de las grandes empresas de la zona del euro, en el segundo semestre de 2009. Dado que la encuesta comenzó a realizarse recientemente, se recomienda cautela al extraer conclusiones firmes sobre las variaciones en las respuestas en el tiempo.

Situación financiera de las pymes de la zona del euro

En el segundo semestre de 2009, la situación de las pymes en cuanto a ingresos y endeudamiento apenas se modificó. El porcentaje de pymes que señaló una disminución de los beneficios se redujo hasta el 51%, frente al 53% del primer semestre de 2009, mientras que el porcentaje que indicó que los beneficios habían aumentado se incrementó hasta el 18%, desde el 15% (véase gráfico A). En términos netos, el 34% de las pymes (frente al 38% en el primer semestre de 2009), señaló que los beneficios habían disminuido³. La evolución de los beneficios fue algo menos negativa para las grandes empresas, ya que, en términos netos, el 25% (frente al 33% en el primer semestre de 2009) indicó que sus beneficios se habían reducido. Además, el porcentaje de pymes que señaló que la cifra de negocios había disminuido también descendió ligeramente (desde el 50% hasta el 47%), mientras que el porcentaje que indicó que la cifra de negocios había aumentado experimentó un leve incremento (desde el 22% hasta el 24%), en consonancia con la moderada mejora de la actividad económica observada en el segundo semestre de 2009. El problema más acuciante que se les planteó a las pymes de la zona del euro en el segundo semestre de 2009 continuó siendo encontrar clientes (un 28% señaló esta respuesta, frente al 27% del

Gráfico A Indicadores de la situación financiera de las empresas de la zona del euro

(variación en los seis meses previos; porcentaje de encuestados)



Fuente: Encuesta del BCE y de la Comisión Europea sobre el acceso a la financiación de las pymes.

- 1 Para más detalles, véase la encuesta «Survey on the access to finance of small and medium-sized enterprises in the euro area: second half of 2009», del BCE, 16 de febrero de 2010, disponible en la dirección del BCE en Internet (<http://www.ecb.europa.eu/stats/money/surveys/sme/html/index.en.html>). Esta encuesta se lleva a cabo de forma conjunta por el BCE y la Comisión Europea cada dos años y, en un formato más reducido, por el BCE cada seis meses. Las preguntas de la encuesta se refieren principalmente a la evolución durante los seis meses previos, que en esta ocasión corresponden al segundo semestre de 2009.
- 2 Las pymes incluyen las empresas muy pequeñas (entre 1 y 9 empleados), las pequeñas empresas (entre 10 y 49 empleados) y las medianas empresas (entre 50 y 249 empleados). Las grandes empresas son aquellas con 250 o más empleados.
- 3 El porcentaje neto de empresas que señalaron un aumento (disminución) se calcula como la diferencia entre las empresas que indicaron «aumentos» («disminuciones») y aquellas que señalaron «disminuciones» («aumentos»).

primer semestre de 2009), seguido por el acceso a la financiación (un 19%, frente al 17%). En cambio, entre las grandes empresas, encontrar clientes (un 24%) y la competencia (un 23%) fueron los problemas más mencionados, mientras que el acceso a la financiación (un 12%) se mencionó con menos frecuencia como el problema más apremiante.

Necesidades de financiación externa de las pymes de la zona del euro

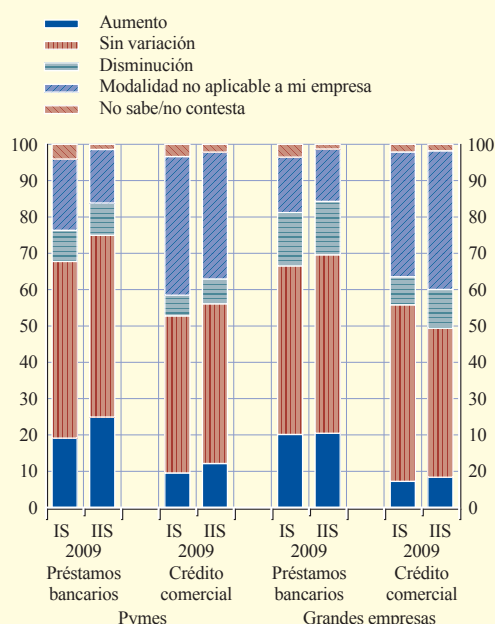
Aunque la mitad de las pymes que participaron en la encuesta señaló que sus necesidades de préstamos bancarios no se habían modificado en el segundo semestre de 2009, una cuarta parte indicó que sus necesidades de financiación bancaria habían aumentado, y algo menos del 10% señaló que estas necesidades habían disminuido (véase gráfico B). En términos netos, un 16% de las pymes (frente al 11% del primer semestre de 2009), especialmente las empresas pequeñas y muy pequeñas, señaló que sus necesidades de préstamos bancarios habían aumentado. En cambio, el porcentaje neto de grandes empresas que indicó un aumento de su necesidad de préstamos bancarios continuó siendo inferior y prácticamente no se modificó (un 6%, frente al 5% del primer semestre de 2009). Esta diferencia en función del tamaño de la empresa refleja un mayor recurso, por parte de las grandes empresas, a la financiación en los mercados, en los que las condiciones de financiación pasaron a ser bastante más favorables en el segundo semestre de 2009. Además, la necesidad de crédito comercial⁴ señalada por las pymes se mantuvo prácticamente invariable (en términos netos, un 5% de las pymes indicó un aumento de la necesidad de crédito comercial, frente al 4% del primer semestre de 2009), mientras que, en el caso de las grandes empresas, este porcentaje se redujo ligeramente (un -2%, frente a un 0%). En cuanto a los factores que han influido en el aumento neto de las necesidades de financiación externa de las pymes, se observaron algunas diferencias reseñables entre los distintos tamaños de empresa. La inversión en capital fijo fue más importante para las grandes y las medianas empresas, mientras que la mayor necesidad de financiación externa de las empresas pequeñas y muy pequeñas tuvo su origen, principalmente, en las existencias y en el capital circulante.

Solicitudes de financiación externa

En el segundo semestre de 2009, un 29% de las pymes participantes en la encuesta solicitó préstamos bancarios (nuevos préstamos o la renovación de un préstamo existente), un porcentaje prácticamente

Gráfico B Necesidades de financiación externa de las empresas de la zona del euro

(variación en los seis meses previos; porcentaje de encuestados)



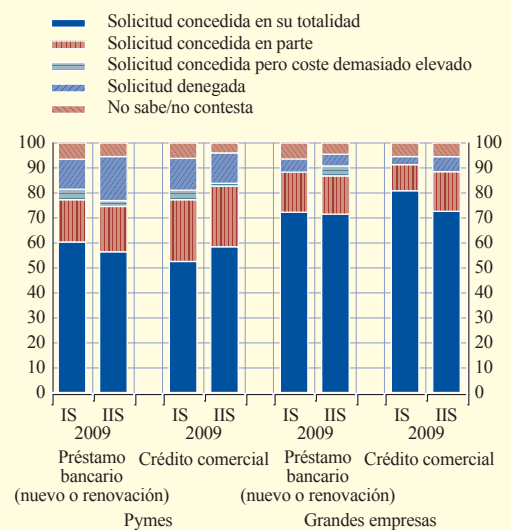
Fuente: Encuesta del BCE y de la Comisión Europea sobre el acceso a la financiación de las pymes.

4 En la encuesta, el crédito comercial se define como la adquisición de bienes o servicios de una empresa por otra sin pago en efectivo inmediato.

invariable con respecto al primer semestre del año. En general, el porcentaje de empresas que solicitó préstamos aumenta con el tamaño de la empresa. De igual modo, el porcentaje que no solicitó préstamos por temor a que su solicitud fuera denegada disminuye con el tamaño de la empresa. Tan solo un 7% de las pymes no solicitó un préstamo bancario por temor a que fuera denegado, frente al 5% del primer semestre de 2009. En cuanto al resultado de las solicitudes de financiación externa, una amplia mayoría (el 75%)⁵ de las pymes señaló que se le había concedido la totalidad o parte de los préstamos bancarios solicitados, en comparación con el 77% del primer semestre de 2009 (véase gráfico C). Mientras, la tasa de denegación de préstamos aumentó: el porcentaje de pymes que señaló que sus solicitudes de préstamos bancarios habían sido denegadas se incrementó hasta el 18%, desde el 12% del primer semestre de 2009. Al igual que en el primer semestre del año, la tasa de éxito en las solicitudes de préstamos fue más elevada y la tasa de denegación más baja a mayor tamaño y antigüedad (desde dos años a más de diez años de antigüedad) de la empresa. Tanto la tasa de éxito total o parcial (un 87%) como la tasa de denegación (un 5%) se mantuvieron estables en el caso de las grandes empresas. A diferencia de lo observado en los préstamos bancarios, en el crédito comercial la tasa de éxito de las solicitudes de las pymes aumentó, pero también en esta modalidad de crédito, la tasa crece con el tamaño de la empresa.

Gráfico C Resultados de las solicitudes de financiación externa de las empresas de la zona del euro

(en los seis meses previos; porcentaje de empresas que han solicitado préstamos bancarios o crédito comercial)



Fuente: Encuesta del BCE y de la Comisión Europea sobre el acceso a la financiación de las pymes.

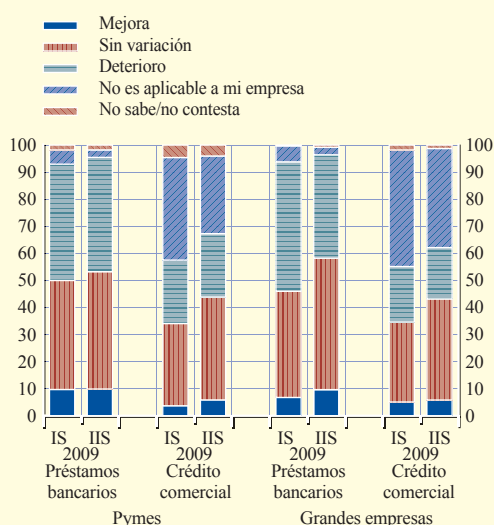
Disponibilidad de financiación externa para las pymes de la zona del euro

La valoración de las grandes empresas sobre la disponibilidad de préstamos bancarios en el segundo semestre de 2009 fue menos negativa (un -29%, en términos netos, frente al -41% del primer semestre), debido, principalmente, a la disminución en el porcentaje de grandes empresas que señaló un deterioro de la disponibilidad. Al mismo tiempo, el porcentaje neto de pymes que indicó que se había producido un deterioro en la disponibilidad de préstamos bancarios (nuevos o renovación de un préstamo existente) apenas se modificó con respecto al primer semestre de 2009 (un -32%, frente al -33% en el primer semestre). Un 42% de las pymes que participaron en la encuesta indicó que se había producido un deterioro y un 10% una mejora (véase gráfico D). En consonancia con las diferencias en la variación de las necesidades de financiación externa en función del tamaño de la empresa, es posible que las grandes empresas hayan sido menos negativas en su valoración de la disponibilidad de financiación bancaria, al haber sustituido parcialmente esta modalidad de financiación por la financiación en los mercados. Por lo que respecta al crédito comercial, tanto las pymes como las grandes empresas señalaron, en conjunto, que su disponibilidad se había deteriorado algo menos en el segundo semestre de 2009. Al igual que en el primer semestre de 2009, los principales factores determinantes del deterioro de la disponibilidad de financiación externa para las pymes fueron las

5 Debido al redondeo, la suma del porcentaje de solicitudes de préstamo concedidas en su totalidad (el 56%) y del porcentaje de solicitudes de préstamo concedidas en parte (el 18%) es 75%.

Gráfico D Disponibilidad de financiación externa para las empresas de la zona del euro

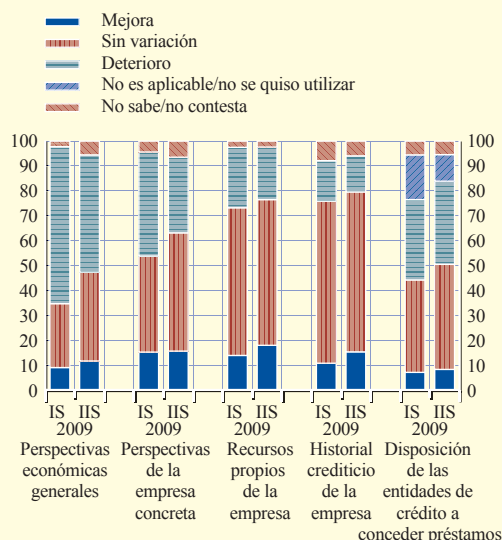
(variación en los seis meses previos; porcentaje de empresas que han solicitado financiación externa)



Fuente: Encuesta del BCE y de la Comisión Europea sobre el acceso a la financiación de las pymes.

Gráfico E Factores que influyen en la disponibilidad de financiación de las pymes de la zona del euro

(variación en los seis meses previos; porcentaje de encuestados)



Fuente: Encuesta del BCE y de la Comisión Europea sobre el acceso a la financiación de las pymes.

perspectivas económicas generales y las perspectivas de la empresa concreta, así como la disposición de las entidades a conceder préstamos (véase gráfico E). Del lado positivo, el porcentaje neto de pymes que señaló que las perspectivas económicas generales y las perspectivas de la empresa concreta se habían deteriorado se redujo considerablemente en el segundo semestre de 2009. En términos netos, todas las clases de empresas, excepto las empresas muy pequeñas, indicaron que se había registrado una mejora en los recursos propios y en el historial crediticio de la empresa, lo que puede estar relacionado con el ritmo ligeramente más lento de caída de los beneficios. En cambio, la valoración de las pymes de la disposición de las entidades de crédito para conceder préstamos prácticamente no se modificó: el 33% (frente al 32% del primer semestre de 2009) de las pymes indicó que se había producido un deterioro en la disposición de las entidades a conceder préstamos, mientras que solo el 8% (el 7% en el primer semestre de 2009) consideró que esta había mejorado. Al mismo tiempo, el porcentaje neto de grandes empresas que señaló que la disposición de las entidades para conceder préstamos se había deteriorado se redujo hasta el 14%, desde el 20% del primer semestre de 2009.

Condiciones de los préstamos bancarios

Aproximadamente un tercio de las pymes participantes en la encuesta señaló que los tipos de interés aplicados a los préstamos bancarios habían aumentado en el segundo semestre de 2009 (concretamente, el 35%, prácticamente sin variación con respecto al primer semestre de 2009), mientras que el 27% indicó que habían disminuido (el 29% en el primer semestre de 2009). En particular, el porcentaje neto de empresas muy pequeñas que manifestó que los tipos de interés se habían incrementado fue mayor, lo que puede estar relacionado con el hecho de que sus recursos propios y su historial crediticio se están deteriorando, mientras que el porcentaje neto de pequeñas y medianas empresas que señaló un incremento fue

menor. En cambio, en general, las grandes empresas indicaron que los tipos de interés habían disminuido. Asimismo, en términos netos, algo más de la tercera parte de las pymes que participaron en la encuesta manifestó que las garantías requeridas y otras condiciones, como los compromisos asociados a los contratos de préstamo, se habían endurecido, así como que los gastos y las comisiones habían aumentado. En conjunto, las grandes empresas también señalaron un endurecimiento adicional de estas condiciones. Al mismo tiempo, un elevado porcentaje de empresas señaló que las citadas condiciones no se habían modificado (entre el 45% y el 54% de las pymes y entre el 38% y el 55% de las grandes empresas).

Expectativas relativas al acceso a la financiación

Alrededor de la mitad de las pymes esperaba que el acceso a la financiación interna y externa no se modifique en el primer semestre de 2010. Al mismo tiempo, el porcentaje de pymes que esperaba un deterioro en su acceso a los préstamos bancarios (el 20%) y al crédito comercial (el 11%), en el primer semestre de 2010, continuaba siendo algo más elevado que el porcentaje que esperaba una mejora (el 14% para los préstamos bancarios y el 8% para el crédito comercial). Aunque también aproximadamente la mitad de las grandes empresas esperaba que su acceso a la financiación interna y externa se mantenga invariable, en términos netos, estas se mostraron algo más optimistas acerca de sus fondos internos y del acceso a los préstamos bancarios en el primer semestre de 2010.

FLUJOS DE FINANCIACIÓN

La mayor parte de los indicadores de rentabilidad de las sociedades no financieras de la zona del euro apuntan a que el ritmo de contracción se estabilizó en el cuarto trimestre de 2009 y a que se produjo una desaceleración a principios de 2010. La tasa de variación interanual de los beneficios por acción de las sociedades no financieras cotizadas de la zona del euro se mantuvo en niveles muy negativos en febrero de 2010 (en el -32%), aunque el ritmo de contracción experimentó una leve mejora (véase gráfico 30). De cara al futuro, se espera que los beneficios sigan mejorando. No obstante, se prevé que el crecimiento de los beneficios por acción de las sociedades no financieras siga siendo negativo hasta el verano de 2010.

En cuanto a la financiación externa, los préstamos concedidos por las IFM a las sociedades no financieras continuaron disminuyendo, aunque la emisión de instrumentos de mercado (valores distintos de acciones y acciones cotizadas) fue intensa (véase gráfico 31). En concreto, la tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras aumentó en el cuarto trimestre de 2009, favorecida por la positiva evolución de los mercados bursátiles. La emisión de valores distintos de acciones también ha seguido siendo vigorosa, y el descenso registrado en el cuarto trimestre de 2009 se debió a la caída de la tasa de crecimiento interanual de la emisión de este tipo de valores a corto plazo, ya que los emisores mostraron una fuerte preferencia por los valores distintos de acciones a largo plazo, con el fin de asegurarse unas condiciones favorables de financiación a largo plazo. Dos factores parecen haber desempe-

Gráfico 30 Beneficios por acción de las sociedades no financieras cotizadas de la zona del euro

(en porcentaje; datos mensuales)



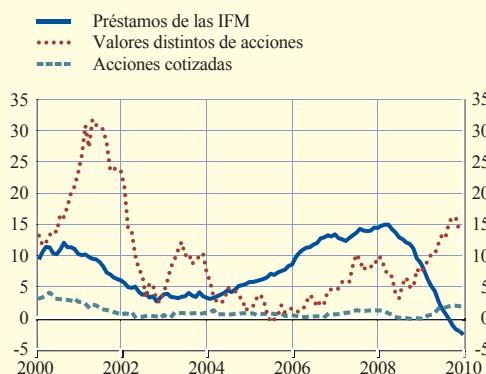
Fuentes: Thomson Financial Datastream y cálculos del BCE.

ñado un papel a la hora de proporcionar un incentivo a la emisión de valores distintos de acciones por las sociedades no financieras. En primer lugar, el coste total de la financiación mediante valores de renta fija privada ha registrado un descenso más pronunciado que los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a los préstamos desde finales de 2008. En segundo lugar, la sustitución de la financiación bancaria por la financiación en los mercados, principalmente entre las grandes empresas, puede haberse visto reforzada por las restricciones observadas en los préstamos bancarios y por el endurecimiento de los criterios aplicados en la aprobación de préstamos.

El crecimiento de los préstamos bancarios otorgados a las sociedades no financieras fue negativo (el -2,1%) en diciembre de 2009 (véase cuadro 5). En enero de 2010, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras disminuyó de nuevo y se situó en el -2,7%. En concreto, los préstamos a corto plazo (hasta un año) concedidos a las sociedades no financieras fueron los que más se redujeron, y la tasa de crecimiento interanual de estos préstamos ha permanecido en territorio negativo desde noviembre de 2008. La evidencia empírica sugiere que

Gráfico 31 Detalle por instrumentos de la financiación externa de las sociedades no financieras

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE

Nota: Las acciones cotizadas están denominadas en euros.

Cuadro 5 Financiación de las sociedades no financieras

	Tasas de crecimiento interanual				
	2008 IV	2009 I	2009 II	2009 III	2009 IV
Préstamos de IFM	9,5	6,2	2,7	-0,2	-2,1
Hasta un año	6,7	-0,5	-5,8	-10,2	-13,7
De uno a cinco años	14,0	11,1	7,2	2,0	-1,3
Más de cinco años	9,4	8,1	5,9	4,6	3,9
Valores distintos de acciones	7,8	9,1	11,8	15,3	13,6
A corto plazo	17,1	-10,7	-24,6	-26,1	-39,4
A largo plazo, de los cuales ¹⁾	6,2	13,1	19,1	23,3	24,1
A tipo fijo	7,7	17,6	25,3	31,8	32,8
A tipo variable	2,3	-0,5	-1,0	-4,7	-4,8
Acciones cotizadas	-0,1	0,4	1,5	1,9	1,9
Pro memoria²⁾					
Total financiación	3,9	3,3	2,8	2,1	-
Préstamos a sociedades no financieras	8,9	6,3	4,1	1,6	-
Reservas técnicas de seguro ³⁾	0,5	0,5	0,5	0,6	-

Fuentes: BCE, Eurostat y cálculos del BCE.

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

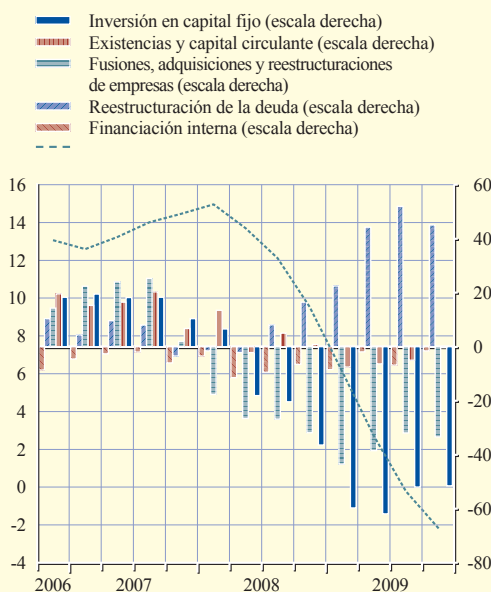
1) La suma de los valores distintos de acciones a tipo fijo y a tipo variable puede no coincidir con el total de valores distintos de acciones a largo plazo, porque los valores a largo plazo con cupón cero, que incluyen los efectos de valoración, no se muestran por separado en este cuadro.

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

3) Incluye las reservas de los fondos de pensiones.

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

(tasas de variación interanual; en porcentaje neto)



Fuente: BCE.

Nota: El porcentaje neto se refiere a la diferencia entre el porcentaje de entidades que indican que un factor determinado ha contribuido a un incremento de la demanda y las que indican que ha contribuido a una reducción; véase también la encuesta sobre préstamos bancarios de octubre de 2009.

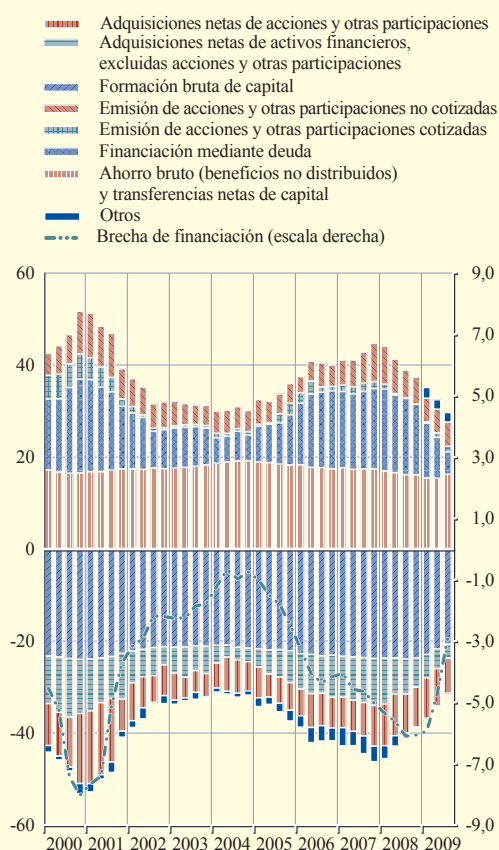
los préstamos a este sector suelen tender a ir considerablemente a la zaga del ciclo económico. En consecuencia, la desaceleración observada en los préstamos parece ser acorde con el acusado deterioro de la actividad económica y de los gastos de capital registrado en trimestres anteriores.

Según los resultados de la última encuesta sobre préstamos bancarios, factores de demanda, como la caída de la inversión en capital en fijo y de las operaciones de fusión y adquisición, tuvieron un efecto negativo en la demanda de préstamos de las sociedades no financieras (véase gráfico 32). Aunque la reducción del endurecimiento de los criterios aplicados en la aprobación de préstamos y líneas de crédito a empresas volvió a disminuir en el cuarto trimestre de 2009, la evidencia empírica sugiere que las modificaciones de estos criterios influyen en la evolución del crecimiento de los préstamos con una demora de tres a cuatro trimestres.

La brecha de financiación (o necesidad de financiación) de las sociedades no financieras, esto es, la diferencia entre los gastos en inversión real y la financiación interna (ahorro bruto), disminuyó considerablemente, hasta el 3% del valor añadido bruto, en el tercer trimestre de 2009, en términos de sumas móviles de cuatro trimestres. En el gráfico 33 se presentan los componentes que integran el ahorro, la financiación y la inversión de las empresas de la zona, según figuran en las cuentas de la zona del euro, para los que se dispone de datos hasta el tercer trimestre de 2009. Como se observa en el gráfico, la menor inversión real

Gráfico 33 Ahorro, financiación e inversión de las sociedades no financieras

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



Fuente: Cuentas de la zona del euro.

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

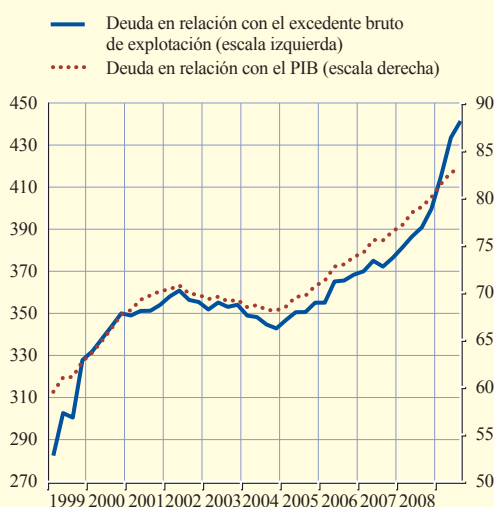
(formación bruta de capital fijo), podría estar financiándose, de manera creciente, con fondos internos, mientras que el crecimiento de la financiación externa se redujo. Al mismo tiempo, la adquisición neta de activos financieros, incluidas acciones, descendió de nuevo en el tercer trimestre de 2009.

POSICIÓN FINANCIERA

La combinación de unos flujos moderados de financiación externa y la caída de los beneficios empresariales ha provocado nuevos aumentos del endeudamiento de las sociedades no financieras, que alcanzó máximos históricos en el tercer trimestre de 2009 (véase gráfico 34). Como consecuencia de la significativa reducción de los tipos de interés aplicados a los préstamos bancarios y de los tipos de mercado, la carga de intereses de las sociedades no financieras continuó disminuyendo en el cuarto trimestre de 2009, situándose en niveles registrados a finales de 2006 (véase gráfico 35). En general, el elevado nivel de endeudamiento y la carga de intereses asociada pueden inducir a este sector a utilizar flujos de caja futuros para realizar reestructuraciones de sus balances, y podría limitar la demanda de financiación externa en los próximos meses.

