

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

En el último trimestre, la desaceleración de la economía mundial se ha intensificado a medida que se han amplificado las turbulencias financieras y sus repercusiones se han dejado sentir en todo el mundo. Los mercados emergentes —uno de los principales pilares del crecimiento económico en los últimos años— parecen estar viéndose afectados cada vez más por el deterioro de la situación económica. Las presiones inflacionistas se han moderado a nivel mundial, debido al acusado descenso de los precios de las materias primas y a la desaceleración de la demanda mundial, pero las tasas de inflación han seguido siendo elevadas en varias regiones. Al mismo tiempo, ha aumentado la volatilidad en los principales mercados financieros, lo que significa que la evaluación de las perspectivas de la economía mundial está sujeta actualmente a un grado de incertidumbre muy alto.

I.1 EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

En el último trimestre, la desaceleración de la economía mundial se ha intensificado, mientras que las presiones inflacionistas se han moderado, debido al acusado descenso de los precios de las materias primas y a la desaceleración de la demanda mundial. Al mismo tiempo, ha aumentado la volatilidad en los principales mercados financieros, lo que significa que la evaluación de las perspectivas de la economía mundial está sujeta actualmente a un grado de incertidumbre muy alto.

La amplificación de las turbulencias financieras mundiales ha sometido a los sistemas bancarios a fuertes tensiones, que se han traducido en un endurecimiento de las condiciones de concesión de créditos a escala mundial, un rápido deterioro de la confianza empresarial y de los consumidores y una caída de las cotizaciones bursátiles. Como resultado, la situación económica mundial ha empeorado de forma acusada al propagarse intensamente a todo el mundo las repercusiones de dichas turbulencias. Los mercados emergentes, que han sido uno de los principales pilares del crecimiento mundial en los últimos años, parecen estar viéndose afectados cada vez más por la desaceleración mundial. En consonancia con lo anterior, la evidencia de las encuestas muestra que, según el Índice general de directores de compras, que abarca la producción de todos los sectores, las empresas de los sectores manufacturero y servicios han reducido la actividad en respuesta al descenso de la demanda de los mercados. Mientras que en los meses anteriores el índice se había mantenido ligeramente por debajo del umbral de 50 puntos que separa la expansión económica de la contracción, en noviembre del 2008 cayó hasta el nivel más bajo registrado desde el inicio de la encuesta en 1998 (véase gráfico 1). Ello indica que las condiciones del mercado han seguido empeorando a escala mundial en esos dos sectores, lo que significa que el entorno exterior de la zona del euro ha experimentado un nuevo deterioro.

A nivel mundial, las presiones inflacionistas se han moderado significativamente durante el último trimestre debido al acusado descenso de los precios de las materias primas y a la desaceleración económica mundial. La inflación mundial alcanzó su máximo en el verano y, desde entonces, ha seguido una trayec-

Gráfico 1 Índice general de directores de compras

(datos mensuales; manufacturas y servicios; índice de difusión)



Fuente: Markit

toria descendente. En los países de la OCDE, la inflación interanual medida por los precios de consumo se redujo hasta el 3,7% en octubre del 2008, desde el máximo del 4,8% registrado en julio. Excluidos los alimentos y la energía, la inflación interanual se situaba en el 2,2% en octubre, frente al 2,4% del mes anterior. La moderación de las presiones de los costes a escala mundial se observa también en los indicadores de las encuestas. El índice general de directores de compras sobre los precios de los consumos intermedios, que presenta una fuerte correlación con las tasas de inflación mundial descendió de forma acusada en los últimos meses hasta situarse en el nivel más bajo observado desde que se inició la encuesta en 1998 (véase gráfico 1).

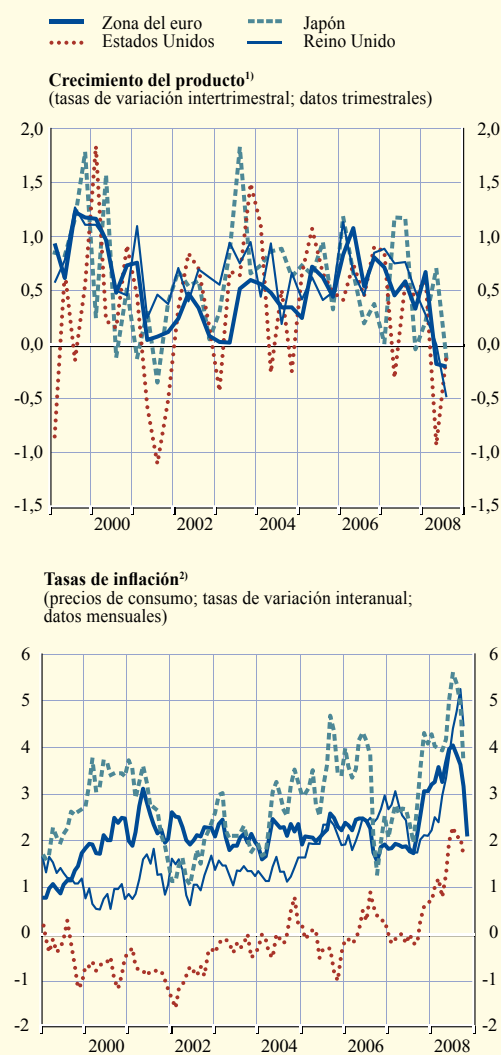
ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos, la actividad económica sigue siendo muy débil y las presiones inflacionistas están reduciéndose. Las estimaciones preliminares indican una contracción del PIB real del 0,5%, en tasa anualizada, en el tercer trimestre del 2008, frente a una expansión del 2,8% en el trimestre anterior. La acusada desaceleración refleja, principalmente, una contribución negativa del gasto en consumo personal al disiparse los efectos de las medidas de estímulo fiscal adoptadas por el Gobierno estadounidense, así como la corrección actualmente en curso en el mercado de la vivienda y la debilidad de la inversión en bienes de equipo y *software*. A pesar de la desaceleración de la demanda externa, la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento siguió siendo positiva en el tercer trimestre.

Por lo que respecta a la evolución de los precios, la inflación interanual medida por los precios de consumo se redujo drásticamente hasta el 3,7% en octubre del 2008, tras registrar un máximo del 5,6% en julio, y actualmente se sitúa por debajo de la media del 4,5% del año 2008 (véase gráfico 2). La moderación de las presiones inflacionistas refleja un descenso de los costes de la energía y una reducción de la demanda interna. La tasa de inflación interanual, excluidos los alimentos y la energía, cayó hasta el 2,2% en octubre, el nivel más bajo en el año transcurrido hasta la fecha.

De cara al futuro, las perspectivas de la economía estadounidense se han deteriorado significativamente desde que se intensificaron las tensiones en los mercados financieros a mediados de septiembre, de lo que se deduce que la actividad real podría ralentizarse aún más en comparación con las tasas de creci-

Gráfico 2 Principales indicadores de las economías más industrializadas



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

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

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

miento observadas en los últimos trimestres. Las restrictivas condiciones de concesión de créditos, las desfavorables condiciones de contratación, el deterioro de los balances y la incertidumbre en torno a las perspectivas económicas están afectando negativamente al gasto de los hogares y las empresas. La contracción del mercado de la vivienda, actualmente en curso, y la ralentización de la demanda externa plantean riesgos adicionales para las perspectivas económicas. No obstante, las medidas recientes de estímulo monetario y fiscal, unidas a una moderación de las presiones de los costes de la energía, deberían atenuar, hasta cierto punto, los efectos derivados de estos factores. Es probable que las presiones de los precios sean menos intensas como resultado de la evolución reciente de los precios de las materias primas y de la atonía de la actividad económica.

En sus reuniones de 8 y 29 de octubre de 2008, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal redujo el tipo de interés fijado como objetivo para los fondos federales en un total de 100 puntos básicos, hasta el 1%. Las decisiones se adoptaron en vista del debilitamiento de la actividad económica y de la moderación de las presiones inflacionistas. Además, la Reserva Federal, en colaboración con otros organismos gubernamentales estadounidenses y bancos centrales extranjeros, anunció varias medidas extraordinarias para aumentar la liquidez y brindar apoyo a los mercados financieros, habida cuenta del deterioro de la situación.

JAPÓN

En Japón, la situación económica ha seguido empeorando en el último trimestre como resultado de la atonía de la demanda interna y de una nueva desaceleración de las exportaciones. No obstante, las condiciones de concesión de créditos han sido menos restrictivas que en otras economías industrializadas. Según las primeras estimaciones provisionales de la Oficina Económica del Gobierno, el PIB real se redujo un 0,1%, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre del 2008, tras registrar una contracción del 0,9% en el trimestre anterior, lo que supone un crecimiento negativo durante dos trimestres consecutivos por primera vez desde el 2001. La contracción observada en el tercer trimestre tuvo su origen, principalmente, en el descenso sostenido de la inversión privada no residencial, como consecuencia de un nuevo deterioro de la coyuntura económica. El consumo privado creció moderadamente a una tasa intertrimestral del 0,3%, tras reducirse un 0,6% en el trimestre anterior. Debido a un nuevo debilitamiento de la demanda externa, la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB, que había sido el principal factor determinante de la expansión de la economía japonesa en los últimos años, fue negativa por primera vez desde el 2004 (-0,2 puntos porcentuales).

En octubre del 2008, la inflación interanual medida por el IPC se redujo hasta el 1,7%, desde el 2,1% registrado en el mes anterior. La moderación de las presiones inflacionistas desde el máximo observado en julio refleja el menor coste de las materias primas, así como un debilitamiento de la actividad económica. Excluidos los alimentos y la energía, la inflación interanual medida por el IPC se mantuvo estable en el 0,2% en octubre. Tras reducir el tipo de interés de los préstamos a un día sin garantía el 31 de octubre, el Banco de Japón decidió, en sus reuniones posteriores, mantenerlo sin variación en el 0,3%.

De cara al futuro, se espera que la actividad económica continúe siendo moderada en el cuarto trimestre del 2008 y a principios del 2009 y que el consumo privado siga siendo débil en la medida en que empeoren las condiciones de contratación. Asimismo se prevé una nueva contracción de las exportaciones debido a la atonía de la demanda externa.

REINO UNIDO

En el Reino Unido, el crecimiento del PIB real ha experimentado una caída en los últimos trimestres, mientras que la inflación ha seguido siendo relativamente alta. En el tercer trimestre del 2008, el PIB real



registró una contracción (del 0,5%) por primera vez en 16 años. La caída de la actividad económica fue generalizada, aunque estuvo determinada, principalmente, por la moderación en curso del crecimiento del consumo privado, habiéndose observado un estancamiento de las ventas del comercio al por menor en comparación con el trimestre anterior. La evolución reciente de los indicadores de confianza, que, en general, han mostrado una tendencia descendente y se han mantenido muy por debajo de las medias de largo plazo, apunta a un nuevo descenso del producto en los próximos trimestres. La corrección observada en el mercado de la vivienda ha continuado en los últimos meses. Los precios de la vivienda (medidos por el índice *Nationwide*) cayeron en torno al 13,9% en tasa interanual en noviembre. Los analistas de los mercados prevén que continúe la caída de los precios de la vivienda, que no se estabilizarán antes del año 2010. Tras aumentar durante varios meses, la inflación medida por el IAPC se moderó hasta el 4,5% en octubre del 2008, como consecuencia de un descenso generalizado de todos sus componentes.