Gráfico 34 Ratios de endeudamiento del sector de sociedades no financieras

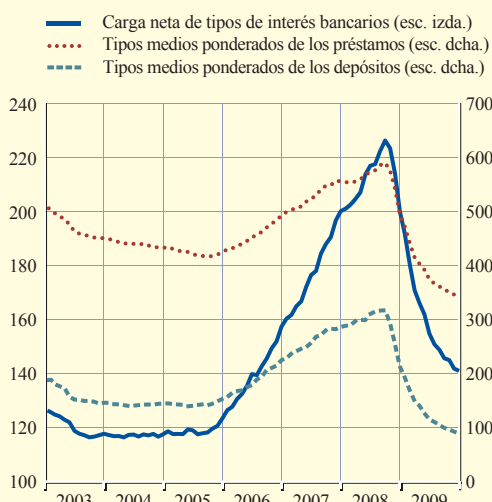
(en porcentaje)



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

Gráfico 35 Carga neta de tipos de interés bancarios de las sociedades no financieras

(puntos básicos)



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

2.7 FLUJOS DE FINANCIACIÓN Y POSICIÓN FINANCIERA DEL SECTOR HOGARES

Las condiciones de financiación de los hogares continuaron mejorando en el cuarto trimestre de 2009, registrándose nuevos descensos en los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a los préstamos y en el endurecimiento neto de los criterios aplicados para la aprobación del crédito. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos bancarios otorgados a los hogares aumentó en el cuarto trimestre de 2009 y en enero de 2010, impulsada principalmente por la persistencia de los flujos mensuales positivos observados en los préstamos para adquisición de vivienda. El nivel de endeudamiento de este sector en relación con la renta se mantuvo prácticamente estable, mientras que su carga por intereses volvió a reducirse.

CONDICIONES DE FINANCIACIÓN

La transmisión de los anteriores recortes de los tipos de interés oficiales del BCE y la reducción de los tipos de interés del mercado monetario y del rendimiento de los bonos provocaron un nuevo descenso de los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda en el cuarto trimestre de 2009 (véase gráfico 36). Este descenso fue menor que el observado en el trimestre anterior, pero fue generalizado en todos los plazos de vencimiento. La estructura temporal de los tipos de interés aplicados a los préstamos para adquisición de vivienda siguió caracterizándose por un considerable diferencial positivo entre los tipos de los préstamos con un período inicial de fijación largo (es decir, de más de cinco años) y aquellos con un período inicial de fijación corto (esto es, hasta un año), que continuaron desplazando las nuevas operaciones hacia préstamos con un período inicial de fijación del tipo más corto.

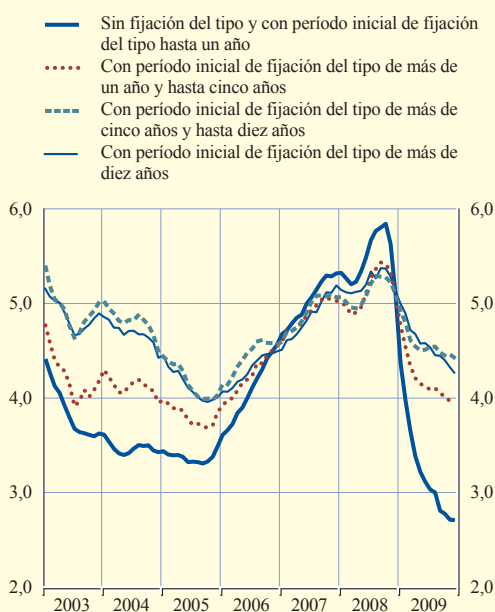
A diferencia del trimestre anterior, en el que los tipos de interés aplicados por las IFM al crédito al consumo descendieron únicamente para el crédito con un período inicial de fijación del tipo de más de cinco años, el descenso observado en el cuarto trimestre fue generalizado para todos los plazos de vencimiento, siendo especialmente significativo para los préstamos a tipo de interés variable y con un período inicial de fijación del tipo hasta un año. En general, los tipos de interés de los préstamos con un período inicial de fijación del tipo de más de un año y hasta cinco años fueron los que se mantuvieron en niveles más bajos, seguidos muy de cerca por los de los préstamos con el período inicial de fijación del tipo más corto (esto es, los préstamos a tipo de interés variable y con un período inicial de fijación del tipo hasta un año), mientras que los tipos aplicados a los préstamos con un período inicial de fijación de más de cinco años continuaron siendo los más altos. Al mismo tiempo, el diferencial entre los tipos más elevados y los más reducidos disminuyó en el cuarto trimestre, habiendo aumentado constantemente en trimestres anteriores.

Los diferenciales entre los tipos de interés a corto y a largo plazo aplicados a los nuevos préstamos para adquisición de vivienda y los tipos de mercado a plazos similares se redujeron en el cuarto trimestre. En el caso del crédito al consumo, los diferenciales de los tipos a corto plazo prácticamente no se modificaron en el citado trimestre, mientras que los de los tipos a largo plazo disminuyeron.

Los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios de enero de 2010 indican que el porcentaje neto de entidades que señaló que se había producido un endurecimiento de los criterios aplicados para la aprobación de préstamos y créditos volvió a disminuir en el cuarto trimestre, tanto en lo que respecta a los préstamos para adquisición de vivienda como al crédito al consumo y otros préstamos. En el caso de los préstamos para adquisición de vivienda, este nuevo descenso estuvo determinado, principalmente, por una reducción del riesgo percibido en torno a la actividad económica general y, en particular, a las perspectivas del mercado de

Gráfico 36 Tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda

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



Fuente: BCE.

la vivienda. La disminución observada en el endurecimiento neto de los criterios de aprobación del crédito al consumo y de otros préstamos fue menos pronunciada que la registrada en los préstamos para adquisición de vivienda. Se ha de observar que los costes de financiación y la disponibilidad de fondos de las entidades que, en contraposición con la situación económica, pueden considerarse factores puramente bancarios, ya no contribuyeron al endurecimiento de los criterios aplicados a los préstamos para adquisición de vivienda, al crédito al consumo y a otros préstamos. Por último, las entidades participantes en la encuesta consideraron que la demanda neta de préstamos para adquisición de vivienda aumentó de nuevo en el cuarto trimestre, como consecuencia de las perspectivas favorables del mercado de la vivienda, mientras que la demanda neta de crédito al consumo y otros préstamos se mantuvo moderada, ya que no se observaron mejoras en el gasto en bienes de consumo duradero ni en el ahorro de los hogares.

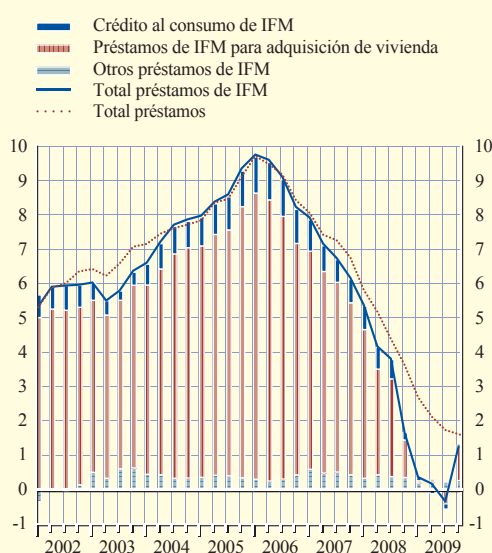
FLUJOS DE FINANCIACIÓN

La tasa de crecimiento interanual del total de préstamos a los hogares volvió a disminuir y se situó en el 1,7% en el tercer trimestre de 2009 (el trimestre más reciente para el que se dispone de datos de las cuentas integradas de la zona del euro), frente al 2,1% del trimestre precedente. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos otorgados por las instituciones distintas de IFM a los hogares se mantuvo muy elevada, situándose en el 25,9%, en el tercer trimestre, frente al 23,1% del trimestre anterior. Sin embargo, en gran medida, esta evolución no es atribuible a los nuevos préstamos originados por instituciones distintas de IFM, sino más bien al efecto de las operaciones de titulización fuera de balance o real (en las que los préstamos se dan de baja y, por tanto, se eliminan del balance de las IFM, y posteriormente se contabilizan como préstamos de otros intermediarios financieros), que fueron especialmente intensas a finales de 2008 y principios de 2009 y que siguen influyendo en las tasas de crecimiento interanual. El aumento observado en la tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las instituciones distintas de IFM a los hogares en el tercer trimestre se vio compensado por la nueva desaceleración de los préstamos otorgados por las IFM, que registraron una tasa de crecimiento interanual negativa. No obstante, los datos disponibles hasta enero sobre los préstamos de las IFM indican que la tasa de crecimiento interanual del total de préstamos a hogares registró su nivel más bajo en el tercer trimestre (véase gráfico 37), antes de aumentar ligeramente en el cuarto trimestre de 2009 y comienzos de 2010.

En enero de 2010, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM a los hogares se elevó, hasta situarse en el 1,6%, frente al 0,3% y el -0,1% del cuarto y tercer trimestres de 2009, respectivamente. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento de tres meses anualizada, un indicador de la evolución a corto plazo, mejoró considerablemente durante el segundo semestre de 2009, y se situó en el 3,5% en enero de 2010. Esta evolución confirma, una vez más, que se ha

Gráfico 37 Total de préstamos concedidos a los hogares

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



Fuente: BCE.

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

alcanzado un punto de inflexión en lo que respecta a los préstamos a los hogares. No obstante, si se tiene en cuenta el impacto de las bajas de préstamos del balance realizadas en el contexto de las operaciones de titulización, la recuperación de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a este sector es más limitada.

La persistencia de los flujos positivos registrados en los préstamos de las IFM y los aumentos de la tasa de crecimiento interanual parecen ser acordes con regularidades de largo plazo, según las cuales el endeudamiento de los hogares tiende a mejorar al principio del ciclo económico. Al mismo tiempo, estas mejoras pueden seguir siendo limitadas por el momento, dado que los mercados de la vivienda y la renta todavía están sujetos a una considerable incertidumbre y que el nivel de endeudamiento de este sector ha seguido siendo elevado en comparación con ciclos anteriores.

Dentro de los préstamos de las IFM a los hogares, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos para adquisición de vivienda se incrementó hasta situarse en el 1,8% en enero de 2010, desde el 0,2%, en promedio, alcanzado en el cuarto trimestre de 2009, dado que las entradas mensuales registradas desde mediados de 2009 han sido sostenidas. El mismo patrón se observa en otros préstamos, cuya tasa de crecimiento interanual se elevó hasta el 2,2% en enero, frente al 1,9% del cuarto trimestre. Por el contrario, la tasa de crecimiento interanual del crédito al consumo continuó siendo ligeramente negativa (del -0,1% en enero), pero mostró algunas señales de mejora en comparación con el segundo semestre de 2009, cuando, en promedio, fue del -1%.

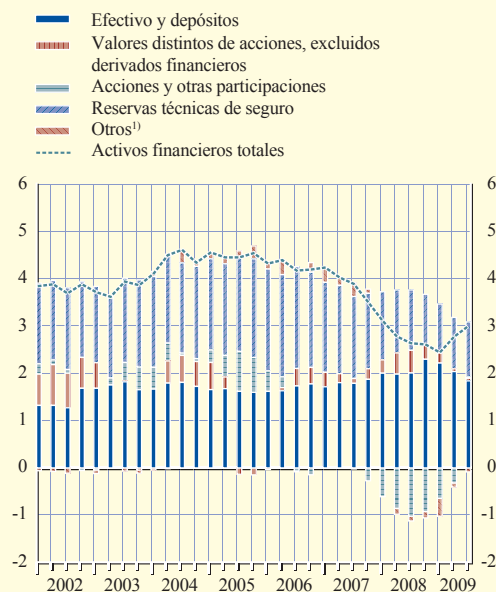
En lo que se refiere al activo del balance del sector hogares de la zona del euro que figura en las cuentas de la zona, la tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera total aumentó hasta situarse en el 3% en el tercer trimestre, frente al 2,7% del segundo trimestre (véase gráfico 38). La inversión de este sector en efectivo y depósitos continuó representando la contribución positiva más importante a la inversión financiera total, si bien siguió disminuyendo. Ciertamente, los hogares han estado trasvasando fondos desde activos líquidos hacia activos a más largo plazo y de mayor riesgo. En particular, las adquisiciones de acciones y de fondos de inversión (distintos de los fondos del mercado monetario) se incrementaron, al igual que la compra de reservas técnicas de seguro.

POSICIÓN FINANCIERA

La persistente evolución moderada de la deuda de los hogares en los últimos trimestres ha contribuido a la estabilización del endeudamiento de este sector. Concretamente, la deuda en relación con la renta disponible de los hogares se ha mantenido en torno al 94% desde finales de 2007 y, según estimaciones, por debajo del 95% en el cuarto trimestre de 2009 (véase gráfico 39). En cambio, se estima que la deuda en relación con el PIB de este sector aumentó moderadamente ese mismo trimestre. La discrepancia entre los dos indicadores tiene su origen en el hecho de que la actividad económica general está experi-

Gráfico 38 Inversión financiera de los hogares

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



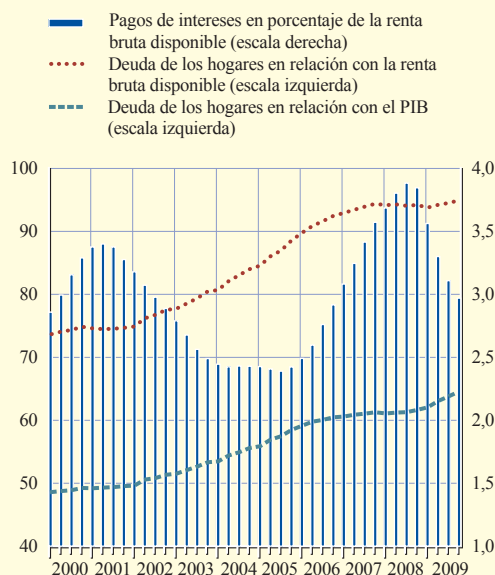
Fuentes: BCE y Eurostat.

1) Incluye préstamos y otras cuentas pendientes de cobro.

mentando un descenso cíclico más acusado que la renta de los hogares. Se estima que la carga por intereses de los hogares volvió a reducirse, aunque en menor medida que en trimestres anteriores, y se situó en un nivel ligeramente inferior al 3% de la renta disponible en el cuarto trimestre, frente al 3,1% del trimestre precedente. Dado que la deuda en relación con la renta se mantuvo prácticamente estable, ello refleja, principalmente, el impacto de la disminución de los tipos de interés aplicados a los préstamos bancarios, sobre todo a los préstamos a tipo de interés variable.

Gráfico 39 Endeudamiento y pagos de intereses de los hogares

(en porcentaje)



Fuentes: BCE y Eurostat.

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

3 PRECIOS Y COSTES

La inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se situó en el 0,9% en febrero de 2010, frente al 1% de enero. Los datos del IAPC publicados en el último trimestre confirman que la inflación ha vuelto a valores positivos, tras el período de desinflación registrado en los meses de verano y otoño de 2009. De cara al futuro, se espera que la inflación se sitúe en torno al 1% a corto plazo y que se mantenga en una senda moderada en el horizonte temporal relevante para la política monetaria. En línea con la lenta recuperación de la demanda interna y externa, se espera una evolución moderada de los precios, los costes y los salarios. Esta valoración se refleja también en las proyecciones macroeconómicas de marzo de 2010 elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, según las cuales la inflación interanual medida por el IAPC se situará en un intervalo comprendido entre el 0,8% y el 1,6% en 2010 y entre el 0,9% y el 2,1% en 2011. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de diciembre de 2009 elaboradas por los expertos del Eurosistema, el intervalo previsto para 2010 se ha ajustado ligeramente a la baja, mientras que el contemplado para 2011 se ha revisado ligeramente al alza. Los riesgos para las perspectivas de inflación están, en general, equilibrados.

3.1 PRECIOS DE CONSUMO

Según el avance de Eurostat, la tasa de inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se situó en el 0,9% en febrero, manteniéndose por cuarto mes consecutivo en valores positivos, tras el período de desinflación observado en los meses de verano y otoño de 2009 (véanse gráfico 40 y cuadro 6).

Por lo que se refiere a la evolución del IAPC por sectores, los datos más recientes muestran que la tasa de variación interanual del componente energético del índice aumentó, desde el 1,8% de diciembre de 2009, hasta el 4% de enero de 2010, el último mes para el que se dispone del detalle del IAPC. Desde una perspectiva más amplia, la tasa de variación interanual de los precios de la energía se ha ido elevando de forma constante desde el mínimo del -14,4% alcanzado en julio de 2009. El incremento observado desde julio del pasado año fue resultado, principalmente, de efectos de base derivados de la fuerte caída de los precios del petróleo en la última parte de 2008. Dentro del componente energético, cabe destacar que la tendencia al alza estuvo determinada, en gran medida, por la subida de los precios de partidas directamente relacionadas con la evolución de los precios del petróleo (combustibles líquidos,

Cuadro 6 Evolución de los precios

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	2008	2009	2009 Sep	2009 Oct	2009 Nov	2009 Dic	2010 Ene	2010 Feb
IAPC y sus componentes								
Índice general ¹⁾	3,3	0,3	-0,3	-0,1	0,5	0,9	1,0	0,9
Energía	10,3	-8,1	-11,0	-8,5	-2,4	1,8	4,0	.
Alimentos no elaborados	3,5	0,2	-1,3	-1,6	-1,3	-1,6	-1,3	.
Alimentos elaborados	6,1	1,1	0,5	0,3	0,5	0,7	0,6	.
Bienes industriales no energéticos	0,8	0,6	0,5	0,3	0,2	0,4	0,1	.
Servicios	2,6	2,0	1,8	1,8	1,6	1,6	1,4	.
Otros indicadores de precios								
Precios industriales	6,1	-5,1	-7,6	-6,6	-4,4	-2,9	-1,0	.
Precios del petróleo (euro/barril)	65,9	44,6	46,9	49,8	52,1	51,6	54,0	54,5
Precios de las materias primas no energéticas	2,1	-18,5	-17,1	-7,3	-0,9	19,0	27,0	28,8

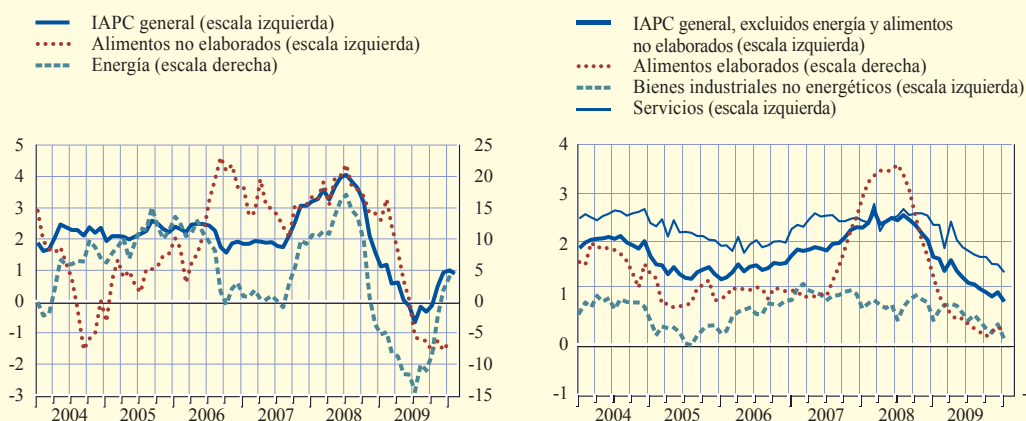
Fuentes: Eurostat, BCE y cálculos del BCE basados en datos de Thomson Financial Datastream.

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 febrero de 2010 corresponde a una estimación preliminar de Eurostat.

Gráfico 40 Desagregación del IAPC por principales componentes

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

combustibles y lubricantes para vehículos privados), mientras que las tasas de variación interanual de las partidas energéticas no derivadas del petróleo (como la electricidad y el gas) se han mantenido estables o han disminuido desde agosto de 2009. De cara al futuro, se espera que la inflación en los precios de la energía se mantenga, en general, estable en 2010, con algunas ligeras contribuciones positivas de los efectos de base y de los impuestos indirectos.

La inflación en los precios de los alimentos se situó en el $-0,1\%$ en enero de 2010, frente al $-0,2\%$ de diciembre de 2009 (véase cuadro 5.1 de la sección «Estadísticas de la zona del euro»), tras el proceso de desinflación observado en el último año y medio. A este respecto, los precios de los alimentos bajaron gradualmente entre mediados de 2008 y octubre de 2009, mes en el que su tasa de variación interanual se situó en el $-0,4\%$ (la tasa más baja registrada desde el inicio de la serie en 1990). Desde octubre se ha observado cierta estabilización de los precios de los alimentos.

Dentro de los precios de los alimentos, las presiones sobre los precios (medidas en tasas de variación interanual) se han ido atemperando progresivamente en los componentes de alimentos elaborados y no elaborados, así como en la mayor parte de las partidas, especialmente las que se ven más afectadas por la evolución de los precios de las materias primas alimentarias (como la carne, los cereales, los productos lácteos y los aceites y grasas). Sin embargo, una notable excepción ha sido el tabaco, que representa cerca de una cuarta parte del componente de alimentos elaborados. El aumento de los impuestos indirectos llevado a cabo el año pasado elevó la tasa de variación interanual del tabaco al $6,5\%$ en enero, situándola por encima de la media del $5,6\%$ observada desde 1998.

Entre los factores determinantes de la evolución de la inflación en los precios de los alimentos registrada en la última parte de 2009 y a comienzos de 2010, dos son particularmente importantes. En primer lugar, la transmisión de las anteriores caídas de los precios de las materias primas alimentarias a los consumidores ha reducido la inflación en los precios de los alimentos. En segundo lugar, la fuerte competencia en los precios al por menor de los alimentos, unida a la debilidad de la demanda de consumo, ha ejercido presiones a la baja sobre los precios de los alimentos. A este respecto, existen indicios de que los consumidores puedan seguir sustituyendo los productos de marca, caros y de elevada calidad, por productos más baratos. De cara al futuro, la inflación interanual en los precios de los alimentos volverá,

probablemente, a elevarse lentamente en los próximos meses, como consecuencia, en parte, de efectos de base al alza.

Si se excluyen los alimentos y la energía, que representan cerca del 30% de la cesta del IAPC, la inflación interanual medida por el IAPC ha seguido una trayectoria gradualmente descendente en los dos últimos años. Esta evolución refleja el comportamiento de los precios de dos de sus componentes, los bienes industriales no energéticos y los servicios, que dependen, en gran medida, de factores internos, como los salarios y los márgenes. En enero de 2010, la tasa de inflación de este agregado se situó en el 0,9%, frente a la media del 1,6% observada en el primer semestre de 2009.

La inflación interanual en los precios de los bienes industriales no energéticos se mantuvo en una trayectoria descendente a finales de 2009 y principios de 2010, situándose en enero en el 0,1%, muy por debajo del 0,4% registrado en diciembre de 2009, aunque ello se debió, en buena parte, a las rebajas estacionales. Haciendo abstracción de la volatilidad causada por factores coyunturales, entre octubre de 2009 y enero de 2010 la tasa de variación interanual de los bienes industriales no energéticos se situó, en promedio, en el 0,3%, en comparación con la media del 0,7% observada en el primer semestre de 2009. Los principales factores determinantes de esta evolución fueron la debilidad de la demanda de consumo y las presiones a la baja internas y externas sobre los precios de los bienes de consumo manufacturados.

Los bienes industriales no energéticos pueden desglosarse en bienes de consumo no duradero (aparatos eléctricos para el cuidado personal, productos farmacéuticos, periódicos, etc.), semiduradero (textiles, calzado, libros, etc.) y duradero (automóviles, muebles, artículos electrónicos, etc.). El nuevo descenso de la inflación en los bienes industriales no energéticos registrado recientemente se debió, principalmente, a la menor contribución de los bienes de consumo no duradero y semiduradero. La tasa de variación interanual de los bienes de consumo semiduradero volvió a disminuir de forma significativa en enero, como consecuencia, especialmente, de las rebajas de invierno de los precios de los textiles, que fueron mucho más acentuadas a principios de 2010 que en la misma época del año pasado. Este es un patrón que se viene observando en la zona del euro desde hace varios años y que puede estar relacionado, en parte, con la atonía de la demanda. Mientras que los precios de los textiles tienden a repuntar rápidamente con la llegada de las nuevas colecciones, la tendencia subyacente del componente de bienes industriales no energéticos parece mantenerse todavía en una trayectoria descendente.

Los últimos datos disponibles sugieren también que los precios de los bienes de consumo no duradero se mantienen en una senda moderada. Aunque las partidas incluidas en este agregado son de distinta naturaleza y no suelen mostrar tendencias comunes, en la actualidad todas ellas se ven afectadas por la debilidad de la demanda. Al mismo tiempo, la contribución negativa de los precios de los bienes de consumo duradero a la inflación en los bienes industriales no energéticos se ha mantenido, prácticamente, estable desde el tercer trimestre de 2009, aunque la tasa de variación interanual de este componente parece haber superado el mínimo registrado en septiembre de 2009. Ello se refleja en el fin de los fuertes descuentos en los precios de los automóviles, que es, con mucho, la partida de bienes de consumo duradero con la ponderación más alta.

De cara al futuro, los indicadores adelantados de inflación en los bienes industriales no energéticos, como los precios industriales y los precios de importación de los bienes de consumo (en ambos casos, excluidos los alimentos y el tabaco) siguen sugiriendo la existencia de presiones latentes a la baja, aunque en vías de reducción. No obstante, se espera que ni la demanda ni la capacidad de fijación de precios de las empresas impulsen sensiblemente al alza los precios en un futuro próximo.

En enero, la inflación interanual en los precios de los servicios cayó al 1,4%, desde el 1,6% de diciembre de 2009, tras descender de forma continuada a lo largo de 2009, abstracción hecha de cierta volatilidad a corto plazo registrada en marzo y abril como consecuencia de un efecto de calendario. En 2009, la inflación media interanual en los precios de los servicios se situó en el 2%, muy por debajo de la tasa media del 2,5% observada en el período 2007-2008.

La mayor parte del descenso de la inflación en los precios de los servicios registrado a lo largo del año pasado parece haber estado determinada por la evolución de los precios de algunas partidas (servicios de transporte aéreo, vacaciones organizadas, hostelería y alojamiento) que representan, en conjunto, cerca de una cuarta parte del total de servicios, en términos de ponderación. Lo que estas partidas tienen en común es que están todas relacionadas con el consumo de servicios de ocio, principalmente en el ámbito vacacional. Por consiguiente, puede considerarse que pertenecen a la categoría de gastos «menos necesarios», que los consumidores podrían reducir en primer lugar en una situación de grave crisis económica. Ante la debilidad de la demanda, las empresas que operan en estos sectores han entrado en fuerte competencia en materia de precios. Esta situación ha favorecido el traslado a los consumidores de cualquier reducción de los costes de los bienes intermedios, especialmente las relacionadas con el descenso de los precios de la energía y de los alimentos desde los elevados niveles alcanzados en el segundo semestre de 2008. Si se excluyen los componentes relacionados con las vacaciones, la inflación en los precios de los servicios ha mostrado una mayor estabilidad, oscilando en torno al 2% en los dos últimos años (el 2% es también la media de diez años de esta medida de exclusión). De cara al futuro, se espera que la inflación en los precios de los servicios se mantenga en niveles reducidos a lo largo de 2010, como resultado, principalmente, de la actual moderación del crecimiento salarial, en un contexto de debilidad de la demanda de consumo.

Dadas las fluctuaciones que la inflación medida por el IAPC ha venido registrando en los tres últimos años, cabe examinar la evolución de las expectativas de inflación durante el mismo período, ya que afecta al proceso de fijación de precios y salarios. En el recuadro 5 se analiza la evolución reciente de las expectativas de inflación de los consumidores y de los expertos en previsión económica.

Recuadro 5

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LAS EXPECTATIVAS DE LOS CONSUMIDORES Y DE LOS EXPERTOS EN PREVISIÓN ECONÓMICA DE LA ZONA DEL EURO ACERCA DE LA INFLACIÓN

A la hora de ejecutar una política monetaria orientada hacia la estabilidad de precios, es importante realizar un seguimiento de las expectativas de inflación, ya que pueden afectar al proceso de fijación de precios y salarios, al tiempo que pueden dar una indicación de la medida en que los agentes económicos incorporan el objetivo de estabilidad de precios en sus decisiones. Aunque las expectativas de inflación no se pueden observar directamente, pueden obtenerse medidas aproximadas de distintos maneras. Un método consiste en realizar encuestas entre una muestra de consumidores o de expertos en previsión económica. En los tres últimos años, la inflación interanual de la zona del euro ha experimentado fluctuaciones muy pronunciadas. Inicialmente, la tasa de variación interanual del IAPC empezó a elevarse en septiembre de 2007, como resultado, principalmente, del aumento de los precios de las materias primas, hasta alcanzar un máximo ligeramente superior al 4% en julio de 2008. Posteriormente, la tasa de inflación interanual medida por el IAPC registró un descenso originado por la caída de los precios de las materias primas y acelerado por los efectos de la crisis finan-

ciera. Las variaciones del IAPC, en las que influyeron, en gran medida, unos efectos de base, se situaron en valores negativos en junio de 2009, alcanzaron un mínimo en julio y volvieron a valores positivos en noviembre de 2009. En este recuadro se describe la respuesta de las expectativas de inflación de los consumidores y de los expertos en previsión económica a esta evolución, destacando el hecho de que, mientras que sus perspectivas de inflación a corto plazo han experimentado un importante reajuste, sus expectativas de inflación a largo plazo se han mantenido estables.

La única medida de las expectativas de inflación de los consumidores de la zona del euro la proporciona la Comisión Europea que, como parte de su encuesta, recaba mensualmente la opinión de los consumidores sobre la evolución de la inflación en la zona del euro. Las respuestas a la encuesta son de carácter cualitativo y se presentan de forma agregada en una «estadística de saldos», que pondera la frecuencia de las respuestas en distintas categorías¹. Estas medidas proporcionan información sobre el cambio de dirección en las percepciones de los consumidores acerca de la inflación en los doce meses anteriores y sus expectativas acerca de la evolución de la inflación en los doce meses siguientes. Aunque la estadística de saldos no ofrece ninguna indicación de la magnitud de la inflación percibida y esperada, es posible traducir las respuestas cualitativas a la encuesta de opinión en estimaciones cuantitativas de la inflación percibida y esperada, de manera que se puedan valorar en relación con la evolución observada del IAPC. Si bien existen diversos enfoques para establecer esta correspondencia, cada uno con sus propias limitaciones, a modo de ejemplo se utiliza en este recuadro una metodología basada en el enfoque de distribución de la probabilidad².

El gráfico A muestra que, en los últimos años, ha habido una relación relativamente estrecha entre la evolución de las percepciones y de las expectativas cuantitativas de inflación derivadas de la encuesta de opinión y la evolución del IAPC de la zona del euro. En efecto, el inicio del aumento de las percepciones y expectativas cuantitativas de los consumidores en 2007, el máximo alcanzado a mediados de 2008 y el mínimo registrado en 2009 coincidieron con la evolución del IAPC durante el mismo periodo, lo que demuestra que estas encuestas a corto plazo dependen, en gran medida, de los datos observados.

Aunque no existen encuestas de opinión de los consumidores respecto a sus expectativas de inflación a largo plazo en la zona del euro, estas expectativas se pueden obtener de las encuestas de opinión de los expertos. Las expectativas de inflación a largo plazo recogidas en encuestas como la del BCE a expertos en previsión económica (EPE) o la de Consensus Economics muestran que cuanto más largo sea el horizonte temporal de las expectativas menos dependerán de los resultados presentes y pasados. En efecto, las expectativas de inflación a cinco años vista de la EPE y las de seis a diez años vista de Consensus Economics han mostrado una elevada capacidad de resistencia a la inflación provocada por los precios de las materias primas en los últimos años, manteniéndose de forma persistente en un nivel igual o ligeramente inferior al 2%, lo que indica que las expectativas de inflación a largo plazo están firmemente ancladas en la zona del euro. Tampoco se han visto afectadas por las variaciones de las previsiones de inflación a corto plazo recogidas en las mismas encuestas (véase gráfico B). Ello confirma los resultados empíricos de un estudio del Deutsche Bundesbank (2006),

- 1 Para más información sobre los datos de las encuestas relativos a los precios de consumo de la zona del euro, véase el recuadro titulado «Percepciones de los consumidores acerca de la inflación: ¿Todavía no concuerdan con las estadísticas oficiales?», en el Boletín Mensual de abril de 2005. Véase también el artículo titulado «Inflación observada e inflación percibida en la zona del euro», en el Boletín Mensual de mayo de 2007.
- 2 Para un análisis de las principales técnicas, véase D'Elia, E., «Using the results of qualitative surveys in quantitative analysis», *Working Paper*, n.º 56, Istituto di Studi e Analisi Economica (ISAE), septiembre de 2005. Los detalles metodológicos de la técnica utilizada en el presente recuadro se describen en Forsells, M. y Kenny, G., «The rationality of consumers' inflation expectations: survey-based evidence for the euro area», *Working Paper Series*, n.º 163, BCE, 2002. Para conocer las limitaciones de esta técnica, véase el recuadro titulado «Evolución reciente de las percepciones y las expectativas de los consumidores de la zona del euro acerca de la inflación», en el Boletín Mensual de noviembre de 2007.

Gráfico A Inflación medida por el IAPC y percepciones y expectativas cuantitativas de los consumidores acerca de la inflación

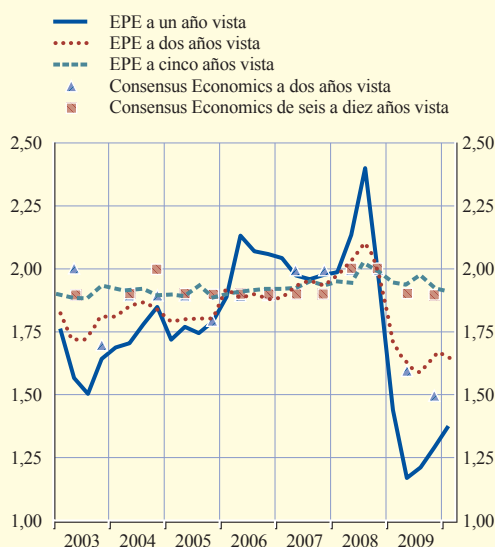
(tasas de variación interanual)



Fuentes: Encuestas de opinión de la Comisión Europea, Eurostat y cálculos de los expertos del BCE.

Gráfico B Expectativas de los expertos en previsión económica acerca de la inflación a corto y largo plazo

(tasas de variación interanual)



Fuentes: BCE y Consensus Economics.

que sugiere que, en los últimos años, el vínculo entre las expectativas de inflación a largo y a corto plazo se ha deshecho y que, contrariamente a lo observado en periodos anteriores, ya no existe ninguna relación estadísticamente significativa entre las dos medidas³.

Puede encontrarse evidencia adicional sobre esta observación en los estudios que analizan el grado de anclaje de las expectativas de inflación a largo plazo obtenidas de los datos financieros. Existe una clara evidencia empírica de que las expectativas de inflación basadas en el mercado relativas a la zona del euro y a otras economías industrializadas no responden generalmente a la publicación de nuevos datos macroeconómicos, señal de que tienden a no variar ante cambios en el entorno económico⁴. De hecho, la estabilidad de las expectativas de inflación a largo plazo puede ser considerada como un importante indicador de la credibilidad de la política monetaria del BCE orientada a mantener la estabilidad de precios a medio plazo.

La capacidad de resistencia de las expectativas de inflación a largo plazo de la zona del euro sostiene la conjetura de que una definición cuantitativa precisa de la estabilidad de precios, que es un elemento importante de la estrategia de política monetaria del BCE, ayuda a anclar las expectativas de inflación en niveles compatibles con el objetivo del banco central y reduce su sensibilidad a la inflación pasada y a otros datos macroeconómicos⁵. Ello sugiere que incluso si la inflación fluctúa, los agentes

3 Deutsche Bundesbank (2006), «How informative survey data on private sector inflation expectations are for monetary policymakers», *Monthly Bulletin*, octubre, pp. 15-27.

4 Gürkaynak, R., Levin, A. y Swanson, E., «Does inflation targeting anchor long-run inflation expectations? Evidence from long-term bond yields in the US, UK and Sweden», Federal Reserve Bank of San Francisco, *Working Paper*, n.º 2006-2009, 2006. Ehrmann et al., «Convergence and Anchoring of Yield Curves in the Euro Area», *Working Paper Series*, n.º 817, BCE, 2007.

5 Levin, A.T., Natalucci, F.M. y Piger, J.M., «Explicit inflation objectives and macroeconomic outcomes», *Working Paper Series*, n.º 383, BCE, 2004. Véase también Johnson, D., «The effect of inflation targeting on the behaviour of expected inflation: evidence from an 11 country panel», *Journal of Monetary Economics* 49, 2002, pp. 1521-1538.

económicos tienden a ajustar sus expectativas de inflación a largo plazo en muy escasa medida. En efecto, el mero hecho de que los indicadores de expectativas de inflación a largo plazo no han variado prácticamente en respuesta a la elevada volatilidad de la inflación a corto plazo o de las previsiones de inflación muestra hasta que punto las expectativas a medio y largo plazo están ancladas al objetivo del Consejo de Gobierno del BCE de mantener las tasas de inflación en un nivel inferior, aunque próximo, al 2% a medio plazo.

3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

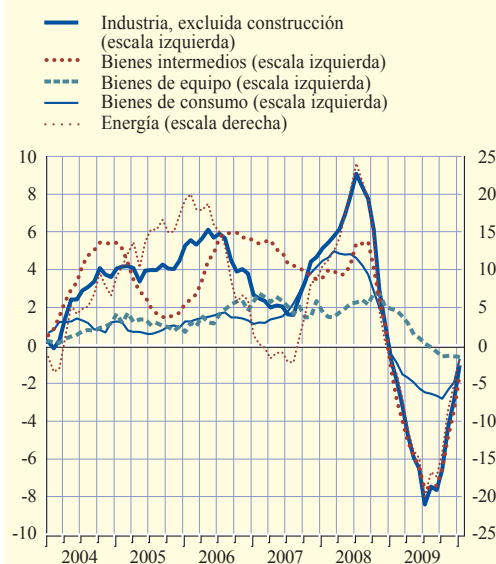
Los últimos datos disponibles sugieren que los precios industriales están bajando más lentamente, en tasa interanual, en el sector industrial. La tasa de variación interanual de los precios industriales, excluida la construcción, aumentó en enero, hasta el -1%, desde el -2,9% de diciembre. Este incremento estuvo determinado, principalmente, por los precios de los componentes de energía y de bienes intermedios, como resultado, en gran medida, de fuertes efectos de base positivos y de recientes incrementos de los precios de la energía y de las materias primas. 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 enero, impulsada sobre todo por los precios de los alimentos (véase gráfico 41).

La tasa de variación interanual de los precios industriales, excluida la construcción, muestra en horizontes temporales ligeramente más dilatados unas tendencias que sugieren que las presiones sobre los precios en la cadena de suministro están disminuyendo. Este indicador se ha elevado gradualmente en la última parte de 2009 y a comienzos de 2010, desde el mínimo del -8,4% alcanzado en julio de 2009. Las subidas que las tasas de variación interanual de los precios industriales han experimentado en este período han sido resultado, en gran medida, de las de sus componentes de energía y bienes intermedios, reflejo de la interacción entre los efectos de base al alza derivados de la caída de los precios mundiales del crudo observada a finales de 2008 y principios de 2009 y la evolución reciente de estos precios. Al mismo tiempo, las tasas de variación interanual de los demás componentes de los precios industriales se han mantenido más estables, aunque en niveles muy bajos, ante los reducidos costes de los bienes intermedios y la debilidad de la demanda de productos industriales. De cara al futuro, los cambios a corto plazo, como variaciones de la media móvil de tres meses, y los efectos de base al alza que se produzcan en los próximos meses sugieren una nueva reducción de las presiones a la baja sobre los precios industriales.

Los indicadores de las encuestas señalan también una tendencia hacia la estabilización de los precios industriales. Por lo que se refiere a la encuesta a los directores de compras, todos los índices de precios volvieron a subir en febrero (véase gráfico 42). En particular, el índice de precios de los bienes intermedios en el sector manufacturero, que ya se había situado por encima de 50 en octubre (un valor superior a 50 señala un aumento de los precios y un valor inferior a 50 indica un descenso de los mismos), alcan-

Gráfico 41 Desagregación de los precios industriales

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

zó un valor superior a 60 en febrero. El correspondiente índice del sector servicios se elevó gradualmente en los meses de verano y otoño de 2009 y se ha venido estabilizando, desde noviembre, en un valor ligeramente superior a 50, señal de estabilidad de los costes de los bienes intermedios para los proveedores de servicios. Los índices de precios cobrados en los sectores de manufacturas y de servicios han seguido subiendo en los tres últimos meses, aunque se mantenían en niveles inferiores a 50 en febrero. Ello quiere decir que, en promedio, las empresas están rebajando sus precios, aunque a un ritmo más lento que antes. En conjunto, la evolución reciente de los precios de los bienes intermedios y de los precios cobrados basada en las encuestas sugiere que los márgenes de las empresas seguían siendo reducidos a comienzos de 2010.

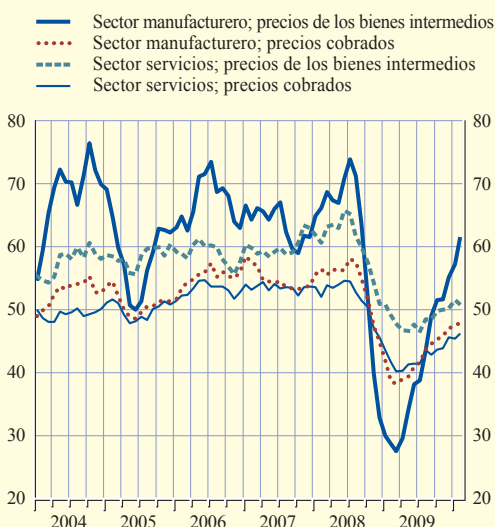
3.3 INDICADORES DE COSTES LABORALES

Desde diciembre de 2009 se dispone de algunos indicadores de costes laborales referidos al tercer trimestre de 2009. Estos indicadores señalan que los costes laborales se mantuvieron en una senda moderada en el tercer trimestre, confirmando la tendencia que se inició a finales de 2008. En cierta medida, el fuerte descenso de las tasas de crecimiento de la remuneración por asalariado refleja el menor crecimiento de los salarios por hora y la reducción del número de horas trabajadas. La interacción de estos dos elementos ayuda pues a explicar las diferencias observadas en las tasas de crecimiento interanual de los salarios negociados, de la remuneración por asalariado y de los costes laborales por hora (véanse gráfico 43 y cuadro 7).

La tasa de crecimiento interanual de los salarios negociados de la zona del euro, el único indicador de costes laborales actualmente disponible para el cuarto trimestre de 2009, disminuyó al 2,1% en ese trimestre, desde el 2,3% del trimestre anterior. La tasa de la zona del euro está, en general, en línea con las tasas de crecimiento observadas en el período 2004-2007, aunque sigue siendo alta, dada la situación del mercado de trabajo. Ello se debe, posiblemente, a que este indicador incluye varios convenios salariales negociados en 2008, cuando existían muchas más tensiones en el mercado de

Gráfico 42 Encuestas sobre precios de los bienes intermedios y precios de producción

(índices de difusión; datos mensuales)

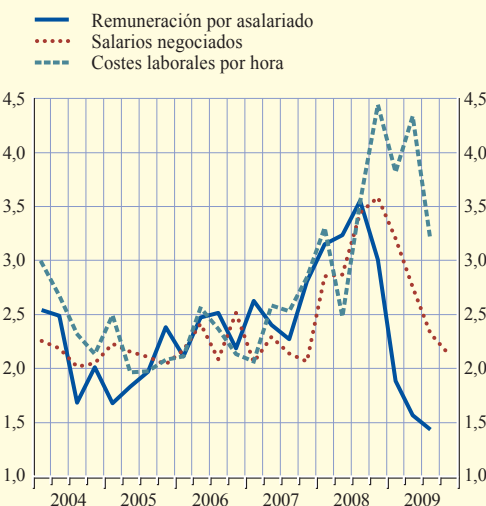


Fuente: Markit.

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.

Gráfico 43 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

Cuadro 7 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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

Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

trabajo. No obstante, el descenso registrado recientemente confirmó que el crecimiento de los salarios negociados de la zona del euro mantiene la trayectoria descendente iniciada al comienzo de 2009.

De cara al futuro, es probable que la tasa de crecimiento interanual de los salarios negociados descienda aún más en los próximos trimestres, a medida que los contratos más antiguos vayan siendo sustituidos gradualmente por contratos nuevos, con aumentos salariales más reducidos tanto en el sector privado como en el público.

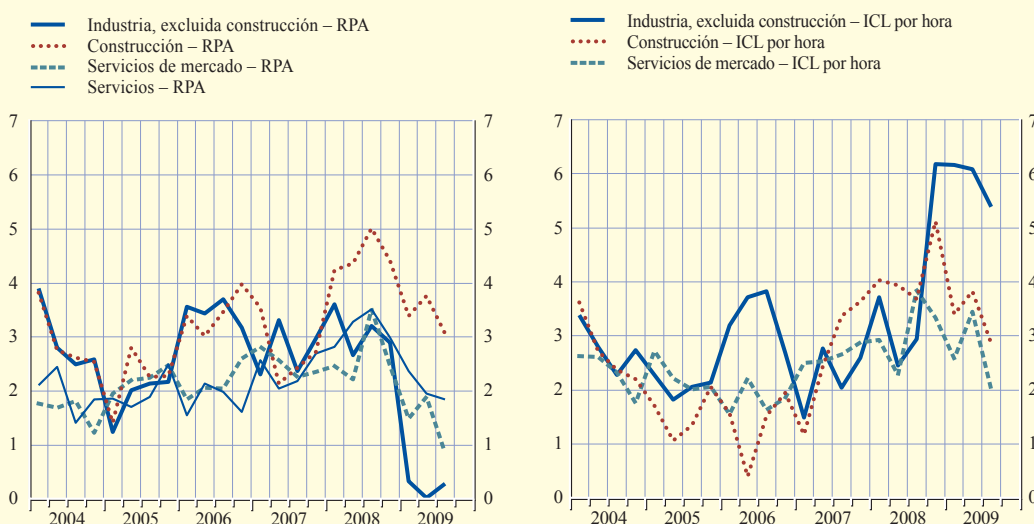
La moderación salarial se observa también en la tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado de la zona del euro, que disminuyó al 1,4% en el tercer trimestre, desde el 1,6% del trimestre precedente. El desglose por sectores muestra un descenso generalizado del crecimiento de la remuneración por asalariado en el tercer trimestre de 2009, con reducciones ligeramente más pronunciadas en la construcción y los servicios de mercado (véase gráfico 44). Por lo tanto, prosiguió la fuerte caída de la tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado observada el año pasado, alcanzando en el tercer trimestre el nivel más bajo registrado desde el inicio de la UEM. Entre el tercer trimestre de 2008 y el tercer trimestre de 2009, el crecimiento de la remuneración por asalariado descendió 2,2 puntos porcentuales. Durante el mismo período, el crecimiento de los salarios negociados disminuyó en menor medida, en 1,1 puntos porcentuales. La mayor caída de la remuneración por asalariado fue reflejo del menor número de horas de trabajo al día por asalariado y de la deriva salarial observada durante ese período, ya que, debido a la crisis económica, las empresas ajustaron los aumentos salariales a la baja, recortando los componentes flexibles de los salarios¹.

La tasa de crecimiento interanual de los costes laborales por hora de la zona del euro disminuyó de forma significativa en el tercer trimestre de 2009, hasta el 3,2%, desde el 4,3% del segundo trimestre. Pese a esta desaceleración, la tasa de crecimiento siguió siendo alta, en comparación con las tasas registradas antes de la recesión y con otros indicadores de costes de laborales. En parte, la persistencia del fuerte crecimiento de los costes laborales por hora refleja los mayores aumentos salariales contemplados en los convenios anteriores a la crisis. Sin embargo, refleja también las medidas adoptadas para reducir el número de horas trabajadas por asalariado en distintas economías de la zona del euro, ya que esta reducción va acompañada, con frecuencia, de un recorte menos que proporcional de la remuneración. Dado que el sector industrial es el que se ve más afectado por estas medidas de ajuste, en el tercer trimestre de 2009 la tasa de crecimiento interanual de los costes laborales por hora aumentó más en este sector. Los costes laborales por hora se elevaron un 5,4% en la industria, frente a un 2,9% en la construcción y un 2% en los servicios de mercado.

¹ El término «deriva salarial» se refiere a la parte del crecimiento de la remuneración por asalariado que no se explica por el crecimiento de los salarios negociados y/o de las cotizaciones sociales.

Gráfico 44 Evolución de los costes laborales por sectores

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

Tras registrar un mínimo histórico en el primer trimestre de 2009 y pese a mantenerse en valores negativos, el crecimiento de la productividad fue mejorando constantemente en la zona del euro en los trimestres siguientes, reflejo del ajuste retardado del empleo al crecimiento del producto. En el tercer trimestre de 2009, la tasa de crecimiento interanual de la productividad por asalariado disminuyó un 2,1%, registrando un descenso 1 punto porcentual inferior al observado en el segundo trimestre del año. Esta menor caída de la productividad, unida a la desaceleración de la tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado, contribuyó a reducir la tasa de crecimiento interanual de los costes laborales unitarios, que bajó desde el 4,9% del segundo trimestre de 2009, hasta el 3,6% del tercer trimestre.

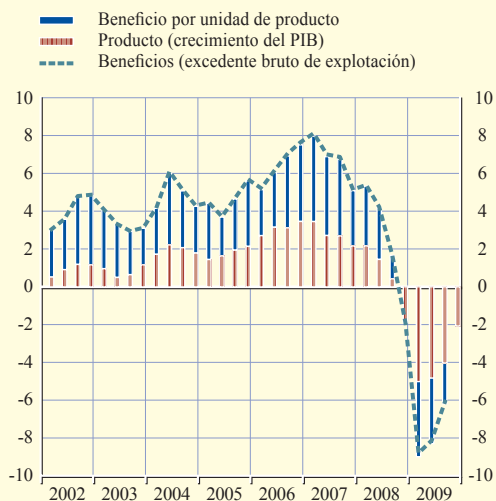
De cara al futuro, cabe esperar que las nuevas caídas previstas del empleo, unidas a la mejora gradual de la actividad económica, impulsen el retorno del crecimiento interanual de la productividad a valores positivos en el transcurso de 2010. Esta recuperación de la productividad, asociada a un continuo descenso del crecimiento de la remuneración por asalariado, debería contribuir también a reducir el crecimiento de los costes laborales unitarios en 2010.

3.4 EVOLUCIÓN DE LOS BENEFICIOS EMPRESARIALES

En el tercer trimestre de 2009, según los datos trimestrales de contabilidad nacional, la tasa de crecimiento interanual de los beneficios empresariales de la zona del euro disminuyó un 6,1%, siendo esta contracción más lenta que la observada en el primer semestre de 2009. Este descenso fue consecuencia de la caída de la actividad económica (volumen) y del descenso del margen por unidad de producto (véase gráfico 45). Los beneficios por unidad de producto disminuyeron, como resultado, principalmente, del acusado crecimiento de los costes laborales unitarios, impulsado por el nivel relativamente elevado de los salarios y por las políticas de acumulación de trabajo implantadas por las empresas de la zona del euro durante la reciente recesión.

Gráfico 45 Detalle del crecimiento de los beneficios por producto y beneficio por unidad de producto en la zona del euro

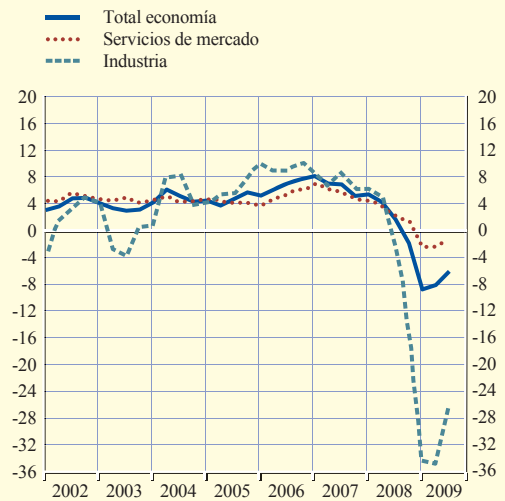
(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico 46 Evolución de los beneficios en la zona del euro por principales ramas de actividad

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Por lo que se refiere a la evolución observada en las principales ramas de actividad (industria y servicios de mercado), los datos disponibles indican que la contracción del crecimiento de los beneficios fue particularmente pronunciada en la industria, sector en el que registraron, en el tercer trimestre de 2009, un descenso interanual superior al 26%, lo que representa, sin embargo, una disminución del deterioro, en comparación con el descenso interanual próximo al 35% observado en el segundo trimestre de 2009 (véase gráfico 46). La reducción más acusada registrada en la industria es reflejo de la mayor caída de la actividad en esta rama y del mayor aumento de los costes laborales unitarios. El crecimiento de los beneficios en la industria tiende elevarse más en las fases expansivas del ciclo y a reducirse más en las fases contractivas. La última vez que se había observado una caída interanual de los beneficios en la industria fue a mediados de 2003. Por el contrario, el descenso interanual de los beneficios en los servicios de mercado, que comenzó en el primer trimestre de 2009 y continuó en el tercer trimestre, fue la primera caída registrada desde el inicio de la serie en 1996.

Haciendo abstracción de los datos de contabilidad nacional disponibles, el descenso de los costes laborales unitarios debería contribuir a la recuperación de los márgenes con respecto a los reducidos niveles observados en los tres primeros trimestres de 2009. Sin embargo, debido a su volatilidad y a la contracción sin precedentes registrada recientemente, las perspectivas de beneficios adolecen de una gran incertidumbre.

3.5 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

Se espera que la inflación medida por el IAPC se sitúe en torno al 1% a corto plazo y que se mantenga en una senda moderada en el horizonte temporal relevante para la política monetaria. En línea con la lenta recuperación de la demanda interna y externa, se espera una evolución moderada de los precios, los costes y los salarios. Según las proyecciones macroeconómicas de marzo de 2010 elaboradas por los

expertos del BCE para la zona del euro, la inflación interanual medida por el IAPC se situará en un intervalo comprendido entre el 0,8% y el 1,6% en 2010 y entre el 0,9% y el 2,1% en 2011. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de diciembre de 2009 elaboradas por los expertos del Eurosistema, el intervalo previsto para 2010 se ha ajustado ligeramente a la baja, mientras que el contemplado para 2011 se ha revisado ligeramente al alza (véase recuadro 8).

Los riesgos para las perspectivas de inflación están, en general, equilibrados. Estos riesgos están relacionados, en particular, con las perspectivas de actividad económica y con 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.

4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

Sostenida por la recuperación de la economía mundial, los importantes estímulos macroeconómicos y las medidas adoptadas para restablecer el funcionamiento del sistema financiero, la actividad económica de la zona del euro continuó creciendo en el cuarto trimestre de 2009. Según la primera estimación de Eurostat, el PIB real de la zona del euro aumentó, en términos intertrimestrales, un 0,1% en los últimos tres meses de 2009, tras haber crecido un 0,4% en el tercer trimestre. Los indicadores disponibles sugieren que la recuperación económica de la zona del euro está en marcha, aunque es posible que siga siendo desigual.

De cara al futuro, se espera que el crecimiento del PIB real de la zona del euro siga siendo moderado durante el año actual, ya que es probable que las bajas tasas de utilización de la capacidad productiva frenen la inversión y que se prevé que las débiles perspectivas de los mercados de trabajo de la zona del euro reduzcan el crecimiento del consumo. Asimismo, continuará el proceso de ajuste de los balances en distintos sectores, tanto dentro como fuera de la zona del euro.