Desde el comienzo de octubre del 2008, el Comité de Política Monetaria del Banco de Inglaterra ha decidido recortar su principal tipo de interés oficial en tres ocasiones. El 8 de octubre lo redujo en 50 puntos básicos, hasta el 4,5% en coordinación con otros bancos centrales. A esta reducción, siguió otra, de 150 puntos básicos hasta el 3%, el 6 de noviembre de 2008. La decisión se tomó en el contexto de un notable cambio a la baja en las perspectivas de inflación del Reino Unido y de un deterioro muy acusado de las perspectivas de la actividad económica, a escala tanto nacional como mundial. Finalmente, el 4 de diciembre, ante el nuevo empeoramiento de la situación económica, el Comité volvió a bajar el tipo de interés en otros 100 puntos básicos.

OTROS PAÍSES EUROPEOS

En la mayoría de los otros países de la UE no pertenecientes a la zona del euro las señales de debilitamiento de la actividad económica han venido acompañadas de un descenso de la inflación.

En Suecia, el crecimiento económico intertrimestral ha seguido desacelerándose en los últimos trimestres, situándose en -0,1% en el tercer trimestre del 2008. En Dinamarca, el crecimiento intertrimestral del PIB real repuntó hasta el 0,4% en el segundo trimestre, tras registrar una tasa negativa de -0,6% en el trimestre anterior. Los indicadores de confianza de los consumidores y del comercio al por menor han seguido bajando en ambos países, de lo que se deduce que la actividad económica podría debilitarse aún más en los próximos trimestres. La inflación medida por los precios de consumo aumentó tanto en Dinamarca como en Suecia hasta septiembre, pero se moderó ligeramente en octubre, hasta el 3,8% y el 3,4%, respectivamente. En ambos países se prevé un nuevo descenso de la inflación, en consonancia con el debilitamiento de la actividad económica y la caída de los precios de las materias primas. Tras elevar su principal tipo de interés oficial en dos etapas por un total de 90 puntos básicos hasta el 5,5% en octubre, el 6 de noviembre y el 5 de diciembre, el Danmarks Nationalbank lo redujo en un total de 125 puntos básicos hasta el 4,25%. Por su parte, el Sveriges Riksbank recortó su principal tipo de interés oficial en octubre y diciembre, en tres etapas, por un total de 275 puntos básicos hasta el 2%.

En los países más grandes de Europa central y oriental pertenecientes a la UE, el crecimiento se mantuvo en general estable en el primer semestre del 2008, pero en el segundo, se han comenzado a vislumbrar señales de debilitamiento de la actividad económica en algunos de ellos. Los datos trimestrales más recientes sobre el crecimiento intertrimestral del PIB en Hungría indican que la recuperación de la actividad económica en el primer semestre del año se ha revertido y que la economía incluso ha registrado una contracción del 0,1% en el tercer trimestre. La fuerte caída de los indicadores de confianza industrial y de los consumidores sugiere que la actividad económica también registró una desaceleración en la República Checa en el tercer trimestre. Sin embargo, en otros países, la actividad ha seguido siendo

vigorosa en ese período, con un crecimiento del PIB real del 1,2%, en tasa intertrimestral, en Polonia y del 9,1%, en tasa interanual, en Rumanía. En los cuatro países, las perspectivas económicas han empeorado notablemente en los últimos meses como resultado del aumento de la aversión al riesgo hacia la región, del endurecimiento de las condiciones de financiación y del debilitamiento del comercio internacional. Las tasas de inflación medidas por el IAPC se han moderado en los cuatro países en los últimos meses, principalmente porque ya se están disipando los efectos de las anteriores subidas de los precios de los alimentos y la energía. De cara al futuro, se espera que la inflación se reduzca de forma acusada en Hungría, la República Checa y, en menor medida, en Rumanía. En Polonia, la inflación también debería descender, aunque a un ritmo más lento. El 22 de octubre, el Magyar Nemzeti Bank elevó su principal tipo de interés oficial en 300 puntos básicos, hasta el 11,5%, tras considerar la evolución más reciente de los mercados financieros. El 24 de noviembre, sin embargo, lo redujo en 50 puntos básicos, hasta el 11% al estabilizarse, en cierta medida, la situación de dichos mercados. El 6 de noviembre, el Česká národní banka rebajó su principal tipo de interés oficial en 75 puntos básicos, hasta el 2,75%, y, el 26 de noviembre, el Narodowy Bank Polski decidió recortar su principal tipo de interés oficial en 25 puntos básicos, hasta el 5,75%.

En los países más pequeños de la UE no pertenecientes a la zona del euro, el crecimiento ha registrado un comportamiento heterogéneo en los últimos trimestres. Mientras que en Eslovaquia y Bulgaria, la actividad ha continuado siendo vigorosa, las economías bálticas están experimentando actualmente una pronunciada desaceleración. El crecimiento del PIB prácticamente se estancó en Letonia y se tornó negativo en Estonia en el primer semestre del 2008. Los indicadores disponibles apuntan también a un debilitamiento de la actividad económica en Eslovaquia, mientras que, en Bulgaria, ésta podría seguir siendo robusta a corto plazo. La inflación interanual medida por el IAPC ha descendido en los cinco países. No obstante, se mantiene en niveles elevados en los Estados bálticos y en Bulgaria, en donde ha oscilado entre el 10,1% y el 13,7% en octubre; en Eslovaquia, se situó en el 4,2%. En noviembre, el Národná banka Slovenska redujo su principal tipo de interés oficial en un total de 100 puntos básicos, hasta el 3,25%.

En Rusia, el crecimiento del PIB se moderó en el segundo trimestre del 2008, hasta un 7,5% en tasa interanual, desde el 8,5% registrado en el primer trimestre. Los indicadores adelantados sugieren que esta gradual desaceleración continuó en el tercer trimestre. Se prevé que el descenso de los precios del petróleo, las tensiones en el sector bancario, los efectos negativos sobre la riqueza derivados de la caída de las cotizaciones bursátiles y las salidas de capital se traducirán en un nuevo y considerable deterioro de la actividad económica.

ECONOMÍAS EMERGENTES DE ASIA

La actividad económica registró una acusada desaceleración en las economías emergentes de Asia en el tercer trimestre del 2008, especialmente en las pequeñas economías abiertas de la región. Aunque la desaceleración económica mundial se ha ampliado e intensificado en los últimos meses, el crecimiento de las exportaciones sólo ha registrado un moderado descenso en el conjunto de la región. La desaceleración general de la actividad económica ha estado determinada, principalmente, por un debilitamiento de la demanda interna, atribuible en parte al deterioro de la confianza de los consumidores y las empresas. La inflación medida por los precios de consumo se redujo en casi todos los países en octubre, pero se mantuvo en niveles elevados. En un contexto de endurecimiento de las condiciones financieras y de empeoramiento de las perspectivas de la economía mundial, las autoridades monetarias de varios países han reducido los tipos de interés oficiales desde mediados de octubre.

En China, el crecimiento del PIB se redujo hasta el 9%, en tasa interanual, en el tercer trimestre del 2008 (frente al 10,6% y el 10,1% registrados, respectivamente, en el primer y segundo trimestres). La

actividad económica se ha desacelerado como consecuencia de la atonía de la demanda exterior, del efecto retardado de las políticas macroeconómicas restrictivas aplicadas durante el primer semestre del año y de una ralentización de la actividad en el sector de la construcción asociada a debilidad del mercado inmobiliario. En términos nominales, el crecimiento de las exportaciones se redujo hasta el 19,1% en octubre desde el 21,5% registrado en el mes anterior. En el tercer trimestre, el superávit de la balanza comercial aumentó gradualmente, ascendiendo, en octubre, a 35 mm de dólares estadounidenses, la cifra mensual más alta registrada hasta ahora. La inflación medida por los precios de consumo se ha ido reduciendo paulatinamente en los tres últimos meses, hasta situarse en el 4% en octubre, como consecuencia, principalmente, de la progresiva desaparición de las perturbaciones que han afectado a los precios internos de la carne y del descenso de los precios de las materias primas. Para hacer frente a los crecientes desafíos que plantea el debilitamiento de la demanda exterior y de la demanda interna, las autoridades chinas anunciaron el 9 de noviembre un conjunto de medidas de estímulo fiscal para los años 2009-2010 por importe de 4 billones de RMB. Esta decisión complementa varias otras medidas encaminadas a fomentar el crecimiento del crédito y estimular la economía. El Banco Central de la República Popular China decidió, el 26 de noviembre, recortar los tipos de interés de referencia de los depósitos y los préstamos en RMB en 108 puntos básicos, y reducir el coeficiente de reservas mínimas obligatorias en 100 puntos básicos para los grandes bancos y en 200 puntos básicos para los pequeños.

En Corea, el crecimiento del PIB real se redujo hasta el 3,9%, en tasa interanual, en el tercer trimestre del 2008, desde el 4,8% registrado en el trimestre anterior, principalmente como consecuencia de la desaceleración del consumo privado y la construcción. La inflación interanual se moderó hasta el 4,8% en octubre, frente al 5,9% de julio. En India, la actividad económica también se ha ralentizado, con un crecimiento del PIB del 7,9% en el segundo trimestre, frente al 8,8% del primero. La inflación medida por los precios al por mayor, el principal indicador de inflación que utiliza el Banco de la Reserva de India, se redujo desde el máximo del 12,5% alcanzado en julio hasta el 10,7% en octubre.

De cara al futuro, la propagación de la desaceleración económica mundial, las restrictivas condiciones de financiación, la debilidad del mercado inmobiliario y el efecto retardado de las políticas restrictivas adoptadas con anterioridad darán lugar, probablemente, a una nueva moderación del crecimiento en las economías emergentes de Asia. No obstante, las políticas expansivas aplicadas en algunos países podrían ayudar a amortiguar el descenso de la demanda.

AMÉRICA LATINA

En América Latina, la actividad económica ha venido dando señales de desaceleración en algunos países, mientras que en otros ha seguido siendo relativamente vigorosa en los últimos meses. Al mismo tiempo, las presiones inflacionistas aún se mantienen en niveles elevados. En México, concretamente, el PIB real creció a una tasa interanual del 1,6% en el tercer trimestre del 2008, frente al 2,1% registrado en el trimestre anterior, y la producción industrial ha experimentado una contracción en el último trimestre (en tasa interanual). La inflación interanual se elevó desde el 4,9% en el segundo trimestre hasta el 5,5% en el tercero. En Brasil, la producción industrial creció a una tasa interanual del 6,8% en el tercer trimestre del 2008, frente al 6,3% registrado en el segundo. La inflación interanual medida por el IPC se situó en el 6,3% en el tercer trimestre, lo que representa un aumento respecto al 5,6% del trimestre anterior. En Argentina, la tasa de crecimiento de la producción industrial se elevó desde el 5,6% en el segundo trimestre hasta el 6,2% en el tercero. La inflación medida por el IPC ha seguido siendo alta, situándose en el 8,9% en el tercer trimestre, un nivel tan sólo ligeramente inferior al del trimestre anterior. Venezuela, registra actualmente una tasa de inflación sumamente elevada de alrededor del 35%.

Los tipos de interés oficiales se han mantenido bastante estables en toda la región. Sólo los bancos centrales de Brasil y Chile elevaron sus tipos en el tercer trimestre en 150 puntos básicos, hasta el 13,75% y el 8,25%, respectivamente. En respuesta al aumento de las tensiones financieras a partir de mediados de septiembre, varios bancos centrales de la región han adoptado una batería de medidas para mejorar la situación de liquidez, tanto en moneda nacional como en dólares, en los respectivos países.