Esta valoración también queda reflejada en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2010, que prevén que el crecimiento anual del PIB real se sitúe en un intervalo comprendido entre el 0,4% y el 1,2% en 2010, y entre el 0,5% y el 2,5% en 2011. Si se comparan con las proyecciones elaboradas por los expertos del Eurosistema en diciembre de 2009, el intervalo estimado para el crecimiento del PIB real en 2010 es ligeramente más estrecho, mientras que, en el caso de 2011, el intervalo se ha revisado ligeramente al alza, como consecuencia del notable aumento de la actividad en todo el mundo. Se sigue considerando que los riesgos para las perspectivas económicas están prácticamente equilibrados, en un clima marcado por la persistencia de la incertidumbre.

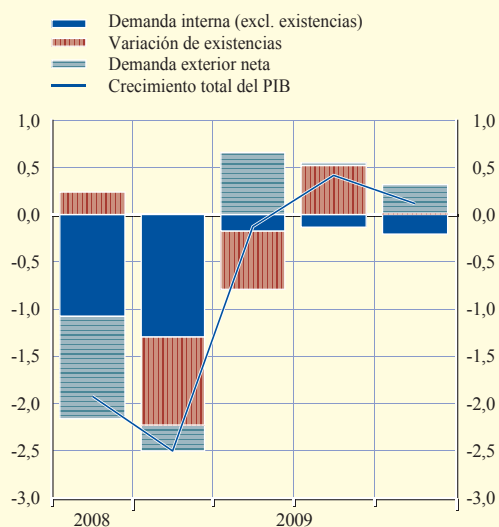
4.1 PIB REAL Y COMPONENTES DE LA DEMANDA

La actividad económica de la zona del euro siguió creciendo en el último trimestre de 2009, aunque a un ritmo más lento que en el periodo comprendido entre julio y septiembre de 2009. Según la primera estimación de Eurostat, el PIB real de la zona aumentó un 0,1%, en tasa intertrimestral, en el último trimestre del año, comparado con el incremento del 0,4% registrado en el periodo de tres meses anterior. El crecimiento económico de los dos últimos trimestres de 2009 se ha producido después de que el PIB de la zona del euro se contrajera durante cinco trimestres consecutivos (véase gráfico 47).

La tasa de crecimiento del PIB real en el trimestre final de 2009 estuvo determinada totalmente por la contribución positiva de la demanda exterior neta, cifrada en 0,3 puntos porcentuales, mientras que la contribución de la demanda interna, excluidas las existencias, fue de nuevo negativa. Esta aportación negativa, de 0,2 puntos porcentuales, es atribuible al estancamiento del consumo privado y al descenso de la inversión y del consumo público. La variación de existencias no realizó ninguna aportación al crecimiento del PIB en el último trimestre

Gráfico 47 Crecimiento del PIB real y contribuciones

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



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

de 2009, tras haber contribuido con 0,5 puntos porcentuales en el trimestre anterior. La moderación observada en la tasa de crecimiento intertrimestral del PIB real durante los tres últimos meses de 2009 confirma las expectativas de que la recuperación económica de la zona del euro podría seguir una senda desigual. Los datos procedentes de las encuestas indican que el crecimiento intertrimestral del PIB real debería seguir siendo positivo en el periodo comprendido entre enero y marzo de 2010.

Pese a volver a tener un crecimiento positivo, en términos intertrimestrales, la tasa de crecimiento anual del PIB real de la zona del euro cayó, por primera vez en la historia de la zona, un 4,1% en 2009, tras haber crecido un 0,6% el año anterior. La acusada contracción experimentada por el PIB en 2009 fue reflejo, sobre todo, del importante efecto arrastre negativo procedente de 2008, dado que la recesión económica ya se había iniciado en ese año. En el recuadro 6 se recuerda el concepto de efecto arrastre y se muestra el efecto que tendrá en la tasa de crecimiento anual del año en curso.

Recuadro 6

EL EFECTO ARRASTRE SOBRE EL CRECIMIENTO MEDIO ANUAL DEL PIB REAL

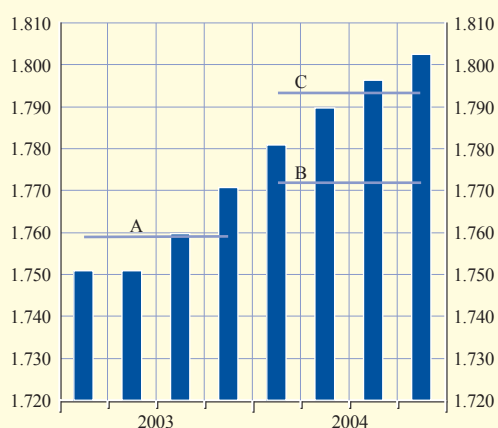
En este recuadro se recuerda el concepto «efecto arrastre» y se pone de relieve su importancia para entender la dinámica de crecimiento en 2009 y las perspectivas para 2010¹.

La tasa media de crecimiento anual del PIB real para un año dado viene determinada por la dinámica de crecimiento en ese año concreto y en el año anterior, lo que se denomina «efecto arrastre». Este efecto muestra cuánto crecería el PIB en un año dado si todas las tasas de crecimiento intertrimestrales de ese año hubieran sido nulas (lo que equivale a suponer que los niveles trimestrales del PIB en ese año se habrían mantenido en el mismo nivel que los del cuarto trimestre del año anterior). Así pues, la dinámica de crecimiento dentro del año considerado es simplemente la diferencia entre la tasa media de crecimiento anual y el efecto arrastre.

En el gráfico A se muestra el perfil del nivel trimestral del PIB de la zona del euro en 2003 y 2004 como ejemplo histórico del empleo de este concepto. Las líneas A y C representan el nivel medio del PIB registrado en 2003 y 2004, respectivamente, mientras que la línea B corresponde al nivel medio del PIB en 2004, si todas las tasas de crecimiento intertrimestral en ese año hubieran sido nulas (es decir, los niveles trimestrales hubieran sido los mismos que los registrados en el cuarto trimestre de 2003). La diferencia porcentual entre A y C corresponde a la tasa media de crecimiento anual en 2004 (1,9%), la diferencia porcentual entre A y B, al efecto arrastre (0,7%), y la diferencia porcentual entre B y C, a la dinámica de crecimiento en 2004 (1,2%). Estas tasas

Gráfico A Nivel del PIB real de la zona del euro en 2003 y 2004

(mm de euros a precios de 2000; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Los datos están desestacionalizados y ajustados en parte por días laborables.

¹ Véanse recuadros 6 y 8 del Boletín Mensual de diciembre de 2001 y de marzo de 2005, respectivamente.

de crecimiento también corresponden a las medias históricas calculadas para el período 1981-2009. El efecto arrastre, que es favorable en promedio, está relacionado con el hecho de que el PIB muestra predominantemente una tendencia positiva. El efecto arrastre explica, en promedio, más de un tercio del crecimiento anual del PIB.

El gráfico B muestra el crecimiento medio anual del PIB entre 1981 y 2009, desagregado en efecto arrastre y dinámica de crecimiento en el año. También se presenta el efecto arrastre para 2010.

En 2008, la dinámica de crecimiento del año fue negativa (-0,1%). De hecho, el crecimiento medio observado (del 0,5%) queda explicado totalmente por el efecto arrastre (0,7%) derivado del perfil de crecimiento de 2007.

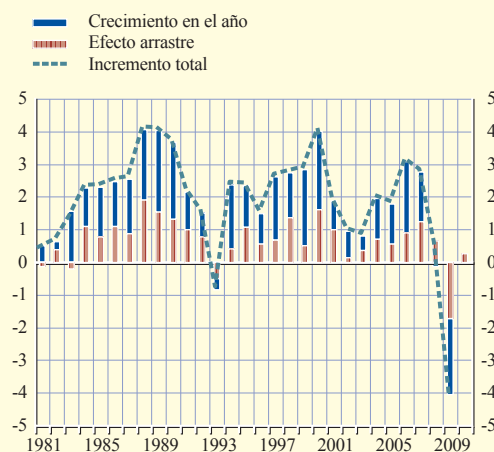
Cabe efectuar otra observación referida a la desaceleración sin precedentes registrada en 2009, cuando el PIB se contrajo un 4%. Tanto el efecto arrastre (-1,7%) como la dinámica de crecimiento en el año (-2,3%) fueron negativos. Ciertamente, la desaceleración se había iniciado en 2008 y continuó en 2009, sobre todo en el primer semestre del año.

Se estima que el efecto arrastre sobre el crecimiento en 2010, derivado del crecimiento en 2009, se sitúa en un 0,3%². Aunque es más bajo que la media histórica, el efecto sigue siendo positivo, sugiriendo que el PIB comenzó a aumentar de nuevo durante 2009. Las previsiones y estimaciones disponibles elaboradas por organizaciones internacionales y por el sector privado sitúan el crecimiento medio anual del PIB en el intervalo comprendido entre el 0,7% y el 1,3% en 2010. (Véase el recuadro 8 sobre las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE). Ello supone que las expectativas relativas a la dinámica de crecimiento en el año se sitúan en un intervalo comprendido entre el 0,4% y el 1%. Si bien el intervalo es inferior a la media del 1,2% registrada en los últimos 30 años, sigue mostrando que las expectativas apuntan a una continuación del movimiento al alza del PIB que se inició en 2009. Lo mismo ocurre con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE, que prevén que el crecimiento del PIB real se sitúe en un intervalo comprendido entre el 0,4% y el 1,2% en 2010.

Cabe mencionar que la primera estimación del crecimiento del PIB real en el cuarto trimestre de 2009 (del 0,1%) fue inferior a lo esperado por numerosos analistas. Este hecho podría dar lugar a una revisión a la baja en algunas previsiones del crecimiento anual del PIB real en 2010. Por ejemplo, la encuesta llevada a cabo por el Barómetro de la Zona del Euro a mediados de febrero, antes de la publicación de la estimación preliminar para el cuarto trimestre, apuntaba a un crecimiento intertrimestral del PIB real del 0,4% en el cuarto trimestre de 2009, lo que suponía un efecto arrastre del 0,5% en ese momento. Por lo tanto, los débiles resultados registrados en el cuarto trimestre (del 0,1%) implican un efecto mecánico a la baja cercano a 0,2 puntos porcentuales en el crecimiento medio anual del PIB real en 2010.

Gráfico B Crecimiento anual del PIB de la zona del euro, efecto arrastre y crecimiento en el año

(tasas de variación anual; datos anuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Los datos están desestacionalizados y ajustados en parte por días laborables.

2 Esta estimación puede variar, pues puede que se produzcan revisiones en las cuentas anuales que se publicarán próximamente.

CONSUMO PRIVADO

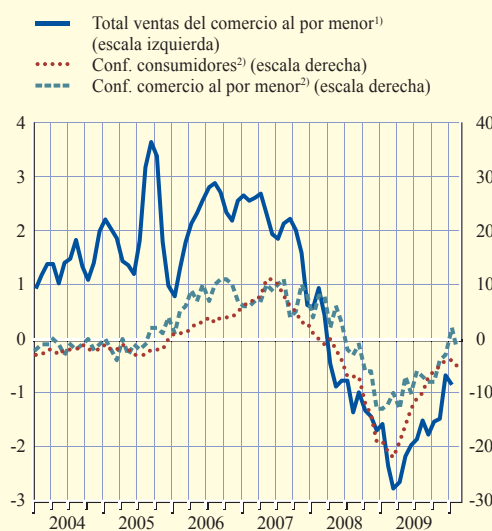
El consumo privado se estancó en el cuarto trimestre de 2009, tras haber disminuido un 0,2%, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre del año. Estas cifras confirman que el consumo privado ha mantenido su debilidad, tras las fuertes contracciones registradas a finales de 2008 y a comienzos de 2009. Los indicadores más recientes sugieren que el gasto en consumo ha seguido siendo moderado a principios de 2010.

El gasto en consumo se ha visto frenado en los últimos trimestres por distintos factores. Un determinante fundamental en la falta de dinamismo de la evolución del consumo ha sido la debilidad de la renta real disponible de los hogares. Varios hechos han influido en el crecimiento de la renta disponible de los hogares durante el pasado año. Por una parte, esta variable se vio respaldada por el aumento registrado en la remuneración nominal que, pese a desacelerarse en 2009, se mantuvo en tasas relativamente elevadas (véase sección 3.3). Asimismo, los bajísimos niveles de la inflación medida por el IAPC observados en 2009 han contribuido a sostener el crecimiento de la renta en términos reales. Por otra parte, la renta real disponible se ha visto afectada negativamente por la caída del empleo, que ha moderado las rentas del trabajo y, por lo tanto, el consumo. Además de la debilidad de la renta disponible de los hogares, el gasto en consumo se ha retraído debido a la incertidumbre en torno a las perspectivas de empleo, la caída de los precios de los inmuebles residenciales y las pérdidas de riqueza financiera acumuladas. Por otra parte, las condiciones para la concesión de créditos al consumo se han endurecido sustancialmente tras la desaceleración económica, aunque el endurecimiento neto de los criterios de aprobación de esta modalidad de crédito se redujeron durante 2009 (véase el recuadro titulado «Resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de enero de 2010», en el Boletín Mensual de febrero de 2009). Como resultado de todos estos factores, la tasa de ahorro de los hogares se elevó de forma pronunciada durante el pasado año. Según las cuentas integradas de la zona del euro, la tasa de ahorro de los hogares ascendió hasta el 15,5% en el tercer trimestre 2009, es decir, 1,7 puntos porcentuales por encima del nivel del año anterior.

El perfil temporal del consumo también se ha visto influido por las ayudas públicas para sustituir los vehículos antiguos por otros nuevos. Los efectos de las ayudas, que estimularon el consumo en los primeros trimestres de 2009, han disminuido notablemente en la última parte del año y a principios de 2010, dado que los incentivos fiscales se están retirando progresivamente en distintos países de la zona del euro. Ello se pone de manifiesto en el hecho de que las tasas de crecimiento de las matriculaciones de automóviles descendieron del 12,2%, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre de 2009, al 2,8% y al 1,2%, respectivamente, en los dos últimos trimestres del año. Esta evolución ha quedado reflejada, en gran medida, en la tasa de crecimiento de las ventas del comercio al por menor, incluidas la matriculaciones de automóviles. En el último trimestre 2009, la tasa de crecimiento intertrimestral de esta variable fue

Gráfico 48 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.

nula, si se compara con la tasa de crecimiento del 0,2% del trimestre anterior. Por el contrario, las ventas del comercio al por menor, excluidas las matriculaciones de automóviles, descendieron, prácticamente a la misma tasa, en el tercer y cuarto trimestres de 2009. El impacto de los incentivos fiscales para la adquisición de automóviles siguió disminuyendo, apuntando a la existencia de presiones a la baja sobre el gasto en consumo en los próximos trimestres. Estas perspectivas se han visto confirmadas hasta la fecha por los aún escasos datos disponibles respecto a la evolución del consumo a comienzos de 2010. En enero de ese año, las matriculaciones de automóviles cayeron un 8,5% con respecto al trimestre anterior, mientras que las ventas del comercio al por menor se redujeron un 0,3% (véase gráfico 48).

La confianza de los consumidores, favorecida por la mejora registrada en la valoración de la situación económica general y en las perspectivas de empleo, mantuvo una tendencia al alza desde comienzos de 2009 hasta diciembre del mismo año. No obstante, si se compara con recuperaciones anteriores, las perspectivas de empleo recogidas en la encuesta de opinión a los consumidores han mejorado en menor medida. Asimismo, pese a su aumento, el nivel de confianza existente a finales de 2009 siguió siendo más bajo que su media a largo plazo desde 1985. En cuanto a la evolución más reciente, la confianza de los consumidores descendió en febrero de 2010 por primera vez en diez meses. Este retroceso es posterior a la estabilidad observada en la confianza en el mes anterior y proporciona nueva evidencia de la pausa que se ha registrado en la tendencia al alza que la confianza de los consumidores había mostrado desde principios de 2009. También indica que la incertidumbre de los consumidores de la zona del euro acerca de la solidez y sostenibilidad de la recuperación económica. En general, aunque la confianza de los consumidores ha resultado ser un indicador relativamente inadecuado de las variaciones intertrimestrales registradas en el consumo de la zona del euro, ha sido un indicador razonablemente bueno de la evolución tendencial del consumo. En el recuadro 7 se explica cómo se compila el indicador de confianza de los consumidores de la Comisión Europea y se analiza su utilidad para evaluar la evolución del consumo privado.

De cara al futuro, el crecimiento del consumo privado debería mantener su moderación durante 2010. Se prevé que la renta real disponible de los hogares se vea afectada negativamente por un descenso de las rentas del trabajo, provocado por la reducción del empleo, aunque se espera que la baja inflación y las transferencias públicas sostengan la renta real. Al mismo tiempo, parece menos probable que se produzcan nuevos incrementos en la tasa de ahorro.

Recuadro 7

COMPILACIÓN, UTILIDAD Y EVOLUCIÓN RECIENTE DEL INDICADOR DE CONFIANZA DE LOS CONSUMIDORES DE LA ZONA DEL EURO

En este recuadro se explica cómo se compila el indicador de confianza de los consumidores de la zona del euro, de la Comisión Europea (DG ECFIN), y se analiza su utilidad para evaluar la evolución del gasto de los hogares, medido por el consumo privado. También se efectúa una comparación entre las recuperaciones del consumo privado en la actualidad y en 1993.

La compilación de la confianza de los consumidores

La encuesta de opinión de los consumidores de la Comisión Europea plantea mensualmente a los hogares un conjunto de preguntas sobre las finanzas, el mercado de trabajo y la situación económica,

**Correlación entre el crecimiento interanual del consumo privado y la confianza de los consumidores:
I 1985 - III 2009**

	Interanual	Intertrimestral
Confianza de los consumidores	0,72	0,47
Situación financiera de los hogares	0,81	0,53
Situación económica general	0,74	0,53
Desempleo (invertido)	0,59	0,37
Ahorro	0,53	0,31
Compras de bienes duraderos	0,87	0,53

Fuentes: Eurostat, DG ECFIN y cálculos del BCE.

Nota: Aun cuando las preguntas de la encuesta se refieren al futuro, el cuadro muestra las correlaciones contemporáneas, ya que tienden a ser más elevadas que las correlaciones desfasadas de la confianza de los consumidores.

entre otros asuntos; algunas de estas preguntas se refieren al pasado, mientras que otras lo hacen al futuro. En la mayoría de las preguntas se ofrece a los encuestados seis posibles repuestas cualitativas¹. Cada pregunta se resume como un saldo porcentual obtenido a partir de la proporción de encuestados que optan por cada una de las categorías de respuesta (descartando las respuestas «se mantuvo igual» y «no sé»). El indicador de confianza de los consumidores se calcula como la media aritmética de los cuatro saldos obtenidos de las cuatro preguntas sobre el futuro. Dos de estas preguntas se refieren a las expectativas relativas a su situación personal, mientras que las otras dos conciernen a la evolución agregada en un país dado².

Utilidad del indicador de confianza de los consumidores para evaluar el crecimiento del consumo de la zona del euro

Una ventaja importante del indicador de confianza de los consumidores es su puntualidad. Los resultados suelen publicarse mensualmente, al final del período al que hacen referencia. Incluso para la media intertrimestral, esto implica, por ejemplo, un adelanto de ocho o nueve semanas con respecto a la fecha en que se publican las cifras intertrimestrales de consumo privado. Recientemente, DG ECFIN introdujo una estimación de avance de este indicador para la zona del euro, adelantando la disponibilidad de la información preliminar en unos diez días.

En general, el indicador de confianza de los consumidores proporciona una indicación razonablemente correcta de la evolución tendencial del consumo, mostrando una elevada correlación con el crecimiento interanual del consumo (0,72, véase cuadro), aunque la correlación con los movimientos intertrimestrales del consumo de la zona del euro, que son más volátiles, es mucho menor (0,47).

La valoración de la situación financiera futura de los hogares muestra la correlación más elevada con el crecimiento interanual del consumo, mientras que la pregunta relativa a los ahorros presenta la correlación más baja. Cabe destacar que otra pregunta de la encuesta, que no se incluye en el indicador de confianza de los consumidores, sobre las compras previstas de bienes duraderos, muestra un mayor grado de correlación que la confianza de los consumidores y que cualquiera de sus componentes³. El alto grado de correlación entre el crecimiento interanual del consumo, la confianza de los consumidores y las compras de bienes duraderos también figura en el gráfico A.

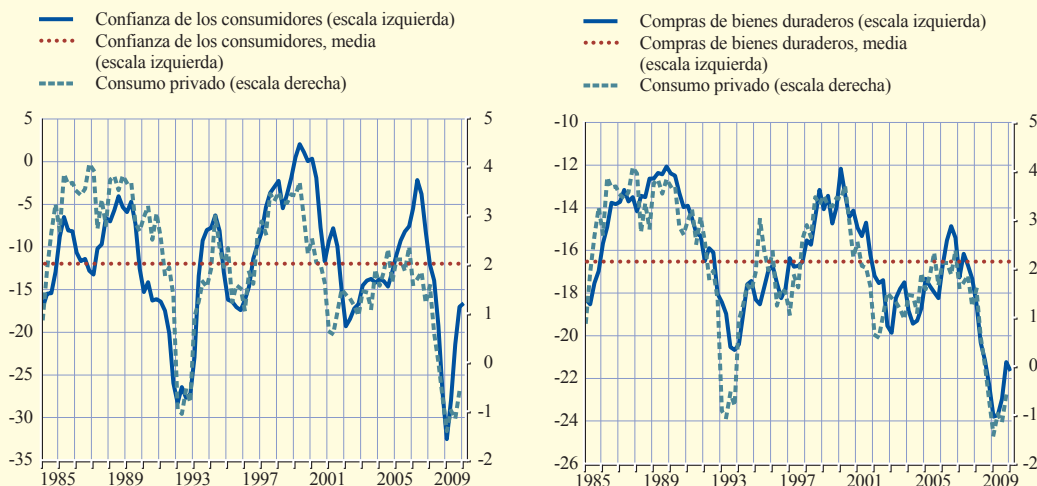
1 Las categorías de respuesta se estructuran habitualmente como sigue: (i) mejoró mucho; (ii) mejoró un poco; (iii) se mantuvo igual; (iv) empeoró un poco; (v) empeoró mucho; o (vi) no sé.

2 Las preguntas son las siguientes: (i) ¿Cómo espera que cambie la situación financiera de su hogar en los próximos 12 meses?; (ii) ¿Cómo espera que cambie la situación económica general en los próximos 12 meses?; (iii) ¿Cómo espera que varíe el número de personas desempleadas en este país en los próximos 12 meses?; y (iv) ¿Qué probabilidad hay de que ahorre dinero en los próximos 12 meses?

3 «Si lo compara con los 12 meses anteriores, ¿espera gastar más o menos dinero en la compra de bienes duraderos (muebles, aparatos eléctricos o electrónicos, etc.) en los próximos 12 meses?»

Gráfico A Consumo privado, confianza de los consumidores y compras de bienes duraderos

(saldo porcentual; tasa de crecimiento interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat, DG ECFIN y cálculos del BCE.

Nota: Los datos procedentes de las encuestas para el primer trimestre de 2010 se han estimado utilizando los resultados de enero y febrero de 2010.

Evolución reciente y comparación con la recuperación de 1993

Aunque la confianza de los consumidores a comienzos de 2010 sigue estando por debajo de su media a largo plazo, el gráfico A pone de manifiesto que ha aumentado desde que comenzó 2009, tras un prolongado período de descenso que se inició en el primer semestre de 2007. No obstante, el crecimiento del consumo no se ha recuperado en la misma medida y la brecha entre consumo y confianza fue inusualmente amplia en el tercer trimestre de 2009. A este respecto, merece la pena recordar que, recientemente, el perfil del crecimiento del consumo ha estado determinado en gran medida por los incentivos fiscales orientados a impulsar la venta de automóviles en algunos países. Si bien estas medidas fiscales tuvieron un impacto al alza sobre el consumo en torno a mediados de 2009, es probable que hayan tenido un efecto a la baja hacia finales del año pasado y comienzos de 2010, debido a su retirada. Podría suceder que estas medidas transitorias solo hayan quedado reflejadas en parte en el indicador de confianza. Además, la velocidad y la profundidad sin precedentes de la reciente desaceleración podría haber afectado no solo a la relación entre el indicador de saldos porcentuales de la confianza de los consumidores y el crecimiento interanual del consumo, sino que, indudablemente, también podría haber planteado retos a los estadísticos a la hora de compilar los indicadores macroeconómicos (por ejemplo, ajustes de estacionalidad y por días laborables). Por lo tanto, puede que las últimas estimaciones del crecimiento del consumo sean más susceptibles de registrar futuras revisiones que lo que es habitual. El gráfico B muestra la confianza de los consumidores, las contribuciones de sus componentes y el crecimiento interanual del consumo para los períodos en torno a los mínimos observados en el segundo trimestre de 1993 y en el primer trimestre de 2009, respectivamente.

Las consecuencias del último incremento de la confianza de los consumidores puede examinarse a la luz de su evolución tras el mínimo registrado en el crecimiento del consumo en el segundo trimestre de 1993, cuanto las tasas de crecimiento interanual se adentraron en un territorio negativo similar en magnitud a las alcanzadas en el primer trimestre de 2009 (en torno al -1,0%). En la recuperación,

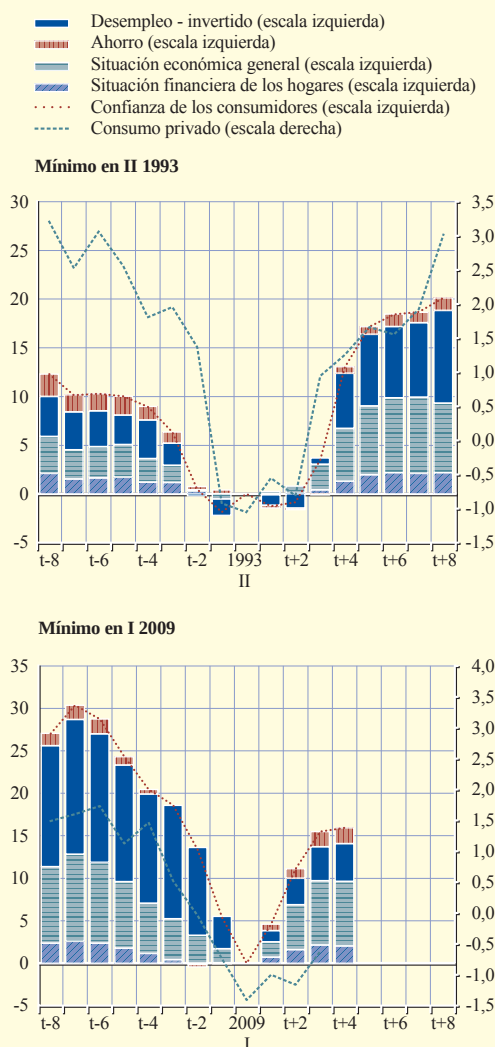
fue la valoración relativa al desempleo y a la situación económica general la que impulsó la confianza de los consumidores. Así pues, el factor que más influyó en las decisiones de consumo de los hogares fueron las opiniones sobre el estado general de la economía que respaldaron el aumento de la confianza, y no las opiniones sobre la situación personal de los hogares. Este hecho es algo sorprendente, pues cabría esperar que las opiniones sobre la situación personal determinaran más los puntos de inflexión y las recuperaciones del consumo. Por otra parte, podría ocurrir que las expectativas sobre la situación general de la economía reflejaran mejor la evolución cíclica que las expectativas sobre la situación personal.

La evolución de la confianza de los consumidores y de sus componentes tras el último punto de inflexión observado en el crecimiento del consumo en el primer trimestre de 2009 no difiere significativamente de la experiencia posterior al mínimo registrado en el segundo trimestre de 1993. De nuevo, las opiniones sobre el estado general de la economía son las que explican el aumento de la confianza. Sin embargo, la mejora en la valoración del desempleo, es, hasta el primer trimestre de 2010, menor que en la recuperación anterior.

En la coyuntura actual, es probable que sea demasiado pronto para evaluar si la evolución reciente de la confianza de los consumidores marca un punto de inflexión genuino en el crecimiento del consumo. Sin embargo, a menos que el consumo sufra una nueva contracción, las tasas de crecimiento interanual podrían incrementarse a causa de los efectos de base, una vez que las negativas o moderadas tasas de crecimiento intertrimestral observadas en 2009 se aparten de las tasas de crecimiento interanual. Aun así, la velocidad y solidez de la recuperación del consumo están rodeadas de una gran incertidumbre, habida cuenta del debilitamiento esperado del impacto de los incentivos fiscales a la compra de automóviles, del hecho de que la confianza de los consumidores siga siendo inferior a su media de largo plazo y de las débiles perspectivas del mercado de trabajo. Por otra parte, el indicador relativo a las compras de bienes duraderos ha mostrado un repunte más tímido que la confianza general de los consumidores.

Gráfico B Consumo privado, confianza de los consumidores y sus componentes

(saldo porcentual; tasa de crecimiento interanual)



Fuentes: Eurostat, DG ECFIN y cálculos del BCE.

Nota: La confianza de los consumidores se ha reescalado a cero en los trimestres en los que el crecimiento interanual del consumo alcanzó el mínimo: segundo trimestre de 1993 y primer trimestre de 2009. Los subcomponentes de la confianza se presentan como contribuciones a la confianza general. Los datos procedentes de las encuestas para el primer trimestre de 2010 se han estimado utilizando los resultados de enero y febrero de 2010.

INVERSIÓN

La formación bruta de capital fijo cayó un 0,8%, en tasa intertrimestral, en los tres últimos meses de 2009, tras una reducción del 0,9% en el período de tres meses anterior. La inversión ha venido contrayéndose desde el segundo trimestre de 2008 a causa de la debilidad de la demanda, la escasa confianza empresarial, el crecimiento negativo de los ingresos, el nivel históricamente bajo de utilización de la capacidad productiva y el endurecimiento de los criterios de aprobación del crédito. Pese a los nuevos descensos registrados en el segundo semestre de 2009, la evolución reciente señala una mejora significativa, sobre todo en vista de las grandes caídas observadas durante la desaceleración económica. Por ejemplo, en el primer trimestre de 2009 la inversión se redujo un 5,4% en comparación con el trimestre anterior, en que también había experimentado un importante descenso.

Las cifras de inversión agregada pueden entenderse mejor si se analizan por separado los dos componentes principales de la formación bruta de capital fijo: inversión en construcción e inversión, excluida la construcción. La inversión en construcción, que incluye los inmuebles residenciales y comerciales y que representa casi la mitad de la inversión total, se ha visto muy afectada por la evolución de los mercados de inmuebles. El crecimiento de la inversión en construcción ha sido negativo desde el segundo trimestre de 2008, debido al exceso de capacidad existente en algunos países, a las restricciones de financiación crediticia y al crecimiento más lento de los precios de los inmuebles residenciales y comerciales. La moderada evolución del precio de los inmuebles hace que la inversión residencial sea menos rentable. Si se considera la evolución más reciente, los precios de los inmuebles residenciales de la zona del euro cayeron en el primer semestre de 2009, como consecuencia de las pronunciadas correcciones registradas en aquellos países que habían presentado una mayor subida de los precios de la vivienda en el período transcurrido hasta 2005. La reducción de los precios de la vivienda en la zona se ha asociado al elevado stock de viviendas acumulado y a la debilidad de la demanda (para más información, véase el recuadro 3 del Boletín Mensual de febrero).

De cara al futuro, la concesión de licencias de obra indica que la falta de dinamismo en el mercado de la vivienda se mantendrá, dado que el número de licencias concedidas siguió cayendo de forma acusada en el tercer trimestre de 2009. Así pues, parece probable que el ajuste que está teniendo lugar en los mercados inmobiliarios de la zona del euro continúe afectando a la inversión en construcción en los próximos trimestres. Además, es posible que las severas condiciones meteorológicas que se observaron hacia finales de año en muchos países de la zona del euro hayan dificultado considerablemente la actividad constructora. Cabe la posibilidad de que estas consecuencias se plasmen en las cifras de inversión en construcción del último trimestre de 2009 y del primer trimestre de 2010. Asimismo, pese a la caída de los tipos hipotecarios, las condiciones de financiación no han sido favorables, ya que la última encuesta sobre préstamos bancarios ha mostrado un nuevo endurecimiento de los criterios de aprobación del crédito que se aplica a las hipotecas, aunque a un ritmo más lento que en encuestas anteriores.

La inversión, excluida la construcción, (principalmente, en activos destinados a su utilización en la producción de bienes y servicios) también ha caído de forma acusada durante la recesión económica, ya que la debilidad de la demanda hizo descender la rentabilidad, las presiones sobre la capacidad productiva se atenuaron y el endurecimiento de los criterios de aprobación del crédito aumentó los costes de financiación y redujo la disponibilidad de fondos. No obstante, en el tercer trimestre de 2009 (no se ha publicado aún la desagregación de la inversión para el último trimestre de 2009) se ha observado que la inversión, excluida la construcción, descendió solamente un 0,3%, en comparación con el trimestre anterior.

Se prevé que este tipo de inversión siga mejorando en los próximos trimestres, pero que mantenga su moderación en términos generales, como resultado de la escasa utilización de la capacidad productiva

y de las débiles perspectivas de la demanda interna y del crecimiento de los beneficios. Si bien la utilización de la capacidad productiva mejoró ligeramente hasta finales de enero, se mantuvo, sin embargo, muy por debajo de su media a largo plazo. Un factor adicional que podría influir en los gastos de capital es el coste y la disponibilidad de la financiación. En general, el coste real de la financiación externa de las sociedades no financieras ha descendido, mientras que el endurecimiento neto de los criterios de aprobación del crédito aplicados por los bancos ha seguido disminuyendo. Sin embargo, la dinámica de los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras siguen siendo extremadamente moderada (véase sección 2).

La recuperación de la inversión ha sido siempre especialmente lenta y gradual durante los períodos en los que una crisis financiera ha intensificado la recesión económica¹. En resumen, se espera que la inversión agregada mantenga su debilidad en los próximos trimestres.

CONSUMO PÚBLICO

El crecimiento del consumo público en los tres primeros meses de 2009 mantuvo su dinamismo, al contrario que otros componentes de la demanda interna. Sin embargo, descendió un 0,1%, en tasa intertrimestral, en el cuarto trimestre de 2009, tras un incremento del 0,8% en el tercer trimestre. La dinámica relativamente fuerte que se observó en el primer semestre de 2009 se debió a que algunas partidas de gasto público en consumo, como los salarios del sector público, no se vieron afectadas directamente por la evolución cíclica. Sin embargo, este apoyo a la demanda interna procedente del consumo público desapareció en el cuarto trimestre de 2009, y se prevé que siga siendo moderado en 2010.

EXISTENCIAS

Tras las importantes aportaciones negativas a la contracción del PIB de la zona del euro en el primer semestre de 2009, las existencias contribuyeron positivamente al crecimiento intertrimestral del PIB en el tercer trimestre, pero no realizaron ninguna aportación en el último trimestre de 2009. La recesión económica se vio agravada en el primer semestre de 2009 por el patrón cíclico de las existencias, según el cual las empresas que prevén una caída de la demanda acusada y posiblemente prolongada tienden a reducir sus existencias recortando la producción de forma drástica, mientras tratan de mantener una ratio óptima de existencias en relación con las ventas. No obstante, el ajuste a la baja de las existencias suele ralentizarse finalmente para evitar una caída excesiva de la ratio cuando comienzan a aumentar de nuevo las ventas.

En un entorno de rápida desacumulación de existencias y de recuperación de la actividad económica, el ritmo de desacumulación se redujo en el tercer trimestre de 2009, y, como resultado, las existencias realizaron una contribución positiva al crecimiento del PIB real, cifrada en 0,5 puntos porcentuales. No obstante, según los datos de contabilidad nacional, el ritmo de desacumulación se mantuvo constante en el último trimestre de 2009 y, por lo tanto, la variación de existencias no contribuyó al crecimiento del PIB.

De cara al futuro, tanto las encuestas como la evidencia anecdótica sugieren que es cada vez mayor la percepción de que el nivel de existencias es escaso, tanto en las manufacturas como en el comercio al por menor. Así pues, es probable que la contribución de las existencias al crecimiento del PIB de la zona del euro vuelva a ser positiva en el primer trimestre de 2010. No obstante, sigue existiendo un elevado grado de incertidumbre en cuanto a la magnitud de la contribución, pues depende de la rapidez con la que repunte la demanda y de la celeridad con la que las empresas revisen sus expectativas sobre las perspectivas futuras.

1 Véase el artículo titulado «La última recesión de la zona del euro en un contexto histórico», en el Boletín Mensual de noviembre de 2009.

COMERCIO

La recuperación de la economía mundial ha fortalecido el comercio internacional y, como resultado, ha aumentado la demanda de bienes y servicios de la zona del euro en el segundo semestre de 2009. En paralelo, las importaciones de la zona también han repuntado, tras la recuperación observada en la actividad económica de la zona y, en particular, el repunte de la producción industrial.

Tras la fuerte contracción observada a finales de 2008 y comienzos de 2009, y un nuevo, aunque más moderado, descenso en el segundo trimestre de 2009, las exportaciones y las importaciones se incrementaron con respecto al trimestre anterior, en un 2,9% y un 2,8%, respectivamente, en el tercer trimestre de 2009. El repunte del comercio se desaceleró en el último trimestre de 2009, cuando las exportaciones y las importaciones crecieron un 1,7% y 0,9%, respectivamente. Debido a la ralentización más acusada que se registró en el crecimiento de las importaciones, la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB real de la zona del euro fue de 0,3 puntos porcentuales en el último trimestre de 2009. La recuperación de las exportaciones y las importaciones en el segundo semestre de 2009 fue generalizada y afectó a las principales categorías de productos. En concreto, las exportaciones e importaciones de bienes intermedios, que habían sido el determinante principal del retroceso anterior de los flujos comerciales, mostraron los mayores descensos.

De cara al futuro, los indicadores de opinión señalan que la economía mundial se encuentra en la senda de recuperación, lo que puede dar lugar a un nuevo aumento de la demanda de productos de la zona del euro, sobre todo de bienes intermedios y de capital, que debería, a su vez, sostener a las empresas de la zona del euro dedicadas a la exportación. Por el contrario, como se prevé que la recuperación de la zona del euro vaya ligeramente a la zaga de la recuperación de la actividad económica internacional, el crecimiento de las importaciones podría resultar ser algo más lento que el crecimiento de las exportaciones.

4.2 PRODUCTO, OFERTA Y MERCADO DE TRABAJO

La actividad económica examinada desde una perspectiva de valor añadido muestra que el crecimiento económico no ha sido generalizado en todos los sectores y que la actividad creció en el segundo semestre de 2009, impulsada principalmente por la industria. La rama de servicios no registró crecimiento alguno en el tercer trimestre y creció de forma moderada en el último trimestre del año, mientras que la construcción siguió contrayéndose en ambos trimestres. Los datos procedentes de las encuestas señalan un nuevo y tímido avance del valor añadido a comienzos de 2010.

La situación del mercado laboral siguió deteriorándose (véase más adelante la sección sobre el mercado de trabajo). El crecimiento del empleo se desaceleró un 0,5%, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre de 2009, y el desempleo de la zona del euro alcanzó el 9,9% a finales de año.

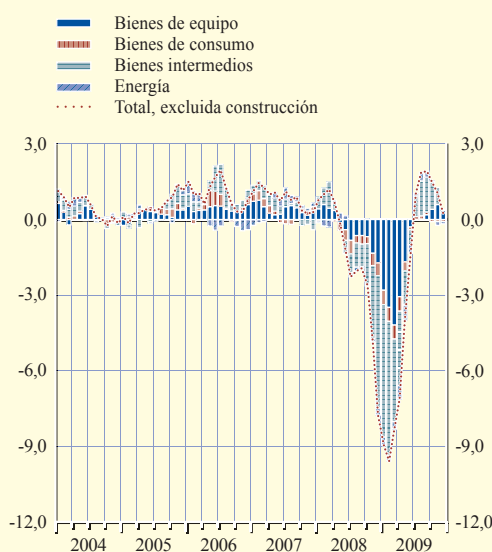
PRODUCTO POR RAMAS DE ACTIVIDAD

La actividad industrial fue el principal determinante del aumento del valor añadido en el conjunto de la zona del euro en el segundo semestre de 2009. Tras contraerse durante cinco meses consecutivos, el valor añadido de la industria (excluida la construcción) creció un 2,3% y un 0,3%, respectivamente, en el tercer y cuarto trimestres del año pasado.

Los incrementos del valor añadido de la industria reflejaron la evolución de la producción industrial, que creció un 1,9%, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre de 2009, y un 0,2% en el último trimestre del año, como consecuencia del sustancial descenso intermensual registrado en diciembre de 2009 (véa-

Gráfico 49 Crecimiento de la producción industrial y contribuciones

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

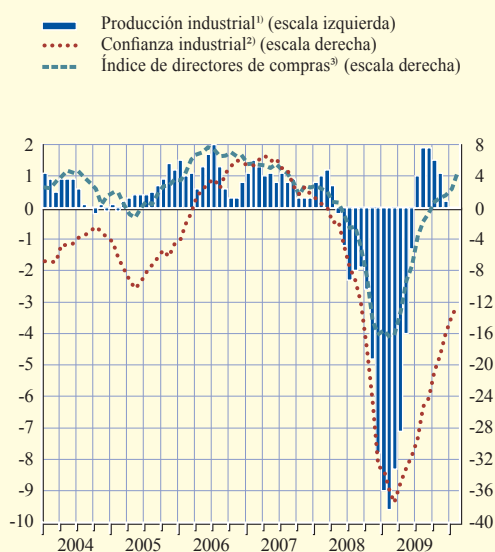


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

Gráfico 50 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.

se gráfico 49). Si se consideran las principales ramas de actividad en el segundo semestre de 2009, la producción avanzó, en particular, en la de bienes intermedios y de equipo, mientras que mantuvo su debilidad en la de bienes de consumo. Las divergencias entre los distintos sectores son coherentes con un primer estadio de la recuperación, que habitualmente muestra un crecimiento más sólido en la rama de bienes intermedios. Como resultado del aumento de la actividad, la utilización de la capacidad productiva en la industria se elevó hasta el 72,4% en enero de 2010. Sin embargo, este nivel se mantiene muy por debajo del 81,5%, que es su media de largo plazo. En la encuesta de opinión de la Comisión Europea, las empresas indican que los límites a la producción se redujeron ligeramente en el segundo semestre de 2009, a causa del descenso de restricciones procedentes de la demanda y de los factores financieros, pero se mantuvieron en niveles elevados. De cara al futuro, los datos de las encuestas de opinión sugieren que el crecimiento de la industria siguió siendo positivo a comienzos de 2010 (véase gráfico 50). El índice de directores de compras relativo al producto del sector manufacturero de la zona del euro continuó mejorando en febrero de 2010 hasta situarse en 57, un nivel superior a su media anterior a la recesión y que apunta a una sólida tasa de expansión en este sector. Otras encuestas de confianza industrial y evidencia anecdótica han apuntado también a un crecimiento adicional en esta rama de actividad.

La actividad en la construcción continuó retrocediendo en los últimos trimestres. El valor añadido de la construcción se redujo un 1,1%, en tasa intertrimestral, en los tres últimos trimestres de 2009, a una tasa prácticamente en línea con los descensos registrados en los tres trimestres anteriores, pero no tan negativa como la observada a finales de 2008. Se pudieron distinguir diferencias relativamente importantes entre los países de la zona en cuanto al valor añadido de la construcción, siendo más acusados los descensos en

los países en los que el peso de este sector, en términos del PIB, había aumentado significativamente antes de que se produjeran las turbulencias en los mercados financieros. En general, la evolución de la construcción continuó estando determinada por los ajustes en el mercado de la vivienda, como se describió anteriormente. Este hecho se ve confirmado, también, por el comportamiento de los dos principales subsectores —construcción y obra civil—, que ha sido muy distinto. El primer subsector, que incluye los inmuebles residenciales y comerciales, se ha caracterizado por una acusada disminución de la actividad, mientras que la obra civil se ha recuperado, beneficiándose, asimismo, de las medidas de estímulo públicas.

La actividad en la rama de servicios se ha visto menos afectada que otros sectores durante la recesión económica, ya que la actividad en este sector es mucho menos sensible a la evolución cíclica que las manufacturas y la construcción. Tras descender a finales de 2008 y principios de 2009, el valor añadido de los servicios ha mantenido su moderación en los últimos trimestres. Después de registrar un crecimiento escaso en el segundo trimestre del año, el valor añadido de los servicios se estancó en el período de tres meses siguiente, y aumentó un 0,1% en el cuarto trimestre de 2009. La información disponible sobre los principales subsectores muestra que, tras las pronunciadas caídas observadas en torno a finales de 2008 y principios de 2009, el valor añadido se ha estabilizado prácticamente hasta el momento en el comercio y el transporte, así como en los servicios financieros y empresariales, que suelen ser los subsectores más volátiles y cíclicos. De cara al futuro, los datos de las encuestas publicados recientemente sugieren que el sector servicios está creciendo a un ritmo moderado a comienzos de 2010.

MERCADO DE TRABAJO

La situación de los mercados de trabajo de la zona del euro se deterioró aún más en los dos últimos trimestres de 2009, ya que los cambios en el empleo suelen ir a la zaga de las fluctuaciones del ciclo económico. Durante la recesión económica, el empleo empezó a descender en la construcción antes que en la industria, los servicios y el sector público. Este descenso estuvo relacionado, en parte, con el exceso de capacidad en la construcción observado en algunos países y con el hecho de que este sector suele emplear trabajadores con contratos temporales, lo que facilita el ajuste del empleo. Posteriormente, la destrucción de empleo también ha afectado a la industria, mientras que el sector servicios se ha visto considerablemente menos afectado (véase cuadro 8).

A medida que la crisis económica se desarrollaba, varios países de la zona del euro pusieron en marcha planes especiales de reducción de jornada para mantener la estabilidad del empleo. Estos planes han

Cuadro 8 Crecimiento del empleo

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

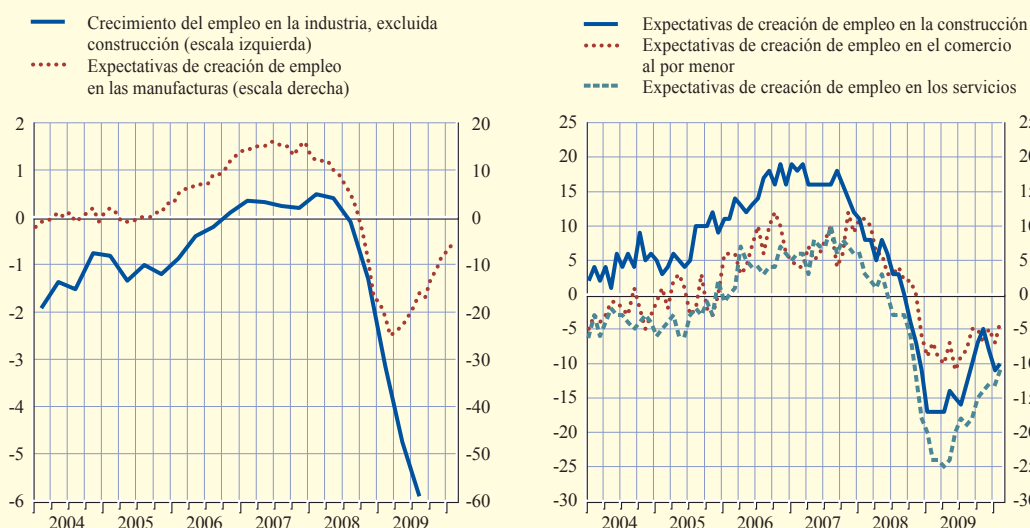
	Tasas interanuales		Tasas intertrimestrales				
	2007	2008	2008 III	2008 IV	2009 I	2009 II	2009 III
Total de la economía	1,8	0,7	-0,2	-0,4	-0,7	-0,5	-0,5
<i>Del cual:</i>							
Agricultura y pesca	-1,5	-1,4	-0,6	0,1	-0,8	-0,9	-1,1
Industria	1,3	-0,8	-0,9	-1,4	-1,7	-1,7	-1,8
Excluida la construcción	0,3	-0,1	-0,5	-1,1	-1,5	-1,8	-1,7
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	-0,2
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 51 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.

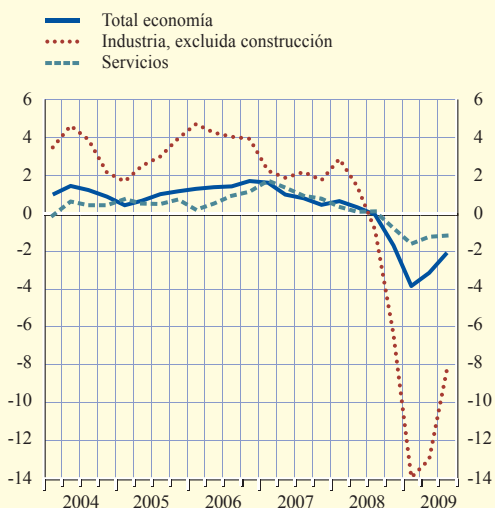
reducido el número de horas de trabajo a través de varios canales, entre los que se incluyen cambios en la flexibilidad de la organización del trabajo en las empresas, reducciones generales de las horas extraordinarias y planes especiales de mantenimiento del empleo establecidos por diversos Gobiernos europeos. Las distintas medidas para reducir el número de horas de trabajo han contribuido a evitar un descenso más acusado del empleo y han suavizado el proceso de ajuste en el mercado de trabajo en un entorno de caída de la demanda. Si se examina en el contexto del significativo descenso observado en la actividad económica, parece que el empleo en la zona del euro ha resistido relativamente bien durante la recesión económica. Una gran parte del ajuste se ha producido, realmente, como resultado de la reducción de las horas trabajadas por persona más que de un aumento importante del desempleo, aunque hay que decir que la evolución de los mercados de trabajo ha sido muy diferente en las distintas economías de la zona del euro.

Los datos para el tercer trimestre 2009 confirmaron que la contracción del empleo, en tasa intertrimestral, se había desacelerado en la zona del euro. El empleo se redujo un 0,5% en tasa intertrimestral, es decir, la misma tasa de descenso que la registrada en el segundo trimestre, pero menor que la tasa de contracción del 0,7% de principios de año. A nivel sectorial, la industria y la construcción siguieron siendo las más castigadas por la contracción del empleo. Si bien el descenso intertrimestral del 1,7% registrado en el empleo en la industria (excluida la construcción) en el tercer trimestre sugiere una cierta moderación en la tasa de contracción, en comparación con el trimestre anterior, parece que la reducción del empleo en la construcción se ha acelerado nuevamente en ese trimestre, tras haberse observado algunas señales de mejora en el segundo trimestre. Por el contrario, el empleo en los servicios parece haber aguantado ligeramente mejor, descendiendo solamente un 0,1%, en tasa intertrimestral, que es la misma que la registrada en el trimestre anterior (véase gráfico 51).

Junto con la recuperación observada en el crecimiento del producto de la zona del euro, la destrucción de empleo parece haber contribuido en los últimos trimestres a que se produjera una inflexión en el re-

Gráfico 52 Productividad del trabajo

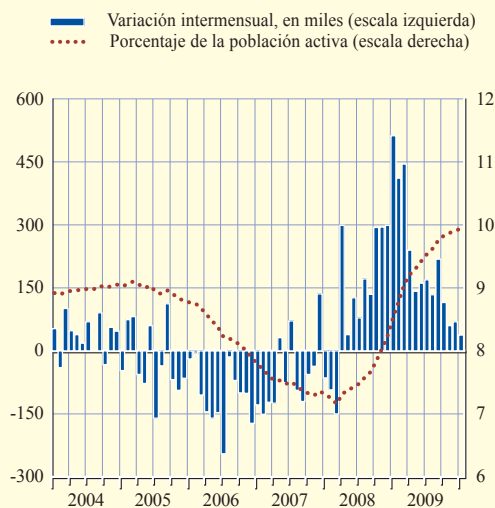
(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico 53 Desempleo

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

troceso de la productividad. En términos interanuales, la productividad agregada de la zona del euro (medida como el producto por asalariado) seguía cayendo un 2,1% en el tercer trimestre 2009, pero esta tasa supone una mejora sustancial con respecto a las contracciones récord observadas en el primer semestre del año (véase gráfico 52). Más recientemente, los últimos indicadores de opinión sugieren que la productividad siguió mejorando en el cuarto trimestre.

Los datos más recientes han mostrado una interrupción transitoria en el aumento de la tasa de paro de la zona del euro en torno a finales de año. Esta tasa se mantuvo en el 9,9% en enero de 2010, el mismo nivel que en los dos meses anteriores, después de que la cifra de diciembre de 2009 se revisara a la baja en 0,1 puntos porcentuales (véase gráfico 53). De cara al futuro, se observa que los indicadores de opinión han mejorado con respecto a sus mínimos, pero que todavía indican que es probable que, en los próximos meses, se produzcan nuevos aumentos del desempleo en la zona del euro, aunque un ritmo más lento que el observado y esperado en los primeros meses de 2009.

4.3 PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

En lo que respecta al futuro, se espera que el crecimiento del PIB real de la zona del euro siga siendo moderado durante el año actual, debido a que es probable que las bajas tasas de utilización de la capacidad productiva frenen la inversión y a que se prevé que las débiles perspectivas de los mercados de trabajo de la zona del euro reduzcan el crecimiento del consumo. Asimismo, continuará el proceso de ajuste de los balances en distintos sectores, tanto dentro como fuera de la zona del euro. Esta valoración también queda reflejada en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2010, que prevén que el crecimiento anual del PIB real se sitúe en un intervalo comprendido entre el 0,4% y el 1,2% en 2010, y entre el 0,5% y el 2,5% en 2011 (véase recuadro 8). Si se comparan con las proyecciones elaboradas por los expertos del Eurosistema en diciembre de 2009, el

intervalo estimado para el crecimiento del PIB real en 2010 es ligeramente más estrecho, mientras que, en el caso de 2011, el intervalo se ha revisado ligeramente al alza, como consecuencia del notable aumento de la actividad en todo el mundo. Se sigue considerando que los riesgos para las perspectivas económicas están prácticamente equilibrados, en un clima marcado por la persistencia de la incertidumbre.

Se considera que los riesgos para las perspectivas de la actividad económica están prácticamente equilibrados, en un clima marcado por una continua incertidumbre. Por un lado, la confianza podría seguir mejorando más de lo esperado y la demanda exterior podría recuperarse de manera más intensa de lo estimado. 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.

Recuadro 8

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS ELABORADAS POR LOS EXPERTOS DEL BCE PARA LA ZONA DEL EURO

A partir de los datos disponibles hasta el 19 de febrero de 2009, los expertos del BCE han elaborado una serie de proyecciones sobre la evolución macroeconómica de la zona del euro¹. Como reflejo de las perspectivas de una recuperación de la economía mundial, se proyecta que el crecimiento medio anual del PIB real se incremente gradualmente desde un intervalo comprendido entre el 0,4% y el 1,2% en 2010 hasta entre el 0,5% y el 2,5% en 2011. Se espera que la inflación aumente ligeramente durante el horizonte temporal que abarcan las proyecciones, desde entre el 0,8% y el 1,6% en 2010 hasta un intervalo comprendido entre el 0,9% y el 2,1% en 2011, a medida que la recuperación cobre impulso.