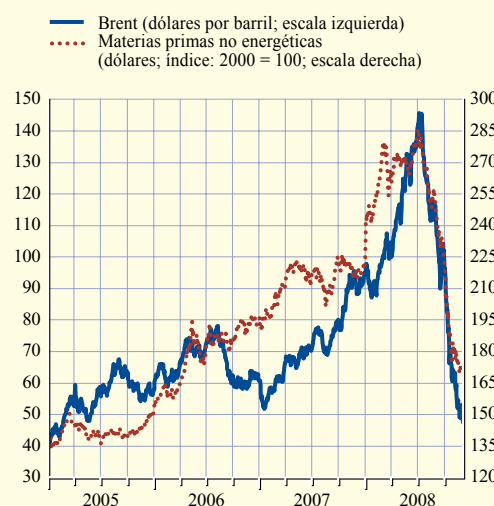
De cara al futuro, en el 2009 se prevé una moderación del crecimiento del producto en la región, debido al descenso de la demanda exterior. No obstante, las medidas antes mencionadas deberían potenciar la demanda interna.

1.2 MERCADOS DE MATERIAS PRIMAS

Los precios del petróleo y de las materias primas no energéticas han registrado un acusado descenso en los últimos tres meses. La caída de los precios del petróleo guarda relación, sobre todo, con las recientes turbulencias financieras y con el deterioro de las perspectivas de la economía mundial, que también han dado lugar al desapalancamiento y la liquidación de posiciones en futuros sobre materias primas. El 3 de diciembre de 2008, el barril de Brent se situaba en 47,2 dólares estadounidenses, lo que representa un descenso sustancial en comparación con el máximo que registraron los precios del crudo en julio (147 dólares el barril) y una caída del 50% con respecto al nivel de principios de año (en euros, el descenso es de alrededor del 42%). Al parecer, el principal factor determinante del descenso de los precios del petróleo ha sido el notable deterioro de las perspectivas de crecimiento de la demanda de crudo en los países de la OCDE, que no se ha compensado plenamente con la demanda, todavía bastante vigorosa, de las economías emergentes. Como resultado, se han incrementado los excedentes de capacidad en los países de la OPEP, a pesar del recorte de las cifras de producción previstas para octubre y del hecho de que la producción en los países no pertenecientes a la OPEP siga siendo más baja de lo esperado.

Los precios de las materias primas no energéticas también han bajado. Los precios de los metales se han visto especialmente afectados por la inquietud suscitada por el impacto de la desaceleración de la economía mundial sobre la demanda y por algunos indicios de contracción de la demanda de las economías emergentes. El descenso de los precios de los alimentos ha sido menos pronunciado. En términos agregados, el índice de precios de las materias primas no energéticas y el índice de precios de los alimentos y las bebidas tropicales (denominados ambos en dólares estadounidenses) se situaban, a finales de noviembre, casi un 20% por debajo del nivel observado un año antes. En el recuadro 1 se analiza con más detalle la evolución de los índices de precios de las materias primas no energéticas.

Gráfico 3 Principales indicadores de los mercados de materias primas



Fuentes: Bloomberg y HWWI.

Recuadro I

NUEVOS ÍNDICES DE PRECIOS DE LAS MATERIAS PRIMAS NO ENERGÉTICAS PARA LA ZONA DEL EURO ELABORADOS POR EL BCE

En los últimos años, los precios mundiales de las materias primas se han caracterizado por sus notables fluctuaciones, que han repercutido significativamente sobre la inflación medida por los precios de consumo, tanto en la zona del euro como a escala mundial. En este contexto, se presentan a continuación dos índices de precios de las materias primas no energéticas elaborados por el BCE —uno ponderado por las importaciones y otro ponderado por el «destino (demanda de la zona del euro)»— y se analiza su evolución reciente.

Entre enero del 2003 y el máximo alcanzado en marzo del 2008, el índice de precios de las materias primas no energéticas ponderado por las importaciones y basado en dólares estadounidenses que elabora el BCE para la zona del euro registró una escalada del 167% (véase gráfico A). El aumento

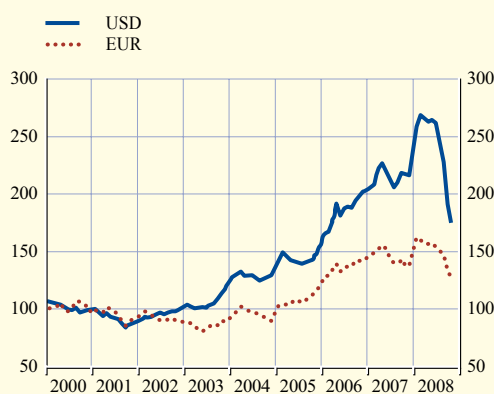
de los precios de las materias primas fue relativamente generalizado. Los precios de los metales registraron un incremento incluso más pronunciado (de más del 250%), mientras que tanto los precios de los alimentos como los de los productos agrícolas no alimenticios prácticamente se duplicaron durante el mismo período. En un contexto de empeoramiento de las perspectivas de la economía mundial, los precios de las materias primas no energéticas experimentaron un descenso posteriormente y, en noviembre del 2008, se situaban en torno a un 35% por debajo de los niveles observados en marzo. Medidas en euros, las fluctuaciones del índice fueron algo menos pronunciadas, cifrándose en alrededor de +83% durante el período de expansión de los precios y en -21% durante la fase de contracción hasta noviembre.

Estos índices de precios de las materias primas, tipo Laspeyres (véase gráfico A), se ponderan conforme a la participación de cada materia prima en las importaciones de la zona del euro provenientes de fuera de la misma, es decir, sin tener en cuenta el comercio intra zona. Estos índices ponderados por las importaciones se concibieron, principalmente, para evaluar la evolución de los precios de las materias primas importadas. Además, facilitan las predicciones del comercio exterior (volúmenes y precios). Las estructuras de ponderación se han obtenido a partir de las importaciones nominales de la zona del euro de 34 productos básicos (18 rúbricas de alimentos y 16 de productos no alimenticios, incluyendo éstos últimos materias primas agrícolas y metales) utilizando las estadísticas de comercio exterior de Eurostat (base de datos COMEXT). Las ponderaciones fijas corresponden, actualmente, a la media del período 2004-2006 y se actualizan cada cinco años. Los precios de los 34 productos considerados son los precios del mercado mundial en dólares estadounidenses y se convierten a euros aplicando el tipo de cambio medio mensual euro/dólar.

Un sistema de ponderaciones basado en las importaciones es, conceptualmente, subóptimo para evaluar el impacto de la evolución de los precios mundiales de las materias primas sobre la actividad

Gráfico A Zona del euro: índices de precios de las materias primas no energéticas, ponderados por las importaciones

(índices: 2000 = 100; datos mensuales)



Fuente: Cálculos del BCE.

Ponderaciones correspondientes a los índices de precios de las materias primas no energéticas del BCE

(porcentajes, basadas en los datos del período 2004-2006)

	Índice ponderado por las importaciones	Índice ponderado por el destino (demanda de la zona del euro)
Total materias primas no energéticas	100,0	100,0
Alimentos	35,2	44,3
Maíz	1,6	1,2
Trigo	3,0	7,4
Soja	6,1	3,1
Cacao	3,3	1,7
Café	6,0	3,1
Azúcar	1,8	4,2
Carne de vacuno	0,7	8,5
Carne de cerdo	0,4	5,8
Otros alimentos	12,3	9,2
Materias primas agrícolas	18,4	17,2
Madera y pulpa de madera	12,3	13,7
Otras materias primas agrícolas	6,1	3,5
Metales	46,4	38,5
Aluminio	16,6	16,8
Cobre	5,8	4,4
Níquel	4,6	2,7
Zinc	3,3	4,1
Hierro y virutas de acero	11,8	7,8
Otros metales	4,3	2,8

Fuente: Cálculos del BCE.

Nota: En «otros alimentos» se incluyen la cebada, el arroz, las semillas de girasol, el aceite de coco, el aceite de palma, el aceite de girasol, el té, el tabaco, los plátanos y las naranjas. La partida «otros metales» incluye el estaño, la plata, el platino y el plomo. La partida «otras materias primas agrícolas» incluye el algodón, los curtidos, el caucho y la lana.

económica y los precios de consumo de la zona del euro. Por ejemplo, en el índice ponderado por las importaciones, la ponderación del trigo equivale tan sólo a la mitad de la correspondiente al café (véase cuadro), a pesar de que el trigo desempeña un papel mucho más importante que el café en el proceso de producción interna y en el consumo final. Esta discrepancia se explica, principalmente, por la notable producción de algunas materias primas en la zona del euro, como el trigo mientras que otras como el café y el cacao son exclusivamente productos importados. Al mismo tiempo, la evolución de los precios mundiales de las materias primas podría afectar a los precios de las que se producen en cada país.

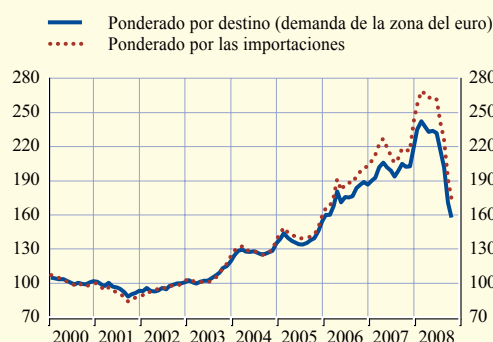
En este contexto, se ha elaborado también un índice de precios de las materias primas ponderado por «destino (demanda de la zona del euro)». Dicho índice aplica un sistema de ponderaciones basado en el valor de la demanda de la zona del euro («destino») para cada una de las materias primas incluidas en el índice. Concretamente, se tienen en cuenta las importaciones, las exportaciones y la producción propia de cada materia prima¹. Como se indica en el cuadro, la estructura de ponderaciones del índice de precios de las materias primas no energéticas ponderado por el destino difiere sensiblemente del índice ponderado por las importaciones. La ponderación de los alimentos en el índice ponderado por el destino es de 44,3%, frente a un 35,2% en el índice ponderado por las importaciones. Por el contrario, los metales tienen una ponderación notablemente más baja en el índice ponderado por

¹ Fuentes de los datos: estadísticas agrícolas de Eurostat, estadísticas de comercio exterior (COMEXT) y estadísticas por productos del sector manufacturero (PRODCOM), y estadísticas elaboradas por la Organización de las Naciones Unidas para la Agricultura y la Alimentación (FAOSTAT). Para simplificar, y también debido a la falta de fuentes de datos apropiadas y completas, se supone que las existencias no varían.

destino. Dentro de la rúbrica alimentos, las discrepancias son especialmente pronunciadas. A las materias primas alimenticias con una producción nacional significativa se les asigna una ponderación más alta en el índice ponderado por destino, mientras que a otros productos, como el café o la soja, cuya producción en la zona del euro es muy limitada, se les asigna una ponderación más baja. En este índice, la ponderación asignada al trigo es más del doble que la correspondiente al café o a la soja². Este sistema de ponderaciones está más en consonancia con los patrones de consumo de materias primas en la zona del euro y proporciona información respecto a las presiones que los movimientos de los precios mundiales de las materias primas ejercen sobre los precios de consumo (suponiendo que los precios de las materias primas producidas a nivel nacional evolucionen de forma paralela a los del mercado mundial).

Gráfico B Zona del euro: índices de precios de las materias primas no energéticas

(índices denominados en USD; 2000 = 100; datos mensuales)



Fuente: Cálculos del BCE.