Supuestos técnicos relativos a los tipos de interés, los tipos de cambio, los precios de las materias primas y las políticas fiscales

Los supuestos técnicos relativos a los tipos de interés y a los precios de las materias primas energéticas y no energéticas se basan en las expectativas de los mercados consideradas hasta el 12 de febrero de 2010.² El supuesto sobre los tipos de interés a corto plazo posee un carácter puramente técnico. Dichos tipos se miden por el EURIBOR a tres meses, y las expectativas de los mercados se basan en los tipos de interés de los futuros. Esta metodología implica un nivel general medio de los tipos de

1 Las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE complementan las proyecciones macroeconómicas del Eurosistema que elaboran conjuntamente los expertos del BCE y los de los bancos centrales nacionales de la zona del euro con periodicidad semestral. Los procedimientos y técnicas utilizados son coherentes con los de las proyecciones del Eurosistema, descritos en la publicación titulada «A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises» (BCE, junio del 2001), que puede consultarse en la dirección del BCE en Internet. Con objeto de expresar el grado de incertidumbre que rodea las proyecciones, se presentan, para cada variable, intervalos basados en las diferencias entre las cifras observadas y las proyecciones elaboradas en los últimos años. La amplitud de estos intervalos es dos veces el valor absoluto medio de dichas diferencias. La técnica utilizada, que prevé una corrección para tener en cuenta acontecimientos excepcionales, se explica en la publicación titulada «New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges» (BCE, diciembre de 2009) que también puede consultarse en la dirección del BCE en Internet.

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

interés a corto plazo del 0,9% en 2010 y del 1,7% en 2011. Las expectativas de los mercados referidas al rendimiento nominal de la deuda pública a diez años de la zona del euro implican un nivel medio del 4,0% en 2010 y del 4,5% en 2011. El escenario de referencia de las proyecciones tiene en cuenta la reciente mejora adicional de las condiciones de financiación y estima que, durante el período abarcado por las proyecciones, los diferenciales de los préstamos bancarios a corto plazo respecto de los tipos de interés anteriormente mencionados se estabilizarán o se reducirán ligeramente. Igualmente, se considera que las condiciones crediticias se suavizarán a lo largo del horizonte temporal de las proyecciones. En cuanto a las materias primas, sobre la base de la trayectoria implícita en los mercados de futuros en las dos semanas previas a la fecha de cierre de los datos, se estima que los precios del petróleo se situarán, en promedio, en 75,1 dólares estadounidenses por barril en 2010 y en 79,8 en 2011. Los precios de las materias primas no energéticas, en dólares estadounidenses, aumentarán previsiblemente en un 18,4% en 2010 y un 2,7% más en 2011.

Se parte del supuesto de que, durante el horizonte abarcado por las proyecciones, los tipos de cambio bilaterales permanecerán estables en los niveles medios registrados en las dos semanas previas a la fecha de cierre de los datos, lo que implica que el tipo de cambio entre el euro y el dólar estadounidense será de 1,38 durante todo el período y que el tipo de cambio efectivo del euro se depreciará, en promedio, un 2,6% en 2010 y un 0,2% adicional en 2011.

Los supuestos relativos a la política fiscal se basan en los planes presupuestarios nacionales de cada uno de los países pertenecientes a la zona del euro a fecha de 12 de febrero de 2010, e incluyen todas las medidas que ya han sido aprobadas por los Parlamentos o que han sido concretadas por los Gobiernos y probablemente se aprueben tras su tramitación legislativa.

Supuestos relativos al entorno internacional

Las perspectivas de la economía mundial han mostrado señales más fuertes de mejora desde el punto de inflexión observado a mediados de 2009. Se espera que a corto plazo la recuperación siga viéndose impulsada principalmente por los efectos de los estímulos monetarios y fiscales, la normalización del comercio y el ciclo de existencias. Aunque algunos de estos factores son de naturaleza temporal, se prevé que la mejora de las condiciones de financiación preste un apoyo más duradero a la proyectada continuación de la recuperación mundial. En conjunto, el crecimiento de la economía mundial se mantendría por debajo de tendencias pasadas durante todo el horizonte temporal contemplado, dado que las economías avanzadas, en particular, están experimentando una recuperación débil, debido a la necesidad de ajuste de los balances a consecuencia de la crisis. El crecimiento del PIB real

Cuadro A Proyecciones macroeconómicas para la zona del euro

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

	2009	2010	2011
IAPC	0,3	0,8 - 1,6	0,9 - 2,1
PIB real	-4,0	0,4 - 1,2	0,5 - 2,5
Consumo privado	-1,0	-0,3 - 0,5	0,2 - 2,0
Consumo público	2,5	0,1 - 1,1	0,2 - 1,6
Formación bruta de capital fijo	-10,8	-3,1 - -0,5	-1,1 - 2,9
Exportaciones (bienes y servicios)	-13,0	3,2 - 7,6	1,4 - 7,8
Importaciones (bienes y servicios)	-11,6	1,9 - 5,7	0,7 - 6,5

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

2) Los datos se refieren a los 16 países de la zona del euro.

mundial fuera de la zona del euro se incrementará, en promedio, en un 4,2% en 2010 y en un 4,0% en 2011. Como reflejo de la significativa recuperación del comercio mundial, se estima que el crecimiento de los mercados de exportación de la zona del euro se incrementará hasta el 6,9% en 2010 y hasta el 5,4% en 2011. El aumento de la tasa de crecimiento anual en 2010 refleja el impacto de un mayor efecto arrastre estadístico procedente de 2009 y oculta el hecho de que se espera que en 2011 el ritmo del crecimiento intertrimestral de la economía mundial sea más intenso que en 2010.

Proyecciones relativas al crecimiento del PIB real

Tras una profunda recesión, la zona del euro registró un segundo trimestre consecutivo de crecimiento positivo del PIB real en el último trimestre de 2009. Los datos disponibles sugieren que la recuperación estuvo impulsada por las exportaciones, como consecuencia del repunte del comercio mundial. Asimismo, diversos factores de naturaleza temporal, como las medidas de estímulo fiscal y el ciclo de existencias han prestado apoyo a la recuperación. Dado que los efectos de estos factores desaparecerán con el paso del tiempo, se espera que el crecimiento del PIB real en 2010 siga siendo moderado, aun cuando se proyecta que la actividad se vea progresivamente apoyada por las exportaciones y por la lenta recuperación de la demanda interna, como reflejo de los efectos retardados de las medidas de política monetaria y de los significativos esfuerzos dirigidos a restablecer el funcionamiento del sistema financiero. Se espera que la recuperación se consolide en 2011. Se prevé que el crecimiento siga en una senda de crecimiento menor que antes de la recesión, debido a la necesidad de ajustes en los balances en algunos sectores y al hecho de que el consumo se está viendo negativamente afectado por la debilidad de las perspectivas de los mercados laborales y a que el nivel de ahorro por razones de precaución sigue siendo alto. Asimismo, se proyecta que la inversión privada, aunque se incrementará durante el horizonte temporal considerado, se moderará como consecuencia de los altos niveles de capacidad no utilizada y las desfavorables perspectivas de la demanda. En conjunto, se estima que la tasa de crecimiento anual del PIB real, tras un descenso del 4,0% en 2009, se incrementará entre un 0,4% y un 1,2% en 2010 y entre un 0,5% y un 2,5% en 2011. No obstante, puesto que también se prevé que el crecimiento potencial en términos anuales será inferior al de antes de la recesión, la brecha del producto se estrechará durante el período abarcado por las proyecciones.

Proyecciones sobre precios y costes

Tras alcanzar un mínimo del -0,4% en el tercer trimestre de 2009, la tasa de inflación interanual medida por el IAPC volvió a situarse en niveles positivos en el cuarto trimestre del año. Esta evolución se debió principalmente a los efectos de base derivados de descensos pasados de los precios de las materias primas. Tras ascender hasta el 1,0% en enero de 2010, se espera que la inflación se mantenga en torno a este nivel durante los próximos meses y que posteriormente registre un incremento progresivo, como reflejo de la mejora gradual de la actividad prevista, en un contexto en el que el crecimiento del producto potencial sigue siendo moderado. De acuerdo con las proyecciones, la tasa media de

Cuadro B Comparación con las proyecciones de diciembre de 2009

(tasas medias de variación anuales)

	2009	2010	2011
PIB real – diciembre 2009	-4,1 - -3,9	0,1 - 1,5	0,2 - 2,2
PIB real – marzo 2010	-4,0	0,4 - 1,2	0,5 - 2,5
IAPC – diciembre 2009	0,3 - 0,3	0,9 - 1,7	0,8 - 2,0
IAPC – marzo 2010	0,3	0,8 - 1,6	0,9 - 2,1

inflación anual se situará en un intervalo comprendido entre el 0,8% y el 1,6% en 2010 y entre el 0,9% y el 2,1% en 2011. El crecimiento de la remuneración por asalariado seguirá siendo bajo, debido a la continua debilidad de los mercados de trabajo. Puesto que se estima que el empleo seguirá cayendo en mayor medida durante algún tiempo, se espera que los incrementos de productividad resultantes contribuyan a un descenso significativo del crecimiento de los costes laborales unitarios desde los altos niveles observados en 2009, lo que a su vez permitiría un crecimiento moderado en los márgenes de beneficios y una recuperación parcial de las pérdidas sufridas en 2009. Se prevé que la tasa de variación anual del IAPC, excluida la energía, se modere en mayor medida en 2010, como consecuencia de la debilidad de la demanda agregada, y que se recuperará ligeramente en 2011.

Comparación con las proyecciones de diciembre de 2009

En comparación con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema publicadas en el Boletín Mensual de diciembre de 2009, el intervalo proyectado para el crecimiento del PIB real en 2010 se encuadra dentro del previsto anteriormente. El intervalo correspondiente a 2011 se ha corregido ligeramente al alza, principalmente como reflejo de la mejora de la actividad económica mundial, que se espera impulse las exportaciones de la zona del euro y favorezca la inversión.

Respecto a la inflación medida por el IAPC, el intervalo proyectado para 2010 se ha corregido ligeramente a la baja en comparación con el de diciembre de 2009, mientras que el referido a 2011 se ha corregido ligeramente al alza, en línea con las perspectivas de mejora de la actividad económica.

Comparación con las previsiones de otras instituciones

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

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

(tasas medias de variación anuales)

	Fecha de publicación	Crecimiento del PIB		Inflación medida por el IAPC	
		2010	2011	2010	2011
OCDE	Noviembre 2009	0,9	1,7	0,9	0,7
FMI	Enero 2010	1,0	1,6	0,8	0,8
Consensus Economics Forecasts	Febrero 2010	1,3	1,5	1,2	1,5
Encuesta a expertos en previsión económica	Febrero 2010	1,2	1,6	1,3	1,5
Comisión Europea	Febrero 2010	0,7	1,5	1,1	1,5
Proyecciones de los expertos del BCE	Marzo 2010	0,4 - 1,2	0,5 - 2,5	0,8 - 1,6	0,9 - 2,1

Fuentes: Previsiones intermedias de la Comisión Europea, febrero de 2010, para los datos referentes a 2010 y *European Economic Forecast* – otoño de 2009, para los referentes a 2011; Perspectivas de la Economía Mundial del FMI de octubre de 2009, para la inflación y actualización de las Perspectivas de la Economía Mundial, de enero de 2010, para el crecimiento del PIB; *Economic Outlook* de la OCDE, noviembre de 2009; *Consensus Economics Forecasts* y encuesta del BCE a expertos en previsión económica.

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

Según las previsiones disponibles realizadas por otros organismos e instituciones, la tasa del PIB real de la zona del euro se situará en un intervalo comprendido entre el 0,7% y el 1,3% en 2010 y entre el 1,5% y el 1,7% en 2011. Por lo que se refiere a la inflación, las previsiones de que se dispone estiman que la tasa media de inflación anual medida por el IAPC se situará en un intervalo comprendido entre el 0,8% y el 1,3% en 2010 y entre el 0,7% y el 1,5% en 2011. En consecuencia, tanto las previsiones referidas al crecimiento del PIB como a la inflación medida por el IAPC de otras instituciones se encuadran dentro de los intervalos previstos en las proyecciones de los expertos del BCE.

5 EVOLUCIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS

El año 2009 se caracterizó por un acusado deterioro de los saldos presupuestarios en la zona del euro. Según los programas de estabilidad actualizados presentados por la mayor parte de los países de la zona entre diciembre de 2009 y febrero de 2010, se espera que el déficit en relación con el PIB de las Administraciones Públicas de la zona del euro continúe aumentando en 2010. Aunque algunos países han anunciado medidas correctivas para 2010, otros muchos no tienen previsto iniciar el proceso de saneamiento de las finanzas públicas hasta 2011. Con el fin de garantizar el mantenimiento de la confianza en la sostenibilidad fiscal y de evitar efectos de contagio negativos en otros países miembros y en la UEM en su conjunto, es fundamental que los países de la zona del euro cumplan íntegramente los compromisos adquiridos en el contexto de los procedimientos de déficit excesivo. En particular, los esfuerzos de saneamiento tendrán que ser ambiciosos en muchos países, y sustentarse en medidas estructurales creíbles y especificadas claramente, centrándose especialmente en la reforma del gasto. En cuanto a Grecia, el 16 de febrero de 2010 el Consejo ECOFIN fijó el año 2012 como nuevo plazo límite para corregir el déficit excesivo del país y le instó a desarrollar y aplicar un amplio conjunto de medidas estructurales, así como a informar periódicamente sobre estas medidas.

EVOLUCIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS EN 2009

En 2009, la situación presupuestaria de la mayor parte de los países de la zona del euro experimentó un acusado deterioro. Según los programas de estabilidad actualizados presentados por la mayoría de los países de la zona entre diciembre de 2009 y febrero de 2010 (véase cuadro 9), el déficit de las Administraciones Públicas de la zona del euro más que se triplicó, aumentando desde el 2% del PIB en 2008 hasta el 6,2% del PIB en 2009. Esta evolución representa el deterioro presupuestario más pronunciado desde el comienzo de la UEM. Al mismo tiempo, la deuda pública de la zona se incrementó desde el 69,4% del PIB en 2008 hasta el 78,7% del PIB en 2009. La comparación de los déficits registrados en 2009 con los objetivos fijados en las actualizaciones de los programas de estabilidad publicados a finales de 2008 y principios de 2009 pone en evidencia una reducción del saldo presupuestario de las Administraciones Públicas de la zona equivalente a 2,8 puntos porcentuales del PIB, lo que constituye la mayor revisión realizada hasta la fecha en la historia de los programas de estabilidad.

Si se considera más detalladamente la evolución de cada uno de los países de la zona del euro, tres de ellos —Grecia, Irlanda y España— registraron en 2009 ratios de déficit en relación con el PIB de dos dígitos. Un segundo grupo de países —Portugal, Francia, Eslovaquia, Bélgica, Chipre, Eslovenia e Italia— tuvieron ratios de déficit que fluctuaron entre el 5% y el 9,5% del PIB. En otros cuatro países, concretamente Países Bajos, Malta, Austria y Alemania, las ratios de déficit se situaron entre el 3% y el 4,9% del PIB. Finlandia y Luxemburgo son los dos únicos países en los que los déficits presupuestarios permanecieron por debajo del 3% del PIB. En conjunto, en 14 de los 16 países de la zona del euro se alcanzaron déficits superiores al valor de referencia del 3% del PIB en 2009. Con la excepción de Chipre, todos estos países son actualmente objeto de procedimientos de déficit excesivo (véase cuadro 10).

Esta evolución adversa de las finanzas públicas es atribuible, fundamentalmente, a cinco factores. En primer lugar, la crisis financiera y la desaceleración económica provocaron reducciones en los ingresos impositivos e incrementos en las prestaciones sociales (como las prestaciones por desempleo) por la acción de los estabilizadores automáticos. En segundo lugar, además del efecto causado por los estabilizadores automáticos, los ingresos resultaron afectados negativamente por factores (como la caída de los precios de los activos) que no quedaron reflejados en la evolución de los principales

Cuadro 9 Programas de estabilidad actualizados de los países de la zona del euro

	Tasa de crecimiento del PIB real (variación porcentual)					Saldo presupuestario (en porcentaje del PIB)					Deuda (en porcentaje del PIB)				
	2008	2009	2010	2011	2012	2008	2009	2010	2011	2012	2008	2009	2010	2011	2012
Bélgica															
Actualización de abril de 2009	1,1	-1,9	0,6	2,3	2,3	-1,2	-3,4	-4,0	-3,4	-2,6	89,6	93,0	95,0	94,9	93,9
Actualización de enero de 2010	1,0	-3,1	1,1	1,7	2,2	-1,2	-5,9	-4,8	-4,1	-3,0	89,8	97,9	100,6	101,4	100,6
Alemania															
Actualización de enero de 2009	1,3	-2,3	1,3	1,3	1,3	-0,1	-3,0	-4,0	-3,0	-2,5	65,5	68,5	70,5	71,5	72,5
Actualización de febrero de 2010	1,3	-5,0	1,4	2,0	2,0	0,0	-3,2	-5,5	-4,5	-3,5	65,9	72,5	76,5	79,5	81,0
Irlanda															
Actualización de enero de 2009	-1,4	-4,0	-0,9	2,3	3,4	-6,3	-9,5	-9,0	-6,4	-4,8	40,6	52,7	62,3	65,7	66,2
Actualización de diciembre de 2009	-3,0	-7,5	-1,3	3,3	4,5	-7,2	-11,7	-11,6	-10,0	-7,2	44,1	64,5	77,9	82,9	83,9
Grecia															
Actualización de diciembre de 2008	3,0	1,1	1,6	2,3		-3,7	-3,7	-3,2	-2,6		94,6	96,3	96,1	94,7	
Actualización de enero de 2010	2,0	-1,2	-0,3	1,5	1,9	-7,7	-12,7	-8,7	-5,6	-2,8	99,2	113,4	120,4	120,6	117,7
España															
Actualización de enero de 2009	1,2	-1,6	1,2	2,6		-3,4	-5,8	-4,8	-3,9		39,5	47,3	51,6	53,7	
Actualización de febrero de 2010	0,9	-3,6	-0,3	1,8	2,9	-4,1	-11,4	-9,8	-7,5	-5,3	39,7	55,2	65,9	71,9	74,3
Francia															
Actualización de diciembre de 2008	1,0	0,2	2,0	2,5	2,5	-2,9	-3,9	-2,7	-1,9	-1,1	66,7	69,1	69,4	68,5	66,8
Actualización de febrero de 2010	0,4	-2,3	1,4	2,5	2,5	-3,4	-7,9	-8,2	-6,0	-4,6	67,4	77,4	83,2	86,1	87,1
Italia															
Actualización de febrero de 2009	-0,6	-2,0	0,3	1,0		-2,6	-3,7	-3,3	-2,9		105,9	110,5	112,0	111,6	
Actualización de enero de 2010	-1,0	-4,8	1,1	2,0	2,0	-2,7	-5,3	-5,0	-3,9	-2,7	105,8	115,1	116,9	116,5	114,6
Chipre															
Actualización de febrero de 2009	3,8	2,1	2,4	3,0	3,2	1,0	-0,8	-1,4	-1,9	-2,2	49,3	46,8	45,4	44,2	44,2
Luxemburgo															
Actualización de enero de 2009	1,0	-0,9	1,4			2,0	-0,6	-1,5			14,4	14,9	17,0		
Actualización de febrero de 2010	0,0	-3,9	2,5	3,0	2,7	2,5	-1,1	-3,9	-5,0	-4,6	13,5	14,9	18,3	23,9	29,3
Malta															
Actualización de diciembre de 2008	2,8	2,2	2,5	2,8		-3,3	-1,5	-0,3	1,2		62,8	61,9	59,8	56,3	
Actualización de febrero de 2010	2,1	-2,0	1,1	2,3	2,9	-4,7	-3,8	-3,9	-2,9	-2,8	63,6	66,8	68,6	68,0	67,3
Países Bajos															
Actualización de noviembre de 2008	2,3	1,3	2,0	2,0		1,2	1,2	0,8	1,1		42,1	39,6	38,0	36,2	
Actualización de enero de 2010	2,0	-4,0	1,5	2,0	2,0	0,7	-4,9	-6,1	-5,0	-4,5	58,2	62,3	67,2	69,6	72,5
Austria															
Actualización de abril de 2009	1,8	-2,2	0,5	1,5	2,0	-0,4	-3,5	-4,7	-4,7	-4,7	62,5	68,5	73,0	75,7	77,7
Actualización de enero de 2010	2,0	-3,4	1,5	1,5	1,9	-0,4	-3,5	-4,7	-4,0	-3,3	62,6	66,5	70,2	72,6	73,8
Portugal															
Actualización de enero de 2009	0,3	-0,8	0,5	1,3		-2,2	-3,9	-2,9	-2,3		65,9	69,7	70,5	70,0	
Eslovenia															
Actualización de abril de 2009	3,5	-4,0	1,0	2,7		-0,9	-5,1	-3,9	-3,4		22,8	30,5	34,1	36,3	
Actualización de enero de 2010	3,5	-7,3	0,9	2,5	3,7	-1,8	-5,7	-5,7	-4,2	-3,1	22,5	34,4	39,6	42,0	42,7
Eslovaquia															
Actualización de abril de 2009	6,4	2,4	3,6	4,5	5,1	-2,2	-3,0	-2,9	-2,2	-1,7	27,6	31,4	32,7	32,7	
Actualización de enero de 2010	6,4	-5,7	1,9	4,1	5,4	-2,3	-6,3	-5,5	-4,2	-3,0	27,7	37,1	40,8	42,5	42,2
Finlandia															
Actualización de diciembre de 2008	2,6	0,6	1,8	2,4	2,2	4,4	2,1	1,1	1,0	0,9	32,4	33,0	33,7	34,1	34,6
Actualización de enero de 2010	1,0	-7,6	0,7	2,4	3,5	4,4	-2,2	-3,6	-3,0	-2,3	34,2	41,8	48,3	52,2	54,4
Zona del euro															
Actualización de 2008-2009	1,0	-1,2	1,2	1,8		-1,6	-3,4	-3,3	-2,6		67,8	71,5	73,2	73,8	
Actualización de 2009-2010	0,7	-4,0	1,0	2,1	2,3	-2,0	-6,2	-6,6	-5,2	-3,9	69,4	78,7	83,9	86,5	87,3

Fuentes: Programas de estabilidad actualizados para 2008-2009 y 2009-2010, y cálculos del BCE.

Nota: El agregado de la zona del euro se calcula como media ponderada de los datos disponibles de los distintos países, excepto para la actualización 2009-2010, de Chipre y Portugal, ya que los programas de estabilidad de estos países no están aún disponibles. Para la actualización 2009-2010, los datos sobre el crecimiento del PIB real y la deuda de Irlanda correspondientes a 2008 se han tomado de las previsiones de la Comisión Europea de otoño de 2009.

Cuadro 10 Esquema de los procedimientos de déficit excesivo abiertos en países de la zona del euro

(en porcentaje del PIB)

	Saldo presupuestario en 2009	Inicio del proceso de saneamiento	Plazo límite para la corrección del déficit	Ajuste estructural medio anual recomendado
Bélgica	-5,9	2010	2012	3/4
Alemania	-3,4	2011	2013	≥ 0,5
Irlanda	-12,5	2010	2014	2
Grecia	-12,7	2010	2012	≥ 3 1/2 en 2010-11, ≥ 2 1/2 en 2012
España	-11,2	2010	2013	> 1,5
Francia	-8,3	2010	2013	> 1
Italia	-5,3	2010	2012	≥ 0,5
Malta	-4,5	2010	2011	3/4
Países Bajos	-4,7	2011	2013	3/4
Austria	-4,3	2011	2013	3/4
Portugal	-8,0	2010	2013	1 1/4
Eslovenia	-6,3	2010	2013	3/4
Eslovaquia	-6,3	2010	2013	1

Fuentes: Previsiones económicas de la Comisión Europea de otoño de 2009 y recomendaciones del Consejo ECOFIN de diciembre de 2009 y febrero de 2010.

agregados macroeconómicos, lo que dio lugar a reducciones de los ingresos. En tercer lugar, aunque la tasa de crecimiento tendencial de la economía de la zona del euro experimentó un descenso, el crecimiento del gasto estructural se mantuvo elevado. En cuarto lugar, tras la aprobación del Plan europeo de recuperación económica por el Consejo Europeo en diciembre de 2008, la mayor parte de los Gobiernos de la zona del euro pusieron en marcha importantes medidas de estímulo fiscal. En quinto lugar, varios países han adoptado medidas de amplio alcance para estabilizar sus respectivos sectores financieros, lo que ha influido en el nivel de deuda de las Administraciones Públicas en 2009 o se ha traducido en considerables pasivos contingentes, que conllevan el riesgo de provocar un aumento de los déficits o de la deuda en el futuro (véase también el artículo titulado «Impacto en las finanzas públicas de la zona del euro del apoyo de los Gobiernos al sector bancario», publicado en el Boletín Mensual de julio de 2009).

APLICACIÓN DEL PACTO DE ESTABILIDAD Y CRECIMIENTO

El 16 de febrero de 2010, el Consejo ECOFIN adoptó una serie de decisiones en relación con dos países de la zona del euro, Malta y Grecia. Por lo que respecta a Malta, el Consejo formuló una recomendación de conformidad con el apartado 7 del artículo 126 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea (en lo sucesivo, «el Tratado»), que amplía el plazo para corregir el déficit excesivo del país de 2010 a 2011 y fija como fecha límite el 16 de agosto de 2010 para la adopción de medidas correctivas.

En cuanto a Grecia, el Consejo ECOFIN emitió un dictamen sobre el programa de estabilidad actualizado de este país, que prevé una reducción de su ratio de déficit público desde el 12,7% del PIB en 2009 hasta el 8,7% del PIB en 2010, y, posteriormente hasta menos del 3% del PIB en 2012. Según el programa, en 2011 la ratio de deuda pública se estabilizará prácticamente. En el dictamen del Consejo se indicaba que el programa es lo suficientemente ambicioso, ya que centra los mayores esfuerzos de saneamiento presupuestario en 2010 y 2011 y aspira a lograr ajustes del déficit de 4 puntos porcentuales y de 3,4 puntos porcentuales del PIB, respectivamente. No obstante, aunque el programa contempla algunas medidas correctivas concretas para 2010, no incluye medidas detalladas de saneamiento para el período 2011-2013.

El Consejo ECOFIN también formuló, de conformidad con el apartado 4 del artículo 121 del Tratado, una recomendación dirigida a Grecia en la que se hace referencia a las Orientaciones generales de polí-

tica económica, y adoptó una decisión de hacer pública esta recomendación¹. Además, adoptó una decisión, con arreglo al apartado 9 del artículo 126 del Tratado, en la que se notifica a Grecia que debe adoptar medidas para corregir el déficit excesivo. La recomendación incluye una lista de medidas estructurales y fiscales fundamentales que deben adoptarse, e insta a Grecia a desarrollar y aplicar, en cuanto sea posible en 2010, un paquete audaz y exhaustivo de reformas estructurales que incluya reformas de los salarios públicos y de los sistemas de pensiones y de atención sanitaria, y medidas para mejorar la eficiencia de la Administración pública, el entorno empresarial y el funcionamiento del mercado de productos, así como para fomentar el crecimiento de la productividad y del empleo. De forma paralela, la decisión del Consejo ECOFIN fijaba el año 2012 como plazo límite para que Grecia corrija su déficit excesivo, y señalaba que el proceso de saneamiento encaminado a lograr la corrección del déficit excesivo debe incluir un ajuste estructural anual equivalente, como mínimo, a 3,5 puntos porcentuales del PIB en 2010 y 2011, y de al menos 2,5 puntos porcentuales del PIB en 2012. Además, en la decisión se fijaba un calendario detallado de las medidas que deben adoptarse en el período 2010-2012. También se invitó a Grecia a presentar al Consejo y a la Comisión Europea, antes del 16 de marzo de 2010, un informe en el que se especifiquen las medidas y se proporcione un calendario de aplicación para alcanzar los objetivos presupuestarios de 2010. Por último, se exige a Grecia que informe periódica y públicamente sobre las medidas adoptadas, presentando los primeros informes el 16 de marzo y el 15 de mayo de 2010, y con periodicidad trimestral posteriormente. Estas exigencias, así como el estrecho seguimiento que se va a realizar de los progresos de Grecia, reflejan los desequilibrios fiscales especialmente graves que afronta este país y el riesgo de que se produzcan efectos de contagio adversos en otros países de la zona del euro y en la UEM en su conjunto. En este contexto, la declaración del Consejo Europeo de 11 de febrero de 2010 mencionaba que, en caso necesario, los Estados miembros de la zona del euro adoptarán medidas enérgicas y coordinadas para salvaguardar la estabilidad financiera de la zona en su conjunto.

El 3 de marzo de 2010, el Gobierno griego anunció la adopción de medidas adicionales de consolidación fiscal de carácter permanente, con el fin de realizar los importantes progresos necesarios en materia de saneamiento presupuestario en 2010. Se ha de destacar que las medidas incluyen recortes del gasto público y ajustes de los salarios de los empleados públicos.

PLANES PRESUPUESTARIOS PARA 2010 Y PARA AÑOS POSTERIORES

Según los programas de estabilidad actualizados presentados hasta ahora, se espera que el déficit de las Administraciones Públicas de la zona del euro alcance un máximo del 6,6% del PIB en 2010, un nivel sin precedentes desde el comienzo de la tercera fase de la UEM. Suponiendo que el crecimiento del PIB real se sitúe entre el 2% y el 2,5%, se prevé que el déficit se reduzca hasta situarse en el 5,2% del PIB en 2011 y el 3,9% del PIB en 2012. La mayor parte de los países de la zona del euro que actualmente son objeto de un procedimiento de déficit excesivo tienen previsto reducir sus déficits hasta situarlos por debajo del valor de referencia del 3% del PIB dentro del plazo acordado. Se espera que la ratio de deuda pública en relación con el PIB de la zona del euro siga aumentando y alcance el 83,9% en 2010, el 86,5% en 2011 y el 87,3% en 2012, situándose las ratios de deuda en niveles no observados desde hace décadas en varios países de la zona del euro.

En cuanto a la ronda de actualizaciones de 2009-2010, los programas de estabilidad se presentaron, en general, más tarde de lo habitual, en enero o febrero de 2010, en lugar de noviembre y diciembre de 2009. Esto se debió a que se estimó que si la presentación se aplazaba, los países podrían tomar en consideración las conclusiones del Consejo ECOFIN de octubre de 2009 sobre la estrategia de salida de

¹ Véase la «Recomendación del Consejo a Grecia para que ajuste sus políticas económicas a las orientaciones generales de la política económica de la Unión, eliminando así el peligro de comprometer el funcionamiento adecuado de la Unión Económica y Monetaria» (6145/10, 16 de febrero de 2010).

las políticas fiscales aplicadas y las decisiones sobre los procedimientos de déficit excesivo adoptadas en diciembre de 2009 (véanse cuadros 9 y 10). En la coyuntura actual, una valoración general de los programas de estabilidad apunta a que esta invitación a incluir detalles de las estrategias de salida y de consolidación fiscal no se tuvo en cuenta muchos casos.

Todos los países deben cumplir el objetivo de ajuste estructural medio anual establecido en las recomendaciones formuladas en el marco del procedimiento de déficit excesivo durante el plazo de corrección fijado, y las deficiencias que se observen en las estrategias de saneamiento estructural aplicadas en 2010-2011 tendrán que compensarse con mayores esfuerzos fiscales en los próximos años. No obstante, dada la falta de medidas especificadas claramente para esos años, existe en la actualidad un riesgo significativo en este ámbito.

La actualización del programa de estabilidad para 2010 de Alemania prevé que la ratio de déficit del país se incrementará desde el 3,2% del PIB en 2009 hasta el 5,5% del PIB en 2010, como consecuencia, entre otros factores, de las medidas fiscales adoptadas para impulsar el crecimiento. En consonancia con las exigencias del procedimiento de déficit excesivo, el déficit se reduciría de manera gradual posteriormente y se situaría en el 3% del PIB en 2013. Hasta ahora, el ajuste fiscal previsto no se ha visto respaldado por medidas concretas. A este respecto, el Gobierno alemán prevé dar a conocer una estrategia de consolidación detallada antes del verano de este año. Está previsto que la ratio de deuda bruta en relación con el PIB se incremente desde el 72,5% en 2009 hasta el 82% en 2013.

La actualización del programa de estabilidad de Francia prevé un nuevo aumento de la ratio de déficit, desde el 7,9% del PIB en 2009 hasta el 8,2% del PIB en 2010, así como que, a partir de 2011, la ratio de déficit disminuya cada año, lo que conduciría a la corrección del déficit excesivo de este país en 2013, en consonancia con las exigencias del procedimiento de déficit excesivo. Se prevé que la ratio de deuda en relación con el PIB se incremente durante el periodo 2010-2012, antes de descender ligeramente hasta el 86,6% en 2013. Según el programa, está previsto que el proceso de saneamiento estructural comience en 2011 y que se base fundamentalmente en la contención del gasto. Para facilitar estos planes de saneamiento de las finanzas públicas, el Gobierno francés está debatiendo la aplicación de una regla fiscal.

La actualización del programa de estabilidad para 2010 de Italia prevé una ligera reducción de la ratio de déficit del país, desde el 5,3% del PIB en 2009 hasta el 5% del PIB en 2010, así como que posteriormente continúe disminuyendo hasta situarse por debajo del 3% del PIB en 2012, en consonancia con las exigencias del procedimiento de déficit excesivo. Se prevé que la ratio de deuda en relación con el PIB aumente desde el 115,1% en 2009 hasta el 116,9% en 2010, antes de descender hasta el 114,6% en 2012. Según el Gobierno italiano, esta estrategia de saneamiento se sustenta en el plan presupuestario de tres años aprobado por el Parlamento en 2008, que se basa fundamentalmente en la contención del gasto (con una reducción equivalente a aproximadamente el 1,5% del PIB, en términos acumulados, durante el periodo 2009-2011).

La actualización del programa de estabilidad de Irlanda incluye proyecciones hasta 2014, el plazo límite fijado por el Consejo ECOFIN para reducir el déficit del país hasta un nivel inferior al 3% del PIB. Según el programa, el déficit disminuirá desde el 11,7% del PIB en 2009 hasta el 2,9% del PIB en 2014, con un ajuste estructural medio de 2 puntos porcentuales del PIB por año a partir de 2011. Las medidas especificadas para 2010 se centran en el gasto, con un ajuste global equivalente al 2,5% del PIB. Para 2011 y los años posteriores, el Gobierno se ha comprometido a lograr ambiciosos objetivos de saneamiento estructural. No obstante, todavía quedan por especificar las medidas para alcanzar estos objetivos.

La actualización del programa de estabilidad de España prevé la corrección del déficit excesivo del país para 2013, en consonancia con las recomendaciones formuladas en el contexto del procedimiento de déficit excesivo. El objetivo de saneamiento estructural medio anual establecido es de 1,8 puntos porcentuales del PIB, acorde con la recomendación formulada en el marco del procedimiento de déficit excesivo de lograr un ajuste superior a 1,5 puntos porcentuales. No obstante, este objetivo no se ha visto plenamente respaldado por medidas concretas, especialmente para el periodo 2011-2013.

CONSIDERACIONES RELATIVAS A LA POLÍTICA FISCAL

El espectacular aumento de los desequilibrios fiscales observado en los países de la zona del euro representa una amenaza para la sostenibilidad de las finanzas públicas y es motivo de preocupación por varias razones. En primer lugar, es posible que el incremento de los déficits presupuestarios y de la deuda pública ejerza presiones al alza sobre las expectativas de inflación e imponga una carga adicional para la política monetaria aplicada por el BCE en la zona del euro. En segundo lugar, las considerables necesidades de (re)financiación de algunos Gobiernos pueden forzar al alza los tipos de interés (reales) a medio y a largo plazo, lo que también podría propagarse a otros países de la zona del euro y desplazar la demanda privada en la fase de recuperación. En tercer lugar, el aumento de la deuda pública y de los rendimientos de la deuda soberana conlleva un incremento del gasto por intereses, lo que deberá compensarse con subidas de impuestos, que son perjudiciales para el crecimiento potencial, o con la imposición de restricciones en otras partidas de gasto público, incluidas las que promueven el crecimiento a largo plazo (por ejemplo, infraestructuras y educación). Estas restricciones aumentarán aún más si no se introducen reformas para abordar el incremento de los costes presupuestarios asociados al envejecimiento de la población. En cuarto lugar, la existencia de fuertes desequilibrios fiscales puede favorecer la acumulación de otros desequilibrios macroeconómicos, como los déficits por cuenta corriente, que hacen que los países sean más vulnerables a perturbaciones negativas. Además, unos déficits presupuestarios y una deuda elevados limitan la capacidad de las medidas de política fiscal para contrarrestar esas perturbaciones.

Para mantener la confianza y evitar efectos de contagio negativos en otros países de la zona del euro y en la UEM en su conjunto, es esencial que los países miembros cumplan sus compromisos con arreglo a los procedimientos de déficit excesivo. En particular, en los casos en los que el proceso de consolidación deba comenzar en 2010, los planes presupuestarios han de incluir medidas de saneamiento efectivas. En términos más generales, como se especificó en las recomendaciones formuladas por el Consejo ECOFIN para cada país en el contexto de los procedimientos de déficit excesivo, los esfuerzos de saneamiento de muchos países tendrán que superar considerablemente el ajuste mínimo anual del 0,5% del PIB especificado en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Los escenarios acerca de la posible evolución de la deuda pública de la zona del euro presentados en el recuadro 9 subrayan la importancia de acometer un proceso de saneamiento rápido y ambicioso.

A la vista del fuerte aumento de las ratios de gasto y de unas cargas tributarias ya elevadas, las estrategias de saneamiento creíbles tendrán que centrarse muy especialmente en la reforma del gasto, lo que aumentará las probabilidades de lograr una reducción del déficit, proporcionará margen de maniobra para hacer frente a las presiones previstas sobre el gasto derivadas del envejecimiento de la población y, con el tiempo, contribuirán a reducir la carga impositiva y a respaldar el crecimiento potencial. El éxito del ajuste fiscal también dependerá, en gran medida, de normas e instituciones presupuestarias nacionales adecuadas, de procedimientos presupuestarios transparentes y de unas estadísticas de finanzas públicas fiables y completas.

Recuadro 9

RETOS PARA LA SOSTENIBILIDAD PRESUPUESTARIA EN LA ZONA DEL EURO

En este recuadro se presentan tres escenarios de posible evolución de la ratio de deuda pública en relación con el PIB de la zona del euro hasta 2030, con el propósito de proporcionar una estimación aproximada de la magnitud del saneamiento presupuestario necesario para volver a situar las finanzas públicas de la zona del euro en una senda sostenible. Los escenarios se basan en los agregados de la zona del euro, por lo que hacen abstracción de la heterogeneidad existente entre los países de la zona, que debe tenerse en cuenta, sin embargo, a la hora de diseñar las estrategias de salida de las medidas fiscales relacionadas con la crisis y de considerar el momento, el ritmo y la composición más adecuados para llevar a cabo el saneamiento presupuestario en cada país.

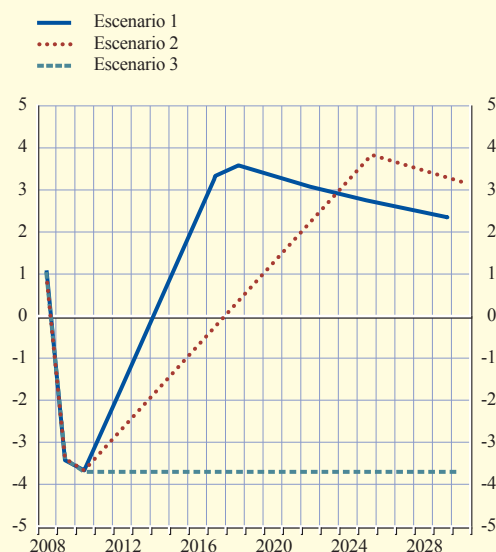
Los supuestos macroeconómicos en que se fundamentan los tres escenarios son los siguientes: la tasa de crecimiento del PIB real se basa en la evolución de la tasa de crecimiento potencial real de la zona del euro, según las proyecciones de la Comisión Europea y del Comité de Política Económica¹. Según esta fuente, el crecimiento potencial real disminuirá gradualmente, desde el valor bastante elevado del 2,2% en 2011, hasta el 1,5% en 2030. Se supone que el aumento del deflactor del PIB se mantiene constante, en el 1,9%, durante el periodo contemplado en el escenario, y que el tipo de interés nominal implícito de la deuda pública se mantiene también constante, en el 4,3%, el valor registrado en 2008 (dado que los valores correspondientes al periodo 2009-2010 podrían quedar distorsionados por la crisis financiera).

Los tres escenarios utilizan como punto de partida las previsiones de la Comisión Europea de otoño de 2009² para la deuda pública de la zona del euro en 2010 (el 84% del PIB). El valor inicial del saldo primario en 2010, basado en la misma fuente, es el -3,7% del PIB. Basándose en los supuestos macroeconómicos y en esta desfavorable situación presupuestaria inicial, se calcula que la ratio de deuda aumentará más, a menos que se logre un superávit primario (es decir, el saldo presupuestario total menos los pagos por intereses) suficientemente elevado para estabilizar la ratio de deuda y situarla en una trayectoria descendente.

A partir de 2011, la evolución de las finanzas públicas se analiza en tres escenarios alternativos que se presentan en el gráfico A. En el escenario 1 se supone que se produce un proceso de saneamiento

Gráfico A Supuestos de saldos primarios

(en porcentaje del PIB)



Fuente: Cálculos del BCE.

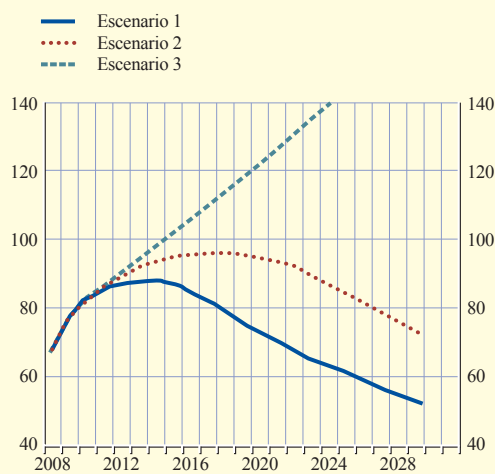
1 Véase «2009 Ageing Report: Economic and Budgetary Projections for the EU-27 Member States (2008-2060)», *European Economy*, n.º 2, Comisión Europea y Comité de Política Económica, 2009.

2 Véase «European Economic Forecast Autumn 2009», *European Economy*, n.º 10, Comisión Europea, 2009.

presupuestario bastante rápido, en el que el saldo primario mejora 1 punto porcentual del PIB al año, hasta alcanzar un presupuesto equilibrado (en 2018). Posteriormente, se supone que el superávit primario desciende ligeramente, a fin de mantener un presupuesto equilibrado hasta el final del período de simulación (en 2030). En el escenario 2 se supone que el proceso de saneamiento es menos ambicioso y que el saldo primario solo mejora 0,5 puntos porcentuales del PIB al año, hasta alcanzar el equilibrio presupuestario (en 2025), manteniéndose, posteriormente, unos superávits primarios compatibles con un presupuesto equilibrado hasta 2030. Por último, en el escenario 3 se supone que no se realizan esfuerzos de saneamiento, por lo que el saldo primario se mantiene constante en el $-3,7\%$ del PIB, es decir, en el valor previsto para 2010, durante todo el período de la simulación.

Gráfico B Escenarios de deuda pública

(en porcentaje del PIB)



Fuente: Cálculos del BCE.

En el gráfico B se presentan los resultados de estos escenarios para la zona del euro. En el escenario 1, la ratio de deuda pública alcanza un máximo del 89,3% del PIB en 2013 y, en el escenario 2, un máximo del 97,2% del PIB en 2017. Posteriormente, ambos escenarios muestran un descenso gradual de la ratio de deuda pública en relación con el PIB. El valor de referencia del 60% del PIB se alcanza dentro de las dos décadas siguientes (es decir, en 2026) solamente en el escenario 1. El escenario 3 muestra un aumento constante de la ratio de deuda pública, hasta más del 100% del PIB en 2015, 120% en 2020 y 150% en 2026.

Los resultados de estos escenarios son sensibles a los supuestos subyacentes de crecimiento económico y de tipos de interés implícitos. Se basan en cálculos anteriores a la crisis y los valores observados pueden ser muy diferentes después de la crisis. Sin embargo, pueden servir para ilustrar los mayores riesgos para la sostenibilidad presupuestaria que se derivan del rápido crecimiento de la ratio de deuda pública en relación con el PIB de la zona del euro. Unas políticas fiscales que no cambian (escenario 3) supondrían una clara amenaza para la sostenibilidad a largo plazo de las finanzas públicas. Estos riesgos pueden acrecentarse, como consecuencia de efectos de retroalimentación negativos, si el aumento de las ratios de deuda pública eleva los tipos de interés reales y/o reduce el crecimiento económico. Los verdaderos riesgos para la sostenibilidad presupuestaria son incluso más pronunciados, dado que los tres escenarios de deuda no tienen en cuenta ni el aumento previsto de los costes relacionados con el envejecimiento demográfico, ni los riesgos asociados a los pasivos contingentes derivados de las garantías proporcionadas a los sectores financiero y no financiero en el contexto de la crisis. Sin embargo, las entidades de crédito todavía pueden tener que hacer frente a saneamientos adicionales³ y, especialmente después de 2020, cabe esperar fuertes presiones sobre las finanzas públicas como resultado del envejecimiento de la población⁴.

3 Véase el recuadro titulado «Estimate of potential future write-downs on securities and loans facing the euro area banking sector», Financial Stability Review, BCE, diciembre de 2009.

4 Véanse el recuadro titulado «Informe de 2009 sobre el envejecimiento demográfico: Proyecciones actualizadas sobre el gasto público relacionado con el envejecimiento de la población», en el Boletín Mensual de junio de 2009, y el recuadro titulado «El informe de sostenibilidad 2009 de la Comisión Europea», en el Boletín Mensual de diciembre de 2009.

Los Estados miembros que desean adoptar el euro han de mantener una ratio de deuda pública en relación con el PIB inferior al valor de referencia del 60%, o garantizar que su ratio de deuda esté disminuyendo y aproximándose al valor de referencia a un ritmo satisfactorio. Como consecuencia de la crisis, muchos de los países de la zona del euro que cumplían este criterio al integrarse en la UEM deberán realinear sus políticas fiscales para volver a situar sus ratios de deuda en una trayectoria descendente de forma perdurable y para limitar la carga de la deuda que recaerá en las generaciones futuras. Incluso con unos esfuerzos de saneamiento presupuestario de mediana intensidad, es decir, para lograr una mejora de 0,5 puntos porcentuales del PIB al año (escenario 2), es probable que tengan que transcurrir dos décadas antes de poder volver a la ratio de deuda registrada en la zona del euro antes de la crisis. Así pues, el saneamiento anual habrá de ser mucho más contundente para garantizar que la ratio de deuda pública en relación con el PIB descienda más rápidamente, hasta situarse en un nivel igual o inferior al valor de referencia del 60%. El reto es mucho mayor para los países de la zona del euro que tienen déficits públicos y/o ratios de deuda elevados o muy elevados, como resultado de la crisis, y para los que han de hacer frente a tipos de interés relativamente altos o a un reducido crecimiento potencial⁵.

5 Para un análisis del éxito de experiencias anteriores con la reducción de la deuda en los países de la zona del euro en el período previo a la UEM, véase el recuadro titulado «La experiencia con la reducción de la deuda pública en los países de la zona del euro», en el Boletín Mensual de septiembre de 2009.

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

6.1 TIPOS DE CAMBIO

El euro se ha depreciado en términos efectivo nominales en torno a un 6% en los tres últimos meses, situándose por debajo de la media de 2009. La depreciación del euro ha sido generalizada, aunque especialmente pronunciada frente al dólar estadounidense.

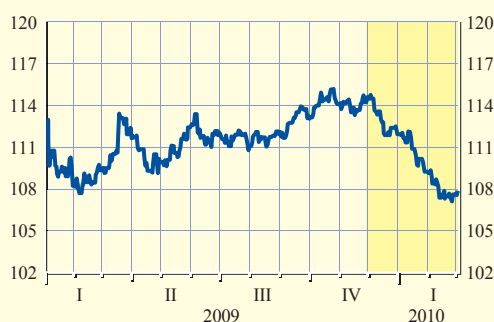
TIPO DE CAMBIO EFECTIVO DEL EURO

El euro se ha depreciado en los tres últimos meses, en términos efectivos nominales, más de lo que se apreció a lo largo de 2009 (véase gráfico 54). El 3 de marzo, el tipo de cambio efectivo nominal del euro —medido frente a las monedas de 21 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro— se situaba un 5,9% por debajo del nivel de finales de noviembre y un 3,4% por debajo de la media de 2009.

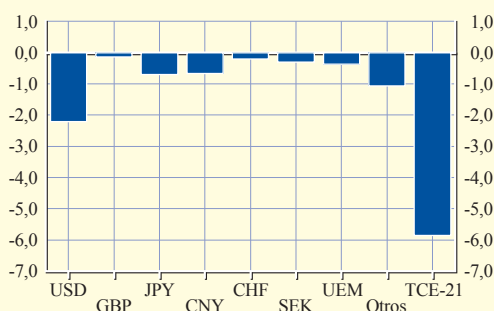
Gráfico 54 Tipo de cambio efectivo del euro y sus componentes¹⁾

(datos diarios)

Índice: I 1999 = 100



Contribuciones a las variaciones del TCE²⁾
Del 30 de noviembre de 2009 al 3 de marzo 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).

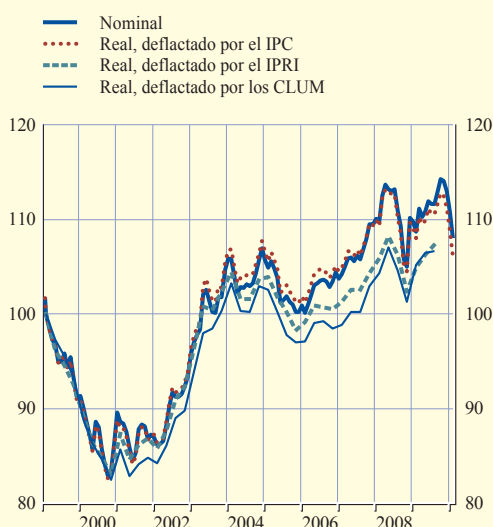
2) Se muestran las contribuciones a las variaciones del TCE-21 correspondientes a cada una de las monedas de los seis principales socios comerciales de la zona del euro. La categoría «Otros Estados miembros (OEM)» se refiere a la contribución agregada de las monedas de los Estados miembros que no pertenecen 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.

En los tres últimos meses, la depreciación del euro ha sido generalizada, aunque especialmente pronunciada frente al dólar estadounidense.

Por lo que respecta a los indicadores de competitividad internacional en términos de precios y costes de la zona del euro, el enero de 2010 el tipo de cambio efectivo real del euro, basado en los precios de consumo se situó en torno a un 1,4% por debajo de la media de 2009 (véase gráfico 55).

Gráfico 55 Tipos de cambio efectivos nominal y real del euro (TCE-21)¹⁾

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



Fuente: BCE.

1) Un aumento de los índices de los TCE-21 supone una apreciación del euro. Las observaciones mensuales más recientes corresponden a febrero de 2010. En el caso de los TCE-21 reales basados en los CLUM, la última observación, basada en parte en estimaciones, corresponde al tercer trimestre de 2009.

DÓLAR ESTADOUNIDENSE/EURO

En los tres últimos meses, el euro se ha depreciado frente al dólar estadounidense, revirtiendo en parte la apreciación registrada en 2009 (véase gráfico 56). Durante el mismo período, la volatilidad implícita del tipo de cambio entre las dos monedas se ha reducido en general, especialmente en los horizontes más largos, lo que indica que las expectativas de los mercados respecto a un retorno a volatilidades más elevadas en los mercados de divisas se han atenuado en cierta medida (véase gráfico 56). El 3 de marzo, el euro cotizaba a 1,36 dólares estadounidenses, un 9,2% por debajo del nivel de finales de noviembre y en torno a un 2% por debajo de la media de 2009.

YEN JAPONÉS/EURO

Desde marzo de 2009 hasta finales de ese año, el euro cotizó frente al yen japonés entre 129 y 138 yenes por euro (véase gráfico 56). A partir de entonces, la moneda única se ha depreciado frente al yen. El 3 de marzo, cotizaba a 121 yenes, un 6,7% por debajo del nivel de finales de noviembre y en torno a un 7% por debajo de la media de 2009. La apreciación del yen japonés a principios de 2010, en un contexto de caída de los mercados bursátiles mundiales y de aumento de la aversión al riesgo, fue generalizada frente al resto de las principales monedas. En los tres últimos meses, la volatilidad implícita del tipo de cambio entre el yen y el euro ha descendido en un clima de considerables fluctuaciones (véase gráfico 56). Considerando, entre otras monedas, el yen japonés, se presenta en el recuadro 10 un análisis retrospectivo de la relevancia de las estrategias de *carry trade* para las fluctuaciones de los tipos de cambio en los últimos años.

MONEDAS DE LOS ESTADOS MIEMBROS DE LA UE

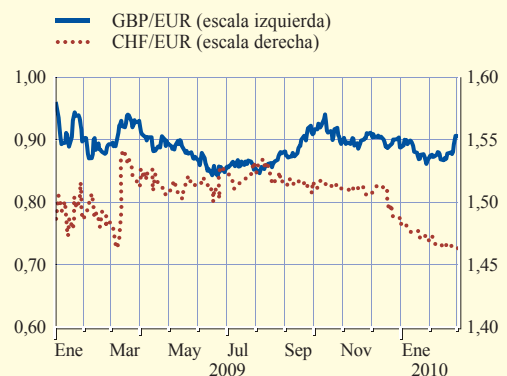
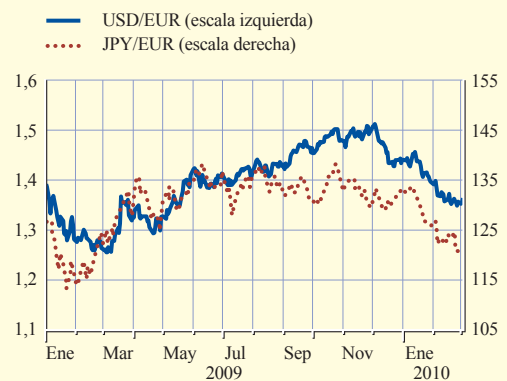
En los tres meses transcurridos hasta el 3 de marzo, las monedas que participan en el MTC II se han mantenido, en general, estables frente al euro, cotizando al tipo de cambio correspondiente a sus respectivas paridades centrales o en torno a dichas paridades (véase gráfico 57). No obstante, el *lats* letón se ha mantenido en la zona débil de la banda de fluctuación de $\pm 1\%$ establecida unilateralmente.