Comparando la evolución de los dos índices de precios de las materias primas no energéticas en la zona del euro, se observa que, en los últimos años, se ha producido un aumento algo menos pronunciado en el índice ponderado por destino (véase gráfico B). Entre enero del 2003 y el máximo alcanzado en marzo del 2008, dicho índice aumentó un 143%, frente a un 167% en el caso del índice ponderado por las importaciones. Esta evolución refleja, principalmente, el incremento especialmente acusado de los precios de los metales durante dicho período, a los que se asigna una ponderación más baja en el índice ponderado por destino. Tras el reciente descenso de los precios de las materias primas, en noviembre del 2008 el índice ponderado por destino se situaba casi un 58% por encima del nivel observado en enero del 2003, mientras que el índice ponderado por las importaciones alcanzaba un nivel de alrededor del 73% por encima del observado en enero del 2003.

Al considerar la transmisión de las perturbaciones de los precios mundiales de las materias primas a la actividad económica y la inflación nacionales, también es conveniente tener en cuenta otros factores, como los límites inferiores a los precios fijados por la Política Agrícola Común (PAC) de la UE y los regímenes fiscales específicos de cada país. En particular, la PAC puede dar lugar a una disociación de los precios de las materias primas en la zona del euro respecto a los precios mundiales. De cara al futuro, está previsto estudiar la posibilidad de elaborar un índice en el que se tomen en consideración esos factores y de mejorar aún más el índice ponderado por destino (demanda de la zona del euro).

El índice de precios de las materias primas no energéticas ponderado por las importaciones y el ponderado por destino se presentan por vez primera en el cuadro 5.1 de la sección de estadísticas del

2 Además, para evitar la doble contabilización de los cereales en la zona del euro, se ha reducido la ponderación inicial asignada a estos productos en el índice ponderado por destino (demanda de la zona del euro), ya que los cereales se utilizan, en parte, como alimento para el ganado (que, a su vez, se utiliza en la producción de carne). Una corrección similar por razones de doble contabilización se ha aplicado a las semillas de girasol, que se emplean, casi en su totalidad, en la producción de aceite de girasol.

Boletín Mensual. El primero sustituye al índice de precios de las materias primas no energéticas elaborado por el HWWI. Los nuevos índices estarán disponibles con periodicidad mensual y se actualizarán el tercer día hábil de cada mes en el Statistical Data Warehouse del BCE. Las series temporales comienzan en enero de 1996 y se presentan en forma de índices calculados sobre la base de los precios de las materias primas expresados en euros y en dólares estadounidenses.

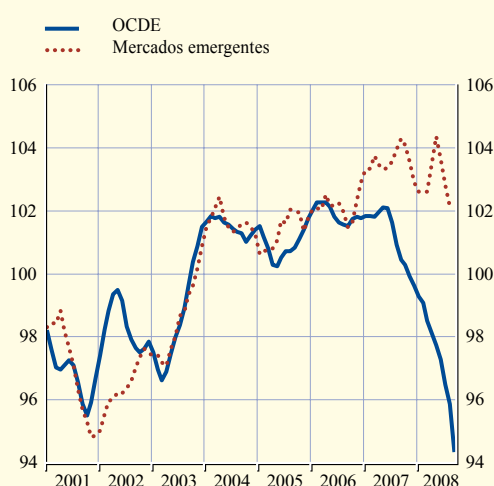
1.3 PERSPECTIVAS DEL ENTORNO EXTERIOR

La desaceleración económica mundial entraña un deterioro cada vez mayor de las perspectivas del comercio internacional y de la demanda exterior de la zona del euro. Los indicadores más recientes sobre el comercio internacional apuntan a un notable descenso de la demanda de importaciones, especialmente en las economías industrializadas. Por ejemplo, el *Baltic Dry Index*, que mide las tasas de embarque mundiales de productos al por mayor y constituye un indicador adelantado del crecimiento del comercio mundial, ha caído más del 90% en los últimos meses, aunque partiendo de niveles muy elevados. Por lo que respecta a las perspectivas de la actividad económica, el indicador sintético adelantado de la OCDE correspondiente a septiembre del 2008 confirma un deterioro relativamente acusado en todas las grandes economías industrializadas y un debilitamiento en las principales economías no pertenecientes a la OCDE, como China, India y Rusia (véase gráfico 4). Estas proyecciones son coherentes con la evidencia presentada en la encuesta sobre clima económico mundial del Ifo, correspondiente a noviembre, que registra un nuevo deterioro generalizado en el cuarto trimestre del 2008. El índice ha descendido al nivel más bajo observado en más de 20 años.

La incertidumbre que rodea a las perspectivas de la economía mundial es excepcionalmente elevada. Ha aumentado la volatilidad de los mercados financieros, lo que significa que la evaluación de dichas perspectivas está sujeta actualmente a un grado de incertidumbre muy alto. En conjunto, los riesgos para el crecimiento se inclinan a la baja y se derivan, principalmente, de la posibilidad de que las turbulencias que afectan a los mercados financieros tengan un impacto más significativo sobre la economía real. La profundidad y la duración de la desaceleración económica mundial dependerán, esencialmente, de la celeridad con que pueda resolverse la crisis financiera. Otros riesgos están relacionados con la preocupación por las presiones proteccionistas y con la posibilidad de que se produzca una evolución desordenada como consecuencia de los desequilibrios mundiales.

Gráfico 4 Indicador sintético adelantado de la OCDE

(datos mensuales; ajustados a la amplitud del ciclo)



Fuente: OCDE.

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

2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

2.1 DINERO Y CRÉDITO DE LAS IFM

Los datos monetarios más recientes confirman que la tasa subyacente de expansión del agregado monetario amplio observada en la zona del euro en los últimos trimestres es sostenida, aunque se está moderando. Por consiguiente, la evolución monetaria respalda la valoración de que las presiones inflacionistas siguen disminuyendo, si bien permanecen algunos riesgos al alza a medio y largo plazo. Al mismo tiempo, determinadas partidas del balance de las IFM se han visto considerablemente afectadas por la intensificación de las turbulencias en los mercados financieros, con desplazamientos significativos entre componentes del agregado monetario amplio, aunque el impacto sobre el crecimiento de M3 todavía es escaso. Hasta ahora no hay indicaciones de que la acentuación de las citadas turbulencias haya provocado restricciones importantes en la disponibilidad de préstamos al sector privado no financiero en su conjunto, aunque determinados segmentos podrían haber resultado más adversamente afectados. Las IFM han vendido valores para impedir que el deterioro de las condiciones aplicadas a la financiación bancaria observado desde mediados de septiembre afecte a la disponibilidad de préstamos. De cara al futuro, la intensificación de las turbulencias financieras patente desde mediados de septiembre apunta a un posible punto de inflexión en la evolución monetaria.

EL AGREGADO MONETARIO AMPLIO M3

La tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio M3 volvió a descender, hasta el 9%, en el tercer trimestre del 2008, desde el 10,1% del segundo trimestre (véase gráfico 5). Esto confirma la moderación observada en los últimos trimestres en las tasas de crecimiento interanual de este agregado y de los agregados crediticios, que a su vez refleja el impacto de unas condiciones de financiación más restrictivas y de la ralentización del crecimiento económico.

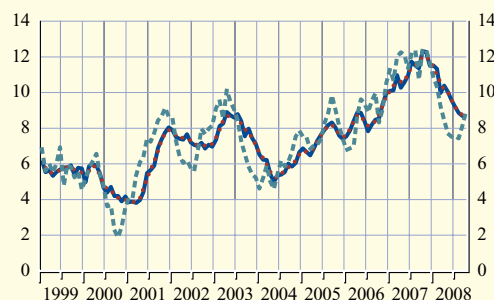
Aunque el crecimiento interanual de M3 está moderándose, se mantuvo sólido en el tercer trimestre del 2008. En parte, esta evolución continuó reflejando el aplanamiento de la curva de rendimientos, que propició desplazamientos desde activos a más largo plazo hacia instrumentos monetarios que ofrecen una remuneración similar pero mayor liquidez y menos riesgo. Estos desplazamientos causaron un impacto al alza sobre el crecimiento de M3. Sin embargo, incluso teniendo en cuenta estos efectos, el crecimiento subyacente del agregado monetario amplio se mantuvo vigoroso durante todo el trimestre.

No obstante, la intensificación de las turbulencias en los mercados financieros observada desde mediados de septiembre señala un posible punto de inflexión en la evolución monetaria. Aunque puede que esto no sea evidente si se considera la tasa de crecimiento interanual de M3, que en octubre no experimentó variaciones y fue del 8,7%, determinadas partidas del balance de las IFM han resultado notablemente afectadas. Además, se han producido desplazamientos entre los componentes del agregado monetario amplio. En particular, en

Gráfico 5 Crecimiento de M3

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

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



Fuente: BCE.

octubre, M3 se vio respaldado por una fuerte demanda de efectivo que se debe, en parte, a la demanda de billetes en euros por parte de no residentes.

La intensificación de las tensiones financieras observada desde mediados de septiembre podría causar un impacto considerable sobre la evolución monetaria. Aunque los datos de octubre no proporcionan ninguna indicación directa de que se hayan producido cambios sustanciales en la evolución de M3 o de los préstamos al sector privado no financiero, el hecho de que los efectos en otras partidas del balance de las IFM hayan sido más intensos y de que se hayan producido desplazamientos entre los componentes del agregado monetario amplio apuntan a la posibilidad de un efecto más acusado sobre la evolución monetaria en el futuro.

PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

La persistente moderación observada en el crecimiento interanual de M3 en el tercer trimestre del 2008 estuvo impulsada por la disminución de las contribuciones de M1 y de los instrumentos negociables (M3-M2), mientras que la de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista (M2-M1) prácticamente no experimentó variaciones (véase cuadro 1). No obstante, datos muy recientes parecen indicar un cambio en este patrón, ya que el crecimiento de M1 se fortaleció en septiembre y octubre, si bien las tasas de crecimiento de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista y de los instrumentos negociables se redujeron como consecuencia de la intensificación de las turbulencias financieras.

En el tercer trimestre del 2008, la tasa de crecimiento interanual de M1 se redujo de nuevo, hasta el 0,6%, desde el 2,3% del segundo trimestre. La desaceleración observada en M1 en el tercer trimestre fue reflejo, en gran parte, de la evolución de los depósitos a la vista, cuya tasa de crecimiento interanual pasó a ser ligeramente negativa, del -0,7%, frente al 1,2% del segundo trimestre. La tendencia decreciente de la tasa de crecimiento de los depósitos a la vista de los últimos trimestres ha reflejado principalmente las subidas de los tipos de interés a corto plazo desde diciembre del 2005, que han incrementado continuamente los costes de oportunidad de mantener estos instrumentos.

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					
		2007 IV	2008 I	2008 II	2008 III	2008 Sep	2008 Oct
M1	42,7	5,9	3,8	2,3	0,6	1,2	3,7
Efectivo en circulación	7,5	8,0	7,8	7,8	7,5	8,2	13,0
Depósitos a la vista	35,2	5,5	3,0	1,2	-0,7	-0,1	1,9
M2 - M1 (= otros depósitos a corto plazo)	42,8	16,8	18,4	19,3	18,9	17,7	15,5
Depósitos a plazo hasta dos años	26,5	40,6	41,4	40,4	37,6	34,4	29,2
Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses	16,3	-3,9	-3,3	-2,3	-2,0	-2,0	-1,4
M2	85,5	10,7	10,3	10,0	9,1	8,9	9,3
M3 - M2 (= instrumentos negociables)	14,5	19,6	16,3	10,3	8,9	7,3	5,3
M3	100,0	12,0	11,2	10,1	9,0	8,7	8,7
Crédito a residentes en la zona del euro		9,2	10,0	9,6	9,1	8,5	7,3
Crédito a las Administraciones Públicas		-4,1	-2,5	-1,2	0,6	0,8	0,7
Préstamos a las Administraciones Públicas		-1,8	-0,9	0,8	2,1	2,9	3,4
Crédito al sector privado		12,2	12,7	11,9	10,8	10,1	8,6
Préstamos al sector privado		11,1	11,1	10,5	9,1	8,5	7,8
Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas)		8,5	6,8	4,5	3,3	2,7	0,5

Fuente: BCE.

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

En octubre del 2008, la tasa de crecimiento interanual de M1 aumentó de manera acusada por segundo mes consecutivo, hasta el 3,7%, desde el 1,2% de septiembre y el 0,2% de agosto. Estos incrementos estuvieron impulsados por aumentos de los flujos mensuales del efectivo en circulación y de los depósitos a la vista, consecuencia, en cierta medida, de la mayor demanda de billetes en países colindantes con la zona del euro.

Los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista continuaron siendo los que más contribuyeron al crecimiento interanual de M3 en el tercer trimestre del 2008. No obstante, la tasa de crecimiento interanual de estos depósitos se redujo ligeramente y se situó en el 18,9% en el citado trimestre, desde el 19,3% del trimestre anterior (véase gráfico 6). Esta evolución también quedó reflejada en los datos de octubre, mes en que la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista descendió de nuevo, hasta el 15,5%, desde el 17,7% de septiembre.

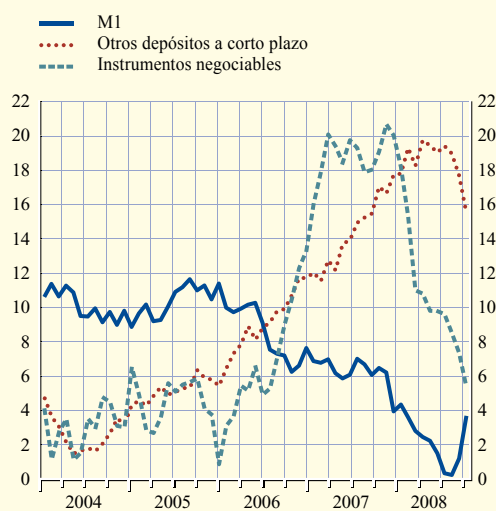
Esta evolución es consecuencia, en gran parte, de la moderación del crecimiento de la demanda de depósitos a plazo hasta dos años (es decir, depósitos a corto plazo). No obstante, estos depósitos continuaron creciendo a una tasa de crecimiento interanual muy elevada, del 29,2% en octubre, tras registrar una tasa del 37,6% en el tercer trimestre y del 40,4% en el segundo. Las tenencias de depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses (esto es, depósitos de ahorro a corto plazo) disminuyeron un 1,4%, en términos interanuales, en octubre.

En los últimos meses, la inclinación de la pendiente de la curva de rendimientos y la estructura de los tipos de interés de los depósitos bancarios han hecho que los depósitos a corto plazo resulten especialmente atractivos si se comparan con otros instrumentos de M3 y con activos a más largo plazo. En particular, la remuneración de estos depósitos —a diferencia de la de los depósitos a la vista y de los depósitos de ahorro a corto plazo— ha seguido bastante de cerca la subida de los tipos de interés del mercado monetario, posiblemente porque las entidades de crédito han hecho esfuerzos adicionales por atraer este tipo de depósitos en una época en la que resulta difícil obtener financiación en los mercados mayoristas por la intensificación de las tensiones en los mercados financieros.

La tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables incluidos en M3 continuó disminuyendo en octubre del 2008 y cayó hasta el 5,3%, desde el 8,9% y el 10,3% del tercero y segundo trimestres, respectivamente. Esta evolución fue resultado de los acusados descensos de la tasa de crecimiento interanual de las participaciones en fondos del mercado monetario (su principal subcomponente) y de los valores distintos de acciones hasta dos años. En cambio, la tasa de crecimiento del tercer subcomponente, las cesiones temporales, aumentó de nuevo, tanto en el tercer trimestre como en octubre, tras permanecer inalterada en el trimestre anterior.

Gráfico 6 Principales componentes de M3

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



Fuente: BCE.

Tras la intensificación de las turbulencias financieras a mediados de septiembre se observaron considerables salidas de participaciones en fondos del mercado monetario, atribuibles, en gran medida, a no residentes, reflejo de la renovada preocupación de los inversores acerca de la seguridad de algunos fondos. No obstante, los datos de octubre apuntan a que estas salidas están reduciéndose, lo que indica que los temores en relación con el posible incumplimiento de los compromisos de pago por parte de los fondos del mercado monetario tras la quiebra de Lehman Brothers pueden haber disminuido más recientemente.

El detalle por sectores del crecimiento monetario se basa en datos de los depósitos a corto plazo y de las cesiones temporales («depósitos de M3»). La tasa de crecimiento interanual de este agregado (el más amplio del que se dispone de información fiable sobre las tenencias por sectores) siguió, en líneas generales, la evolución de M3 en el tercer trimestre del 2008, y descendió de nuevo, hasta el 10,2%, desde el 11% del trimestre precedente. Esta moderación continuó en octubre, mes en que la tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3 cayó hasta el 9,6%, desde el 9,7% de septiembre.

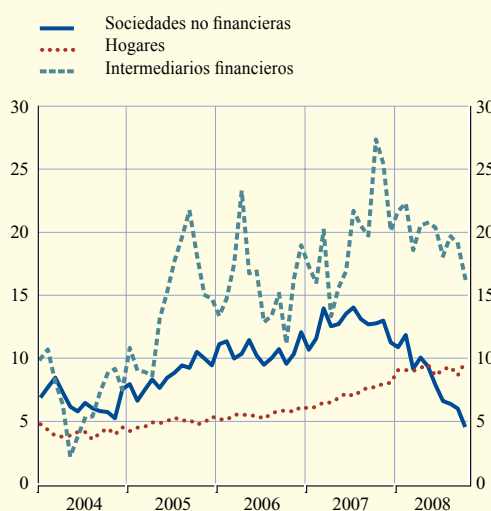
La tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3 en manos de los hogares, que representan la mayor contribución al crecimiento total de los depósitos de M3, descendió hasta el 9% en el tercer trimestre del 2008, desde el 9,2% del segundo. Sin embargo, en octubre, la tasa de crecimiento interanual de las tenencias de estos depósitos por parte de los hogares aumentó de manera significativa, hasta el 9,7%, desde el 8,6% de septiembre (véase gráfico 7).

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3 que mantienen las sociedades no financieras también se redujo en el tercer trimestre del 2008, y continuó disminuyendo en octubre. Es probable que la persistente moderación del crecimiento de los beneficios de las sociedades no financieras haya contribuido a este nuevo descenso, aunque también es posible que el deterioro de las condiciones de financiación haya impulsado a las empresas, principalmente a las pequeñas empresas, a utilizar los beneficios no distribuidos y los depósitos para financiar inversiones en capital fijo y en capital circulante.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3 mantenidos por los intermediarios financieros no monetarios se redujo en el tercer trimestre del 2008 y en octubre. Pese a esta moderación, la tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3 en manos de OIF sigue siendo considerablemente superior a la observada en otros sectores. Dado el actual entorno de mercado, es probable que esto refleje la mayor necesidad de los fondos de inversión de mantener reservas de liquidez, con el fin de poder atender posibles reembolsos de participaciones. Estos reembolsos han quedado plasmados en los datos de los fondos de inversión correspondientes al segundo trimestre del 2008.

Gráfico 7 Depósitos a corto plazo y cesiones temporales

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



Fuente: BCE.

Nota: Sector IFM, excluido el Eurosistema.

PRINCIPALES CONTRAPARTIDAS DE M3

Por lo que respecta a las contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual del crédito total concedido por las IFM a residentes en la zona del euro continuó disminuyendo en el tercer trimestre del 2008, hasta el 9,1%, desde el 9,6% del segundo trimestre, antes de descender de nuevo, hasta el 7,3%, en octubre (véase cuadro 1). Esta evolución se debió principalmente a la considerable desaceleración del crédito concedido por las citadas instituciones al sector privado, consecuencia, en gran parte, de la venta de valores emitidos por el sector privado de la zona del euro.

El crecimiento interanual del crédito otorgado por las IFM a las Administraciones Públicas aumentó ligeramente en el tercer trimestre y se situó en el 0,6%, desde el -1,2% del segundo trimestre. En octubre, la tasa de crecimiento interanual del crédito concedido por las citadas instituciones a este sector se mantuvo prácticamente invariable, en el 0,7%. Esto oculta el descenso de las tenencias de valores del sector público por parte de las IFM observado en septiembre y octubre, como ponen de manifiesto los flujos mensuales negativos registrados ambos meses. Es probable que esta evolución esté relacionada con el proceso de desapalancamiento iniciado por las entidades de crédito a la vista de la liquidez de los mercados de deuda pública y la trayectoria favorable de los precios (para más detalles, véase el recuadro 2, titulado «Evolución reciente de los balances de las entidades de crédito de la zona del euro»). Es posible que las ventas de este tipo de activos por parte de los fondos del mercado monetario también hayan desempeñado un papel en el contexto de los reembolsos de participaciones que se están observando.

La tasa de crecimiento interanual del crédito concedido por las IFM al sector privado continuó disminuyendo en el tercer trimestre, hasta el 10,8%, desde el 11,9% del segundo trimestre, antes de volver a reducirse en octubre, mes en que se situó en el 8,6%. El descenso de esta tasa en el tercer trimestre oculta una evolución divergente de los distintos subcomponentes. La tasa de crecimiento interanual de las tenencias de valores distintos de acciones del sector privado por parte de las IFM cayó desde el 39,7% en el segundo trimestre hasta el 36,5% en el tercero, antes de descender de nuevo y situarse en el 27,9% en octubre. Aunque este persistente y vigoroso crecimiento interanual se está moderando, refleja, en gran medida, las adquisiciones de valores emitidos por OIF por parte de las IFM en trimestres anteriores en relación con operaciones de titulización. En septiembre, las IFM redujeron sus tenencias de valores distintos de acciones del sector privado, como ponen de manifiesto los sustanciales flujos mensuales negativos registrados ese mes. Sin embargo, en octubre, estos flujos volvieron a ser considerablemente positivos, debido, en gran parte, a las adquisiciones de valores emitidos por OIF en el contexto de las actividades de titulización.