Por lo que respecta a las monedas de los Estados miembros de la UE que no participan en el MTC II, el euro se mantuvo prácticamente estable frente a la libra esterlina en los tres meses transcurridos hasta el

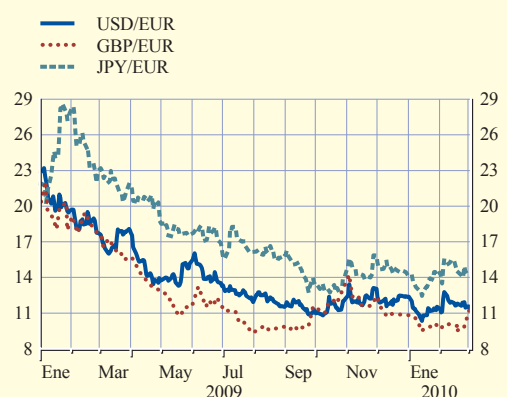
Gráfico 56 Evolución de los tipos de cambio y volatilidades implícitas

(datos diarios)

Tipos de cambio



Volatilidades implícitas del tipo de cambio (a tres meses)



Fuentes: Bloomberg y BCE.

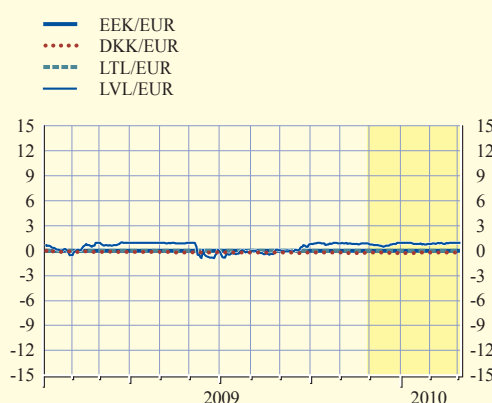
3 de marzo en un clima de ciertas fluctuaciones. La volatilidad implícita del tipo de cambio entre la libra esterlina y el euro se redujo en los tres últimos meses, a pesar del repunte registrado recientemente (véase gráfico 56). Durante el mismo período, el euro también se depreció frente a las monedas de otros Estados miembros de la UE. La depreciación osciló entre el 1,4% registrado frente a la corona checa y el 5,9% frente al zloty polaco y el 6,3% frente a la corona sueca.

OTRAS MONEDAS

Entre marzo y noviembre de 2009, el euro fluctuó frente al franco suizo en una banda de 1,50 a 1,54 francos por euro, en un entorno caracterizado por informaciones de los mercados respecto a una intervención de las autoridades monetarias suizas en el mercado de divisas para contrarrestar una apreciación del franco. Tras un cambio en los comunicados del Banco Nacional de Suiza respecto a su política monetaria, en diciembre de 2009, el euro se depreció frente al franco suizo perdiendo alrededor de un 3% de su valor en los tres meses transcurridos hasta el 3 de marzo y cotizando, en esa fecha, a 1,46 francos por euro. Durante el mismo período, el tipo de cambio bilateral del euro frente al renminbi chino y frente al dólar de Hong Kong siguió una evolución paralela a la del tipo de cambio entre el dólar estadounidense y el euro. El euro también se depreció frente a las principales monedas de países que producen materias primas, como el dólar canadiense (un 11,2%), el dólar australiano (un 8,1%) y la corona noruega (un 5,1%).

Gráfico 57 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 $\pm 15\%$.

Recuadro 10

ACTIVIDADES DE CARRY TRADE Y TIPOS DE CAMBIO

Las estrategias de *carry trade* suelen citarse como uno de los factores determinantes de algunas de las fluctuaciones de los tipos de cambio de los últimos años¹. Una operación de «carry trade» se define a menudo como una estrategia de inversión, en virtud de la cual un inversor toma prestados fondos a un tipo de interés bajo en una moneda (la «moneda de financiación») y los invierte en activos denominados en otra moneda (la «moneda objetivo») que ofrecen un tipo de interés más alto, sin cobertura frente al riesgo de tipo de cambio. La evidencia empírica corrobora, hasta cierto punto, la idea de que este tipo de operaciones han sido rentables a largo plazo. Por ejemplo, se ha calculado que el rendimiento obtenido en los 30 últimos años de las actividades de *carry trade* ha sido del mismo orden de magnitud que los generados invirtiendo en el S&P 500². A continuación, se analiza la importancia de dichas actividades para las fluctuaciones de los tipos de cambio en los últimos años.

1 Véase, por ejemplo, G. Galati, A. Heath, P. McGuire, «Evidence of carry trade activity», Banco de Pagos Internacionales, Quarterly Review, septiembre de 2007.

2 Véase C. Burnside, M. Eichenbaum, I. Kleshchelski y S. Rebelo, «The returns to currency speculation», documento de trabajo del NBER n.º 12489, 2006.

Dos son, principalmente, los factores que determinan la rentabilidad, ajustada por el riesgo, de las operaciones de *carry trade*: (1) el diferencial de tipos de interés entre la moneda de financiación y la moneda objetivo, y (2) el riesgo de tipo de cambio, reflejado en los indicadores de volatilidad del mercado de divisas. El cociente entre el primero y el segundo es lo que se denomina ratio *carry-to-risk*. Las grandes fluctuaciones de los tipos de cambio podrían afectar de forma significativa a la rentabilidad de las operaciones de *carry trade*. Por este motivo, dichas operaciones tienden a aumentar en períodos de escasa volatilidad en los mercados de divisas y a corregirse cuando aumenta la volatilidad.

No obstante, la rentabilidad de esta estrategia de inversión contradice la condición de la paridad no cubierta de intereses (PNCI). Dicha paridad establece que una moneda de alta rentabilidad se depreciará frente a otra de baja rentabilidad en una magnitud igual al diferencial de tipos de interés, de lo que se deduce que la rentabilidad de las operaciones de *carry trade* será igual a cero. Sin embargo, desde el punto de vista empírico, la condición de la PNCI no tiene mucho respaldo. Las monedas asociadas a activos con rendimientos más elevados suelen apreciarse durante períodos prolongados frente a las monedas de tipo de interés bajo (la denominada paradoja de la prima *forward*, o *forward premium puzzle*). Como resultado, la rentabilidad de las operaciones de *carry trade* atribuible al diferencial de tipos de interés suele verse incrementada, y no contrarrestada, durante un período prolongado por la apreciación de la moneda objetivo frente a la moneda de financiación. No obstante, en algún momento, el movimiento unidireccional del tipo de cambio llegará a su fin y, entonces, los inversores en *carry trades* incurrirán, con frecuencia, en grandes pérdidas debido a las rápidas correcciones de los tipos de cambio. De hecho, existe evidencia empírica de que quienes participan en este tipo de operaciones están expuestos al riesgo de que la moneda objetivo sufra una acusada depreciación, como consecuencia de la súbita reversión de los *carry trades* que suele producirse en períodos de menor apetito de riesgo y liquidez de financiación³.

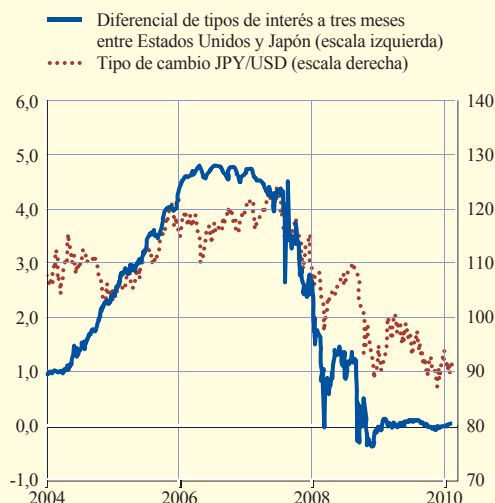
La evolución del tipo de cambio del yen japonés frente al dólar estadounidense es un ejemplo de la interacción de los diferenciales de tipos de interés y la volatilidad de los mercados de divisas. El período previo a la crisis financiera mundial se caracterizó por la presencia de elevados diferenciales de tipos de interés en todas las regiones y por la moderada volatilidad de los tipos de cambio, es decir, un entorno favorable para las estrategias de *carry trade*. Durante este período, los analistas de mercado se referían normalmente al yen japonés como moneda de financiación y al dólar estadounidense como moneda objetivo. Entre comienzos de 2004 y mediados de 2007, el diferencial de tipos de interés a tres meses entre Estados Unidos y Japón se situó, en promedio, en 3,5 puntos porcentuales, aumentando gradualmente al principio y manteniéndose estable después (véase gráfico A). Al mismo tiempo, la volatilidad implícita del tipo de cambio entre estas dos monedas fue más bien moderada (un 8,5%), muy por debajo de la media observada en los últimos diez años.

Las actividades de *carry trade* se reflejan en la evolución de las posiciones netas no comerciales obtenidas a partir de los datos de Commitment of Traders para el mercado de futuros de Estados Unidos. Estas posiciones —el indicador más comúnmente utilizado cuando se realizan operaciones de *carry trade*— se calculan por diferencia entre las posiciones largas (compra) y cortas (venta) en futuros en una moneda dada frente al dólar estadounidense, y puede considerarse que guardan relación con la evolución del tipo de cambio entre el yen y el dólar (véase gráfico B). La acumulación de posiciones cortas netas en yenes entre los primeros meses de 2005 y el verano de 2007 se produjo paralelamente

3 Véase, por ejemplo, M. K. Brunnermeier, S. Nagel, L. H. Pedersen, «Carry Trades and Currency Crashes», documento de trabajo del NBER n.º 14473, 2008.

Gráfico A Diferencial de tipos de interés a tres meses entre Estados Unidos y Japón y tipo de cambio JPY/USD

(puntos porcentuales; yenes japoneses por dólar estadounidense)

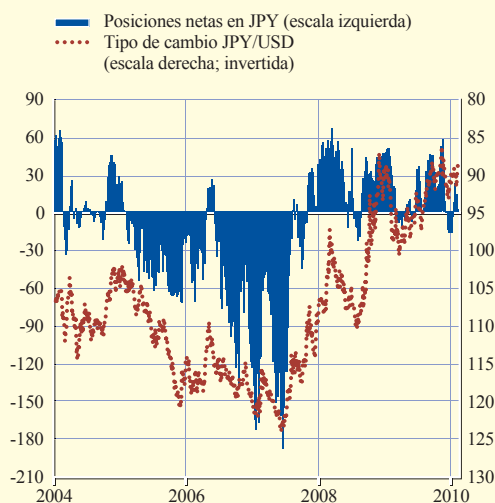


Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

Nota: La última observación corresponde al 3 de marzo de 2010.

Gráfico B Posiciones netas en JPY frente al USD y tipo de cambio JPY/USD

(miles de contratos; yenes japoneses por dólar estadounidense)



Fuentes: Bloomberg y cálculos del BCE.

Nota: La última observación corresponde al 3 de marzo de 2010.

a una apreciación del dólar estadounidense frente al yen japonés del 20%. Durante este período, otras monedas de tipo de interés elevado, como el dólar neozelandés, la libra esterlina, el dólar canadiense y el dólar australiano también se apreciaron de forma acusada frente al yen japonés.

A finales de 2007 y en el primer semestre de 2008, cuando los diferenciales de tipos de interés entre Estados Unidos y Japón se redujeron como resultado de la recesión en Estados Unidos y de los consiguientes recortes del tipo de interés de los fondos federales, las estrategias de *carry trade* entre las monedas de estos dos países perdieron atractivo. Como consecuencia, se produjo una reversión de las posiciones especulativas netas, mientras que, en el caso de otras monedas, como el dólar australiano, se mantuvieron los altos rendimientos.

Tras la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008, los tipos de interés experimentaron una fuerte caída en todo el mundo y se redujo su dispersión. Al mismo tiempo, aumentó la aversión al riesgo, como se observa en el incremento de la volatilidad implícita de los tipos de cambio. Todo ello dio lugar a un acusado descenso de la ratio *carry-to-risk*, lo que redujo los incentivos de los inversores para adoptar estrategias de *carry trade*. La fuerte reversión de sus posiciones durante ese período también se hizo evidente en la caída de las posiciones especulativas netas en el mercado de futuros de divisas, desde unos niveles máximos hacia la neutralidad, en la mayoría de los principales pares de monedas. Como resultado, en los dos meses transcurridos hasta finales de octubre de 2008, el yen japonés se apreció de forma acusada —un 28% frente al euro y un 11% frente al dólar estadounidense— en un período en el que la demanda de dólares estaba aumentando, de hecho, como consecuencia de los desplazamientos de flujos hacia «activos más seguros».

En 2009, al moderarse gradualmente la volatilidad en los mercados de divisas, parece que los participantes en los mercados mostraron de nuevo interés en las estrategias de *carry trade*. No obstante,

los diferenciales de tipos de interés eran todavía muy bajos, de modo que dichas estrategias probablemente revistieron menos importancia para los movimientos de los tipos de interés a escala mundial que en el período de escasa volatilidad que precedió a las turbulencias financieras mundiales.

6.2 BALANZA DE PAGOS

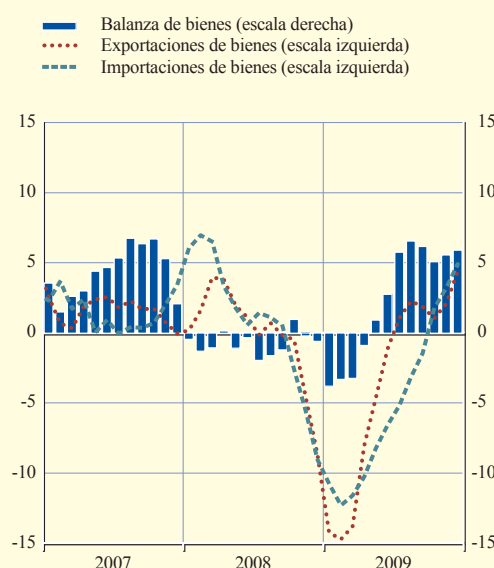
En el cuarto trimestre de 2009, se registró una sólida expansión del comercio de bienes con los países no pertenecientes a la zona del euro y también un retorno al crecimiento del comercio de servicios. El déficit por cuenta corriente correspondiente al conjunto del año 2009 se redujo significativamente en relación con el año anterior, hasta 59,0 mm de euros (alrededor del 0,7% del PIB). En la cuenta financiera, la zona del euro registró en 2009 entradas netas de inversiones de cartera y salidas netas de inversiones directas.

COMERCIO Y BALANZA POR CUENTA CORRIENTE

En el cuarto trimestre de 2009, el comercio de bienes con países no pertenecientes a la zona del euro registró un sólido crecimiento, lo que confirma los primeros indicios de recuperación observados en el trimestre anterior (véase gráfico 58). Tanto las importaciones como las exportaciones de bienes crecieron a tasas muy superiores a las respectivas medias de largo plazo. En un contexto de recuperación generalizada de la actividad económica mundial, las exportaciones cobraron impulso en relación con el tercer trimestre, aumentando un 4,4%. El mayor crecimiento de las exportaciones refleja asimismo el respaldo de factores transitorios, como las medidas de estímulo fiscal y el giro en el ciclo de existencias fuera de la zona del euro. Las importaciones de bienes, que todavía registraban una contracción en el tercer trimestre,

Gráfico 58 Comercio de bienes con países no pertenecientes a la zona del euro

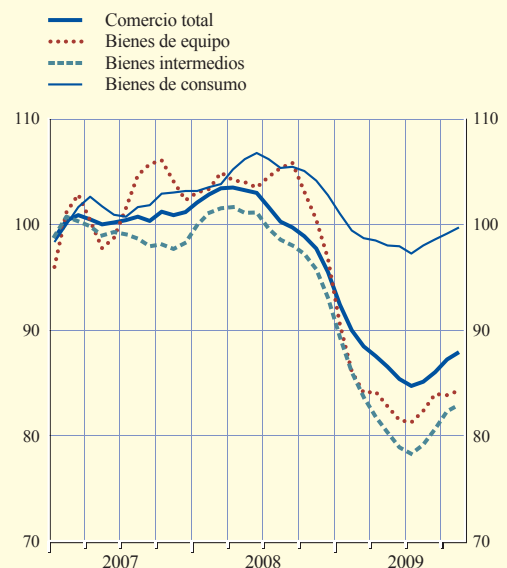
(tasas de variación intertrimestral; mm de euros; media móvil de tres meses; datos mensuales desestacionalizados y ajustados por días laborables)



Fuente: BCE.

Gráfico 59 Importaciones reales de bienes de países no pertenecientes a la zona del euro

(índice: primer trimestre de 2007 = 100; datos desestacionalizado; media móvil de tres meses)



Fuentes: Eruostat y cálculos del BCE.

Cuadro 11 Principales partidas de la balanza de pagos de la zona del euro

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

	Cifras mensuales		Cifras trimestrales				Cifras anuales	
	2009 Nov	2009 Dic	I	2009 II	III	IV	2008	2009
<i>mm de euros</i>								
Cuenta corriente	-0,5	1,9	-12,5	-4,7	-1,4	-1,1	-140,6	-59,0
Bienes	6,2	4,4	-3,2	2,7	6,2	5,9	-9,5	34,7
Exportaciones	110,3	112,5	105,9	104,7	106,6	111,2	1.575,6	1.285,0
Importaciones	104,1	108,1	109,1	101,9	100,4	105,3	1.585,1	1.250,3
Servicios	2,5	4,5	1,9	1,8	2,9	3,5	41,0	30,6
Exportaciones	38,6	40,0	39,8	38,3	38,1	39,1	509,2	466,0
Importaciones	36,1	35,6	37,9	36,5	35,2	35,5	468,2	435,4
Rentas	-3,4	-1,7	-3,0	-2,0	-3,6	-2,4	-73,8	-32,9
Transferencias corrientes	-5,8	-5,2	-8,1	-7,3	-6,9	-8,1	-98,3	-91,3
Cuenta financiera¹⁾	-0,6	-5,7	18,6	4,6	4,7	-0,6	163,9	81,8
Total inversiones directas y de cartera netas	-16,1	43,5	23,7	26,2	19,7	14,2	161,5	251,2
Inversiones directas netas	0,7	-2,4	-19,6	-1,4	-8,1	-1,2	-189,0	-90,9
Inversiones de cartera netas	-16,9	45,9	43,3	27,6	27,8	15,4	350,5	342,1
Acciones y participaciones	-11,7	35,9	-4,4	12,8	14,0	-3,3	-23,0	57,4
Valores distintos de acciones	-5,2	10,0	47,7	14,7	13,8	18,7	373,6	284,7
Bonos y obligaciones	-9,7	-1,0	48,8	3,9	-13,4	7,4	154,7	140,0
Instrumentos del mercado monetario	4,5	11,0	-1,2	10,8	27,3	11,3	218,9	144,7
<i>variaciones porcentuales sobre el período anterior</i>								
Bienes y servicios								
Exportaciones	-0,3	2,4	-11,6	-1,8	1,2	3,8	3,8	-16,0
Importaciones	1,2	2,4	-9,7	-5,8	-2,0	3,8	7,4	-17,9
Bienes								
Exportaciones	-0,5	1,9	-13,8	-1,1	1,9	4,4	3,9	-18,4
Importaciones	0,3	3,8	-11,6	-6,6	-1,5	4,9	7,9	-21,1
Servicios								
Exportaciones	0,2	3,7	-5,0	-3,7	-0,5	2,4	3,7	-8,5
Importaciones	3,8	1,6	-3,7	-3,7	-3,5	0,8	5,7	-7,0

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.

superaron a las exportaciones con un aumento del 4,9% en tasa intertrimestral. A pesar del repunte del comercio de bienes con países no pertenecientes a la zona del euro, tanto las importaciones como las exportaciones se sitúan todavía muy por debajo de los niveles observados antes de la crisis financiera y de la consiguiente desaceleración del comercio mundial.

Tras experimentar una contracción menos acusada que el comercio de mercancías durante la recesión, el comercio de servicios ha repuntado con más lentitud. No obstante, tanto las importaciones como las exportaciones de servicios crecieron en el cuarto trimestre (un 0,8% y un 2,4%, respectivamente) en comparación con el trimestre anterior (véase cuadro 11). Esta evolución es coherente con la evidencia que indica una expansión de la actividad mundial en el sector servicios hacia finales de 2009.

La desagregación por categorías de las importaciones reales de bienes procedentes de países no pertenecientes a la zona del euro basada en las estadísticas de comercio exterior de Eurostat indica que el reciente repunte fue especialmente pronunciado en el caso de los bienes intermedios (véase gráfico 59). Su utilización en las primeras etapas del proceso de producción les está dando prioridad con respecto a otras categorías de bienes en el ciclo económico. Además, las importaciones de bienes intermedios se han visto estimuladas por la creciente demanda de consumos intermedios importados por parte de los exportadores de la zona del euro.

Por lo que respecta a las exportaciones, se ha observado una tendencia similar, en el sentido de que las exportaciones reales de bienes intermedios han superado en resultados a las de otras categorías de bienes (véase también el recuadro titulado «Evolución reciente del comercio de la zona del euro», en el Boletín Mensual de febrero de 2010).

En 2009 en su conjunto, la zona del euro registró un déficit por cuenta corriente de 59,0 mm de euros (alrededor del 0,7% del PIB). El déficit fue notablemente menor que el observado en 2008 (140,6 mm de euros), debido principalmente a un cambio de signo, de déficit a superávit, de la balanza de bienes, así como a una reducción a la mitad del déficit de la balanza de rentas y a una pequeña disminución del déficit de la balanza de transferencias corrientes (véase gráfico 60). Estos cambios se contrarrestaron, aunque solo en parte, con una reducción del superávit del comercio de servicios. La balanza de bienes registró una mejora, dado que las importaciones se recuperaron más lentamente que las exportaciones en la mayor parte de 2009, pese a que esta tendencia se revirtió en el cuarto trimestre. Además, el descenso de los precios de importación de las materias primas, en relación con 2008, contribuyó a la mejora de la balanza comercial.

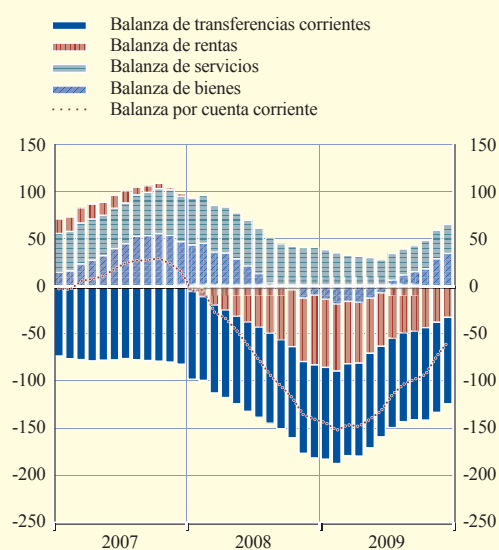
De cara al futuro, los indicadores disponibles sugieren que la recuperación de las exportaciones de bienes a países no pertenecientes a la zona del euro continuará en el corto plazo. En febrero de 2010, el índice de directores de compra (PMI) de las carteras de nuevos pedidos exteriores del sector manufacturero de la zona del euro se disparó hasta alcanzar el nivel más alto de los tres últimos años, situándose muy por encima del umbral de 50 que separa la expansión de la contracción. También se espera que vuelvan a aumentar las importaciones de bienes de países no pertenecientes a la zona del euro, debido principalmente a la demanda de consumos intermedios importados inducida por las exportaciones. No obstante, dado que el reciente repunte del comercio mundial y de la zona del euro ha reflejado, en parte, el impacto de factores transitorios —como las medidas de estímulo fiscal y el respaldo del ciclo de existencias— cabría esperar cierta pérdida de impulso a medida que se diluya dicho impacto.

CUENTA FINANCIERA

En el último trimestre de 2009, las entradas netas totales de inversiones directas y de cartera en la zona del euro se redujeron ligeramente, hasta 14,2 mm de euros, desde los 19,7 mm de euros contabilizados en el trimestre anterior (véase gráfico 61). Este descenso es atribuible, principalmente, a la caída de las entradas netas de inversiones de cartera, como consecuencia de un cambio de signo de los flujos de valores de renta variable (de entradas netas a salidas netas), que contrarrestó con creces el aumento de las entradas netas de valores distintos de acciones. En los mercados de renta variable, la reducción de las compras netas, tanto de valores extranjeros por residentes en la zona del euro, como —de forma más pronunciada— de valores de la zona del euro por parte de no residentes indica que el repunte del apetito de riesgo entre los inversores seguía siendo un tanto frágil. Además, la caída de las compras netas de valores de renta variable también podría ser atribuible al hecho de que otros tipos de valores, tanto extran-

Gráfico 60 Principales partidas de la balanza por cuenta corriente

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

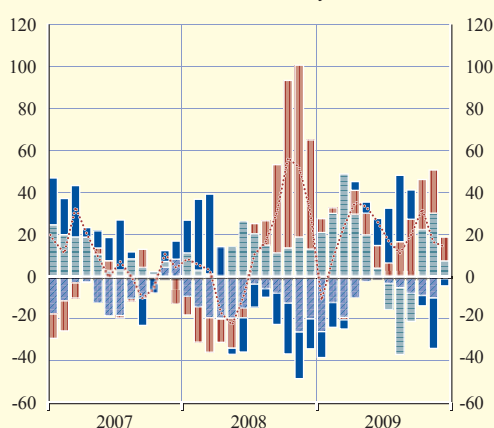


Fuente: BCE.

Gráfico 61 Principales partidas de la cuenta financiera

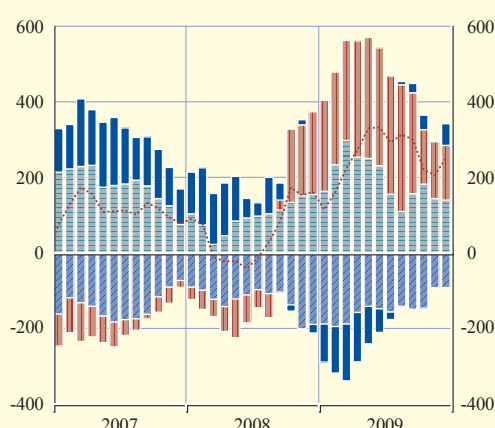
(mm de euros; flujos netos; medias móviles de tres meses;
datos mensuales)

- 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.

jeros como nacionales, ofrecen mayores oportunidades de rentabilidad. Al mismo tiempo, el cambio de signo, de salidas netas a entradas netas, de los bonos y obligaciones parece estar en consonancia con el positivo diferencial de rendimientos entre la renta fija de la zona del euro y la de otras grandes economías, como Estados Unidos. Por otro lado, la inversión en instrumentos del mercado monetario de la zona del euro parece haberse tornado relativamente menos atractiva. En el último trimestre de 2009, la zona del euro contabilizó menores entradas netas de instrumentos del mercado monetario, registrando las compras netas realizadas por no residentes el nivel más bajo observado durante todo el año.

Por lo que se refiere a las inversiones directas, la zona del euro registró un ligero descenso de las salidas netas en el último trimestre de 2009 en comparación con el trimestre anterior. Este cambio tiene su origen, principalmente, en una caída de las inversiones de la zona del euro en el exterior, sobre todo de los préstamos entre empresas relacionadas, mientras que la inversión directa extranjera en la zona repuntó ligeramente.

En 2009 en su conjunto, el agregado de inversiones directas y de cartera de la zona del euro registró una entrada neta de 251,2 mm de euros, frente a una entrada neta de 161,5 mm de euros en 2008. Este aumento fue resultado de un descenso de las salidas netas de inversiones directas, que solo se compensó ligeramente con una mínima caída de las entradas netas de inversiones de cartera. La evolución de la inversión directa extranjera se caracterizó por un incremento de las inversiones en la zona del euro y por una reducción de las inversiones directas de las empresas de la zona del euro en el exterior. La mínima variación de las entradas netas de inversiones de cartera oculta cambios importantes en las transacciones transfronterizas de valores de renta variable y de renta fija que, en gran medida, se compensan entre sí. Más concretamente, la inversión en valores de renta variable cambió de signo (de salidas netas a entradas netas), al tiempo que se redujeron las entradas netas de valores distintos de acciones. En términos brutos, esta evolución estuvo determinada, principalmente, por las actividades de inversión de los no residentes en relación con los valores de renta variable y de renta fija de la zona del euro.