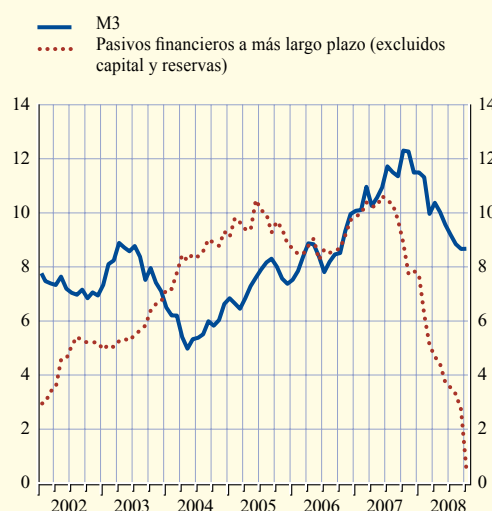
La tasa de crecimiento interanual de las tenencias de acciones y otras participaciones por parte de las IFM aumentó desde el 3,7% observado en el segundo trimestre hasta el 6% del tercero, antes de disminuir de nuevo y situarse en el -1,4% en octubre. Es probable que el considerable descenso de las tenencias de este tipo de instrumentos por parte del citado sector esté relacionado con la necesidad de reducir los niveles de endeudamiento de las entidades de crédito resultante de las crecientes presiones sobre sus balances derivados de la intensificación de las tensiones en los mercados financieros. Por tanto, la capacidad de las IFM para reducir sus tenencias de valores —tanto de valores distintos de acciones como de acciones y otras participaciones— les ha permitido aislar el crecimiento de los préstamos bancarios al sector privado del impacto directo que la intensificación de las tensiones financieras ha causado sobre las condiciones de financiación de las entidades.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM al sector privado —el principal componente del crédito otorgado a este sector— continuó disminuyendo y se redujo desde el 10,5% del segundo trimestre del 2008 hasta el 9,1% del tercer trimestre, antes de volver a descender y situarse

en el 7,8% en octubre (véase cuadro 1). Esta moderación fue resultado del menor crecimiento de los préstamos concedidos al sector privado no financiero y a los intermediarios financieros no monetarios. La caída de los préstamos al sector privado no financiero reflejó descensos continuados de las tasas de crecimiento interanual de los préstamos otorgados a las sociedades no financieras (que se redujo hasta el 12,8% en el tercer trimestre y hasta el 11,9% en octubre, desde el 14,5% del segundo trimestre) y de préstamos a hogares (que se situó en el 4% en el tercer trimestre y en el 3,3% en octubre, desde el 5% del segundo trimestre). En líneas generales, el patrón observado recientemente en el crecimiento de los préstamos es acorde con regularidades históricas, y refleja el impacto de los aumentos de los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a los préstamos desde finales del 2005, de la ralentización observada en el mercado de la vivienda, del endurecimiento de los criterios de concesión del crédito (atribuible, fundamentalmente, al deterioro de las expectativas en lo que respecta a la actividad económica en general y a las peores perspectivas del mercado de la vivienda) y del ciclo económico en general (para un análisis más detallado de los flujos de financiación y de la posición financiera de las sociedades no financieras y de los hogares, véanse las secciones 2.6 y 2.7).

Gráfico 8 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.

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) ha vuelto a disminuir en los últimos trimestres (véase gráfico 8). Este descenso se debe al menor crecimiento de todos los subcomponentes. En particular, la caída de la tasa de crecimiento de los depósitos a largo plazo refleja la inclinación de la pendiente de la curva de rendimientos y la intensificación de las tensiones en los mercados financieros, que están favoreciendo desplazamientos desde depósitos a largo plazo a depósitos a más corto plazo. Los datos de octubre sobre valores distintos de acciones a largo plazo emitidos por las IFM sugieren que las entidades de crédito no han podido obtener financiación de esta fuente. En cambio, la tasa de crecimiento interanual del capital y las reservas ha aumentado en los últimos meses, como resultado del capital adicional captado mediante colocaciones privadas y de las inyecciones de capital de los Gobiernos para reforzar el balance de las entidades de crédito.

Por último, en octubre, la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM registró un aumento por tercer mes consecutivo (37 mm de euros). Esto se debe al hecho de que los pasivos exteriores han disminuido en mayor medida que los activos exteriores en los últimos meses, ya que ambos lados del balance han registrado una caída. Como consecuencia de estas entradas netas, el descenso interanual en la posición acreedora neta del citado sector se redujo hasta 149 mm de euros en octubre, desde 188 mm de euros en septiembre (véase gráfico 9). Es probable que esta posición, que continúa siendo considerablemente negativa, refleje el reajuste que actualmente se está produciendo en las carteras internacionales en forma de desplazamientos de activos hacia fuera de la zona del euro, debido al deterioro de las perspectivas de

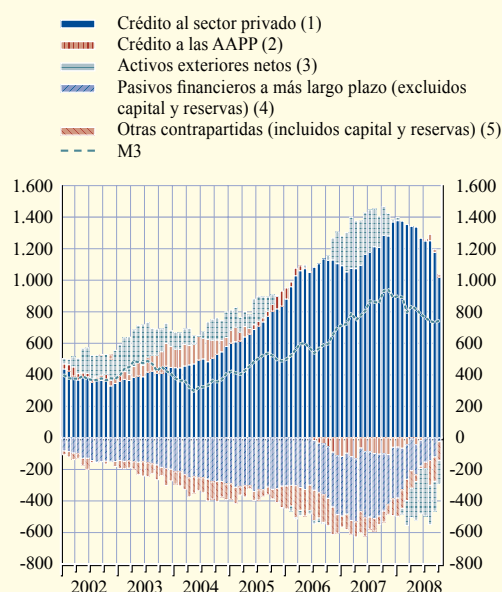
crecimiento económico en la zona del euro y a la repatriación de fondos por parte de no residentes a la vista de las restricciones de liquidez en sus países de origen.

En síntesis, los datos monetarios más recientes (que abarcan el período comprendido hasta el final de octubre del 2008) confirman la actual moderación de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM al sector privado no financiero. Esto se debe en gran parte al impacto que las anteriores subidas de los tipos de interés a corto plazo, las condiciones de financiación más restrictivas y la ralentización del crecimiento económico están causando sobre la demanda de préstamos. Los datos de octubre no apuntan a una alteración en los flujos de crédito al sector privado. De hecho, los flujos mensuales de los préstamos a las sociedades no financieras y a los hogares continúan siendo elevados si los datos de los hogares se corrigen de los efectos de la titulización (que fueron positivos en octubre). No obstante lo anterior, las regularidades históricas y la evolución prevista de los determinantes fundamentales, junto con el continuado deterioro observado en la confianza de las empresas y los consumidores en los últimos meses, apuntarían a una nueva moderación de la evolución de los préstamos en los próximos trimestres.

Aunque hasta la fecha no se dispone de evidencia de restricciones en la disponibilidad de crédito al sector privado, no puede descartarse la posibilidad de que, en el futuro, el acceso al crédito se vea obstaculizado en mayor medida. Hasta ahora, las IFM han podido reducir sus tenencias de valores aislando el crecimiento de los préstamos bancarios concedidos a las sociedades no financieras y a los hogares del impacto directo de unas condiciones de financiación más restrictivas resultantes de las crecientes tensiones financieras, aunque la sostenibilidad de este comportamiento no está clara. En líneas más generales, es necesario disponer de más información, datos y análisis para valorar el impacto que el aumento de las turbulencias financieras está causando sobre la oferta de créditos y préstamos bancarios.

Gráfico 9 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.

Recuadro 2

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LOS BALANCES DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO DE LA ZONA DEL EURO

Desde el inicio de las turbulencias financieras en el verano del 2007, las entidades de crédito de todo el mundo han tenido que hacer frente a presiones crecientes en relación con el tamaño de sus balances. Las entidades de la zona del euro no se han librado de estas presiones, que proceden, en general, de dos fuentes. Por un lado, algunas entidades han sufrido la erosión de su base de capital, como resultado, por ejemplo, de pérdidas de crédito o de movimientos adversos de los precios de los activos. Ello podría obligarlas a reducir el tamaño de sus balances, a fin de reconducir la ratio entre los activos totales y el capital hasta el nivel requerido o deseado¹. Por otro lado, las tensiones en los mercados monetarios y la inquietud de los inversores en otros mercados en los que las entidades de crédito obtienen habitualmente financiación (como los mercados de instrumentos de renta fija tipo Pfandbrief, de titulización y de renta fija sin garantía) han tenido como consecuencia restricciones de financiación que merman la capacidad de expansión de al menos algunas de estas entidades y les hace más difícil mantener el tamaño de sus balances. La manera en que las entidades de crédito reduzcan sus balances podría tener implicaciones para el acceso a la financiación por parte de las empresas y los hogares de la zona del euro. En este contexto, en el presente recuadro se analiza la evolución reciente de las estadísticas de balances de las entidades de crédito, centrándose especialmente en el detalle de los activos por sectores e instrumentos.

Balances de las entidades de crédito de la zona del euro desde una perspectiva agregada

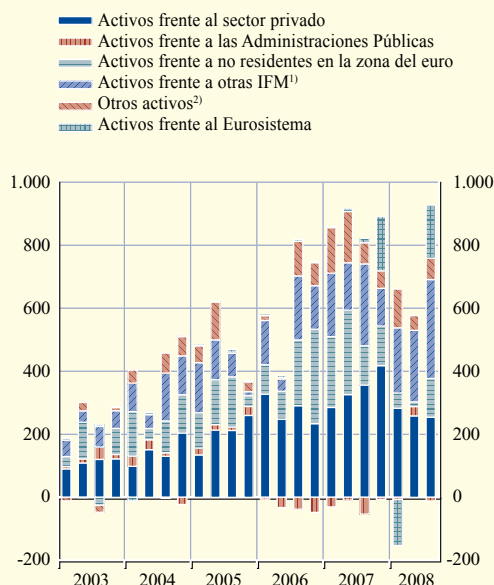
El tema considerado requiere que se examinen las estadísticas de balances de las IFM desde una perspectiva distinta de la que se utiliza normalmente en el análisis monetario. En primer lugar, para valorar la medida en que las presiones sobre el capital y la financiación de las entidades de crédito han incidido en sus balances, es necesario considerar también los activos frente a otras IFM. Sin embargo, dado que estos activos se compensan en el balance consolidado de las IFM, que constituye la base de las estadísticas monetarias, hay que examinar el balance consolidado agregado. En segundo lugar, dado que el objetivo último es determinar el posible impacto de estas presiones sobre el acceso al crédito por parte de las empresas y los hogares, más que en los balances del sector de las IFM en su conjunto, el análisis se basa en los balances de las entidades de crédito, por lo que se excluyen tanto el sector de fondos del mercado monetario como el Eurosistema. Sólo se dispone de este detalle del sector de las IFM con periodicidad trimestral.

Los activos totales de las entidades de crédito de la zona del euro han seguido creciendo a lo largo del período de tensiones en los mercados financieros observado desde el verano del 2007. Los flujos trimestrales registrados han sido elevados, especialmente en el tercer trimestre del 2008 (véase gráfico A). Sin embargo, en ellos se incluyen importantes contribuciones derivadas del aumento de los activos frente al propio sector de las IFM, en particular en el cuarto trimestre del 2007 y el tercer trimestre del 2008. Ello se debe, en gran medida, al incremento de los activos frente a los bancos centrales, reflejo de las operaciones extraordinarias emprendidas por dichas instituciones en el marco del Eurosistema. Tras alcanzar su cota máxima en el cuarto trimestre del 2007, el crecimiento de los activos frente al sector privado de la zona del euro ha disminuido, aunque se mantiene en un nivel relativamente alto.

¹ En principio, para restaurar la relación deseada entre los activos totales y la base de capital, las entidades de crédito pueden utilizar varias estrategias. En términos generales, pueden reducir la cantidad total de activos mantenidos, aumentar la base de capital o combinar ambas soluciones. Para incrementar el capital, pueden inyectar fondos y/o reducir los dividendos.

Gráfico A Activos de las entidades de crédito por sectores

(flujos trimestrales; mm de euros; datos desestacionalizados)



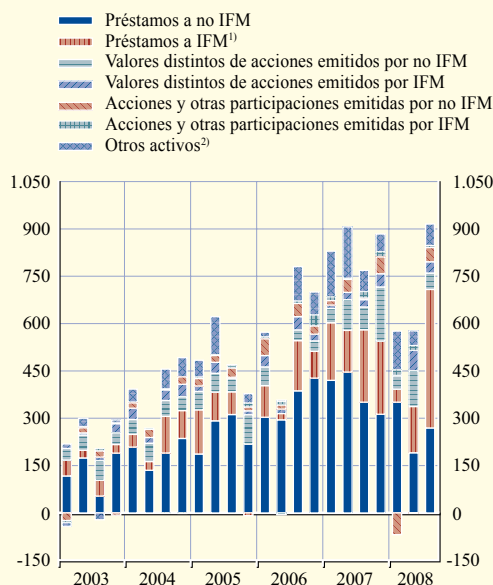
Fuente: BCE.

1) Activos frente a IFM excluido el Eurosistema.

2) «Otros activos» comprende el activo fijo, las participaciones emitidas por fondos del mercado monetario y mantenidas por las entidades de crédito, y la partida «resto de activos».

Gráfico B Activos de las entidades de crédito por instrumentos

(flujos trimestrales; mm de euros; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

1) Incluye depósitos frente al Eurosistema.

2) «Otros activos» comprende el activo fijo, las participaciones emitidas por fondos del mercado monetario y mantenidas por las entidades de crédito, y la partida «resto de activos».

Después de registrar flujos particularmente abundantes a finales del 2006 y principios del 2007, las entidades de crédito han reducido notablemente sus activos frente a no residentes en la zona del euro, reflejo, al menos en cierta medida, del abandono de las estrategias de inversiones que resultaron no ser rentables tras el inicio de las turbulencias en los mercados financieros, período durante el cual las entidades de crédito parecen haber reducido sus carteras de deuda pública, posiblemente debido a los desplazamientos de fondos de los inversores hacia activos más seguros, que elevaron el valor de los mismos y permitieron a las entidades de crédito venderlos con fuertes ganancias.

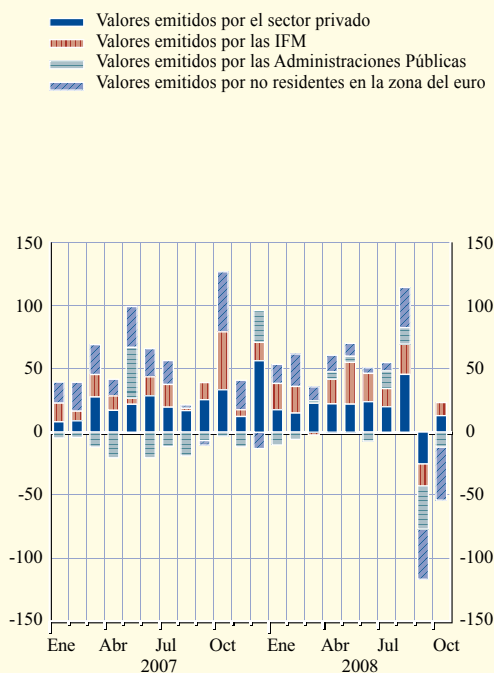
El detalle de los activos de las entidades de crédito por instrumentos muestra que los préstamos siguen siendo los que registran el mayor crecimiento. Las tensiones en los mercados financieros tuvieron inicialmente un impacto positivo sobre los valores distintos de acciones, cuyo flujo trimestral fue particularmente abundante en el cuarto trimestre del 2007, mientras que los observados en el 2008 fueron menos cuantiosos, aunque relativamente importantes (véase gráfico B). Ello refleja, en gran medida, la transformación en valores de partes de las carteras de préstamos de algunas entidades de crédito, que titulizan los préstamos y mantienen los valores resultantes.

Evolución mensual más reciente

Dado que la intensificación de las tensiones en los mercados financieros provocada por el desplome de Lehman Brothers no se produjo hasta mediados de septiembre, casi al final del tercer trimestre del 2008, los efectos de estos recientes acontecimientos sobre los flujos trimestrales aun no se habrán

Gráfico C Tenencias de valores distintos de acciones mantenidas por las IFM

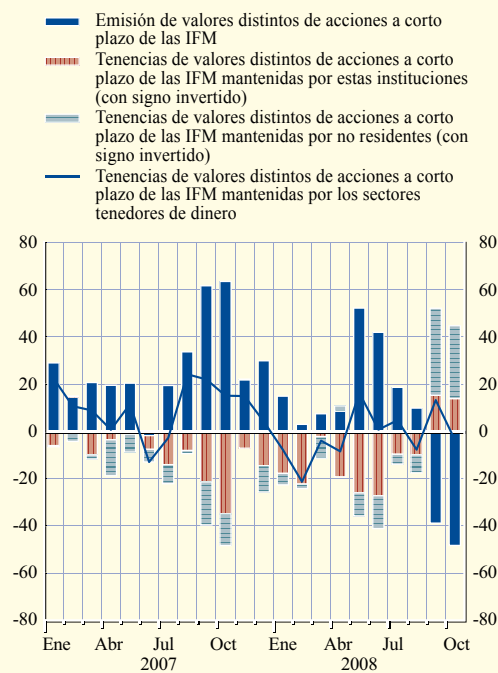
(flujos mensuales; mm de euros; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

Gráfico D Emisión y tenencias de valores distintos de acciones a menos de dos años de las IFM

(flujos mensuales; mm de euros; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

Nota: Las tenencias de valores distintos de acciones a corto plazo de las IFM mantenidas por no residentes en la zona del euro y por las IFM figuran con signo invertido, ya que se deducen de la emisión neta, a fin de obtener las tenencias de estos instrumentos mantenidas por los sectores tenedores de dinero.

reflejado por completo. Por lo tanto, será útil examinar la evolución mensual reciente de las tenencias de valores distintos de acciones, aunque esto sólo será posible para el conjunto del sector de las IFM (véase gráfico C). Este examen revela que, en septiembre, los inversores se deshicieron de una considerable cantidad de valores distintos de acciones, de todas las clases de emisores. Las tenencias de valores distintos de acciones emitidos por no residentes en la zona del euro y por las Administraciones Públicas siguieron disminuyendo en octubre. En ese mismo mes, las IFM adquirieron valores distintos de acciones emitidos por otras IFM y por el sector privado. Sin embargo, existen indicios de que la adquisición de valores distintos de acciones del sector privado fue principalmente reflejo de la constante titulización de los préstamos al sector privado, como consecuencia de la cual las entidades que mantenían los préstamos en sus balances retuvieron también los valores resultantes.

Así pues, la evolución de las tenencias de valores distintos de acciones mantenidas por las IFM en septiembre y octubre sugiere que la intensificación de las tensiones en los mercados financieros ha afectado de forma significativa a determinadas partidas del balance. A este respecto, los valores distintos de acciones a corto plazo emitidos por las IFM constituyen un caso particularmente interesante, dado que se ha reducido el tamaño del balance no sólo por el lado del activo sino también por el lado del pasivo. En particular, en septiembre y octubre la emisión neta de los citados instrumentos fue negativa y, al mismo tiempo, disminuyeron las tenencias de estos valores mantenidas por las IFM (véase gráfico D). Cabe

destacar que este proceso ha afectado especialmente a las posiciones de las distintas IFM, así como a las tenencias de los no residentes en la zona del euro, mientras que la evolución de las posiciones en estos valores mantenidas por los sectores tenedores de dinero fue relativamente moderada.

En general, la evolución observada hasta el momento no indica una reducción del tamaño del balance agregado de las entidades de crédito de la zona del euro, aunque la tasa de crecimiento de los activos totales de estas entidades ha disminuido ligeramente en los últimos trimestres, si no se tienen en cuenta sus activos frente a las IFM. Sin embargo, no se descarta la posibilidad de que determinadas entidades de crédito o un subconjunto de entidades de la zona del euro hayan reducido el tamaño de sus balances en respuesta a la evolución de los mercados financieros desde el verano del 2007. Además, esto no significa que no existen señales de reducción de tipos concretos de activos. En efecto, los datos de septiembre y octubre muestran que las IFM han reducido sus carteras de valores distintos de acciones y que este ajuste ha afectado especialmente a sus tenencias de valores emitidos por el sector de las Administraciones Públicas y por no residentes en la zona del euro. Ello podría dar algún indicio provisional de que las entidades de crédito han estado utilizando sus activos más líquidos como colchón para absorber las presiones sobre sus posiciones de capital y su financiación, a fin de proteger su negocio principal, especialmente la concesión de préstamos a las empresas y los hogares. Sin embargo, se necesita más información antes de poder evaluar de forma concluyente la capacidad de estos colchones para amortiguar el impacto que la evolución de los mercados financieros está teniendo sobre la oferta de financiación al sector privado.

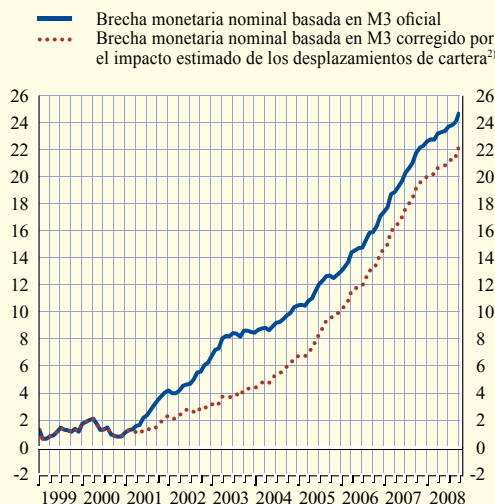
VALORACIÓN GENERAL DE LA SITUACIÓN DE LIQUIDEZ MONETARIA EN LA ZONA DEL EURO

Si se considera la evolución de las brechas monetarias nominal y real, la acumulación de la liquidez monetaria en la zona del euro aumentó de nuevo en el tercer trimestre del 2008, tras mostrar algunas señales de estabilización en el primer semestre del año (véanse gráficos 10 y 11). Estas medidas de la situación de liquidez 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. 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 el contexto actual. No obstante estas matizaciones, en general, la evidencia disponible apunta a una clara acumulación de liquidez monetaria en los últimos años.

En síntesis, los datos correspondientes al período comprendido hasta el final de octubre siguen indicando que la tasa subyacente de expansión monetaria de la zona del euro continúa siendo elevada, aunque se está moderando. Por consiguiente, la evolución monetaria confirma la valoración de que las presiones inflacionistas siguen disminuyendo, aunque permanecen algunos riesgos al alza a medio y largo plazo. No obstante, la intensificación de las turbulencias financieras observada desde mediados de septiembre constituye un posible punto de inflexión en la evolución monetaria. Aunque los datos más recientes no denotan que se haya producido un cambio brusco en el crecimiento del agregado monetario amplio ni que se haya agotado la disponibilidad de préstamos a hogares y sociedades no financieras, sí ponen de manifiesto que la intensificación de la crisis financiera está causando un impacto sobre el comportamiento de las entidades de crédito y de los sectores tenedores de dinero. Al igual que sucedió entre el 2001 y el 2003, los desplazamientos de cartera hacia activos monetarios en unos momentos de mayor incertidumbre en los mercados financieros pueden reforzar el crecimiento del agregado monetario amplio al mismo tiempo que entrañan

Gráfico 10 Estimaciones de la brecha monetaria nominal¹⁾

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

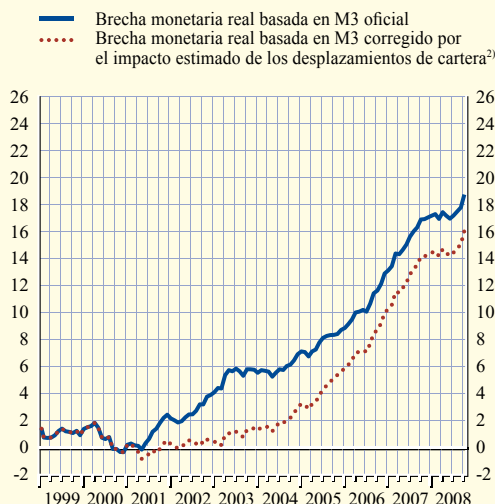


Fuente: BCE.

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 del 2004.

Gráfico 11 Estimaciones de la brecha monetaria real¹⁾

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



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 del 2004.

pocos riesgos de presiones inflacionistas, al menos a corto y medio plazo¹. De igual modo, es posible que las entidades de crédito tengan que afrontar mayores presiones para reducir sus balances y, por tanto, limitar la disponibilidad de préstamos. Por consiguiente, es necesario disponer de más datos y realizar un análisis más detallado de la evolución monetaria y crediticia para poder efectuar una valoración sólida en este entorno complejo e incierto.

2.2 INVERSIÓN FINANCIERA DE LOS SECTORES NO FINANCIEROS E INVERSORES INSTITUCIONALES

En el segundo trimestre del 2008, la tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera total de los sectores no financieros disminuyó de nuevo. Este descenso fue generalizado en los sectores de hogares, sociedades no financieras y Administraciones Públicas. En términos interanuales, las salidas de los fondos de inversión aumentaron con fuerza en el segundo trimestre, impulsados por las considerables retiradas registradas en los fondos de renta variable y de renta fija. La tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera de las empresas de seguros y los fondos de pensiones también se redujo en el citado trimestre.

¹ Es posible que las extraordinarias variaciones que se observan actualmente en los datos monetarios no se ajusten a la definición de desplazamientos de cartera aplicada en el período comprendido entre el 2001 y el 2003. Una de las razones es el hecho que las presiones alcistas más recientes sobre la evolución monetaria reflejan, en gran medida, retiradas de fondos del sector de las IFM de la zona del euro por parte de no residentes, que ha dado como resultado, por ejemplo, una intensa demanda de billetes. Otra razón es el hecho de que en estos momentos resulte difícil distinguir entre redistribuciones de activos motivadas principalmente por un cambio en la inclinación por el riesgo y desplazamientos hacia componentes de M3 desde activos no monetarios provocados por las condiciones relativamente favorables que ofrecen los depósitos de las IFM.

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									
		2006 I	2006 II	2006 III	2006 IV	2007 I	2007 II	2007 III	2007 IV	2008 I	2008 II
Inversión financiera	100	4,8	4,9	4,8	4,9	5,0	5,3	5,0	4,5	3,9	3,2
Efectivo y depósitos	24	6,3	6,3	7,0	6,9	7,4	8,0	7,4	6,9	6,5	5,4
Valores distintos de acciones, excluidos derivados financieros	6	0,5	2,0	4,3	6,4	4,9	3,4	2,3	3,2	2,4	0,7
De los cuales: A corto plazo	1	6,7	4,7	8,2	18,3	13,1	15,4	26,4	31,4	23,7	3,3
De los cuales: A largo plazo	5	-0,1	1,8	4,0	5,4	4,1	2,3	0,0	0,7	0,3	0,5
Acciones y otras participaciones, excluidas participaciones en fondos de inversión	31	2,7	3,0	2,2	2,0	2,2	2,5	2,9	3,2	3,3	3,3
De las cuales: Acciones cotizadas	8	-1,0	0,0	0,7	-0,1	1,1	1,7	1,9	3,1	3,6	3,7
De las cuales: Acciones no cotizadas y otras participaciones	23	4,0	4,1	2,8	2,9	2,6	2,7	3,3	3,3	3,2	3,1
Participaciones en fondos de inversión	6	3,3	2,3	0,4	-0,1	0,3	0,4	-1,7	-3,5	-5,2	-6,5
Reservas técnicas de seguro	15	7,5	7,4	7,2	6,6	6,3	6,2	5,8	5,4	5,1	4,8
Otros ²⁾	19	6,6	6,5	6,7	7,4	8,4	8,8	8,6	6,7	4,5	3,3
M3 ³⁾		8,4	8,4	8,5	10,0	11,0	10,9	11,4	11,5	10,0	9,6

Fuente: BCE.

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

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

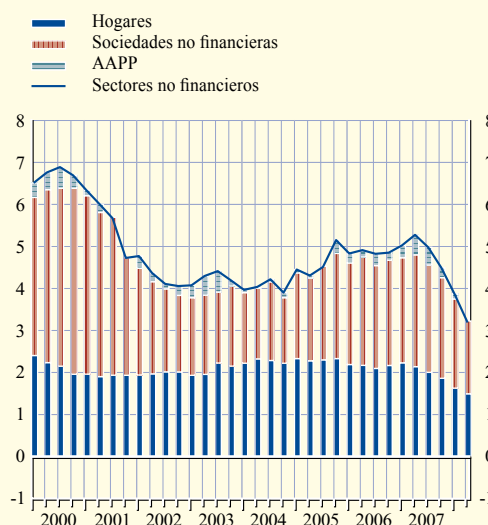
3) A fin de trimestre. El agregado monetario M3 incluye los instrumentos monetarios mantenidos por entidades de la zona del euro que no son IFM (es decir, los sectores no financieros y las instituciones financieras no monetarias) en IFM de la zona del euro y Administración Central.

SECTORES NO FINANCIEROS

En el segundo trimestre del 2008 (el más reciente para el que se dispone de datos), la tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera total de los sectores no financieros siguió disminuyendo y se situó en el 3,2%, desde el 3,9% del trimestre precedente (véase cuadro 2). Este descenso fue generalizado en los distintos instrumentos de inversión, si bien refleja, en particular, las caídas observadas en la tasa de crecimiento interanual de la inversión en efectivo y depósitos, así como en «otros» activos financieros (que incluye instrumentos como los derivados y el crédito comercial), dos subcomponentes que conjuntamente representan más del 40% del saldo vivo total de los activos financieros de los sectores no financieros. Las tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones, las participaciones en fondos de inversión y las reservas técnicas de seguro también experimentaron un nuevo descenso. No obstante, debido a que la participación de estos instrumentos en la inversión financiera es más reducida, contribuyeron en menor medida a la ralentización del crecimiento observado en la inversión financiera total. En cambio, el crecimiento de la inversión en acciones y otras participaciones (excluidas las participaciones en fondos de inversión) no registró variaciones.

Gráfico 12 Inversión financiera de los sectores no financieros

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

El detalle por sector no financiero muestra que el descenso observado en la tasa de crecimiento de la inversión financiera total en el segundo trimestre del 2008 también fue generalizado en los distintos sectores (véase gráfico 12). La tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera de las sociedades no financieras disminuyó de manera acusada, hasta el 4,1%, y explica la mayor parte de la reducción de la tasa de crecimiento de la inversión financiera total. La tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera de los hogares también volvió a experimentar una caída, hasta el 3%, el nivel más bajo desde el comienzo de la tercera fase de la UEM (para información más detallada sobre la evolución de la inversión financiera por parte del sector privado, véanse las secciones 2.6 y 2.7). La tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera de las Administraciones Públicas se tornó ligeramente negativa.

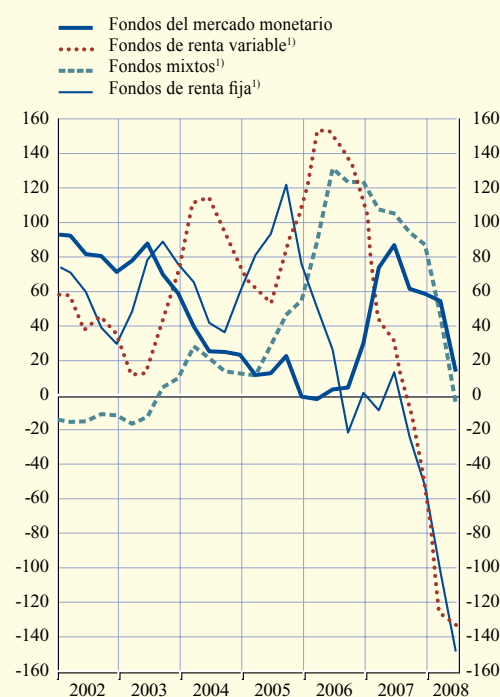
INVERSORES INSTITUCIONALES

El valor de los activos totales de los fondos de inversión de la zona del euro (excluidos los fondos del mercado monetario) experimentó un acusado descenso, el 16,3% en términos interanuales, en el segundo trimestre del 2008. Por tanto, este descenso fue bastante más pronunciado que el observado en el trimestre anterior. Si esta evolución se considera en perspectiva, la reducción registrada en el primer semestre del 2008 fue de magnitud similar a la del período 2001-2003. La disminución interanual del valor total de los activos de los fondos de inversión del citado trimestre tuvo su origen, fundamentalmente, en la reducción del valor de las acciones y participaciones en fondos de inversión, aunque también, si bien en menor medida, en el descenso del valor de las tenencias de valores distintos de acciones y de las participaciones en fondos de inversión. Aunque los datos sobre transacciones indican que la caída interanual del valor total de los activos de los fondos de inversión en el segundo trimestre del 2008 puede atribuirse principalmente a efectos de valoración de las acciones, en términos interanuales, también indican salidas netas de los fondos de inversión.

Los datos proporcionados por EFAMA² sobre ventas netas de diversos tipos de fondos de inversión indican que en el segundo trimestre del 2008 se produjeron considerables salidas netas, en términos interanuales, de los fondos de renta variable y de renta fija. Las salidas de los fondos de renta variable prácticamente no se modificaron con respecto al primer trimestre, mientras que las registradas en los fondos de renta fija aumentaron considerablemente en relación con el trimestre precedente (véase gráfico 13). En los fondos mixtos sólo se observaron salidas insignificantes en el segundo trimestre, pero en estos fondos todavía se habían estado registrando entradas significativas en el primero. Los fondos del mercado mone-

Gráfico 13 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.

² 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 del 2004.

tario continuaron registrando entradas, aunque sustancialmente inferiores a las de trimestres anteriores. En general, la evolución reciente indica que la corrección de las entradas relativamente elevadas observada en los fondos de inversión en los años 2005 y 2006 ha continuado en el 2008.

La tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera total de las empresas de seguros y los fondos de pensiones de la zona del euro se redujo hasta el 4,4% en el segundo trimestre del 2008, desde el 4,9% del trimestre anterior, continuando la tendencia a la baja observada desde el primer trimestre del 2007 (véase gráfico 14). La moderación de esta tasa en el segundo trimestre fue generalizada en los distintos instrumentos de inversión, pero principalmente estuvo impulsada por la menor contribución de la inversión en participaciones en fondos de inversión y en efectivo y depósitos (incluidos en «otras» inversiones financieras). En consecuencia, en general, las salidas observadas recientemente en los fondos de inversión reflejan la aprensión existente no sólo en el sector no financiero, sino también entre inversores institucionales como las empresas de seguros y los fondos de pensiones.

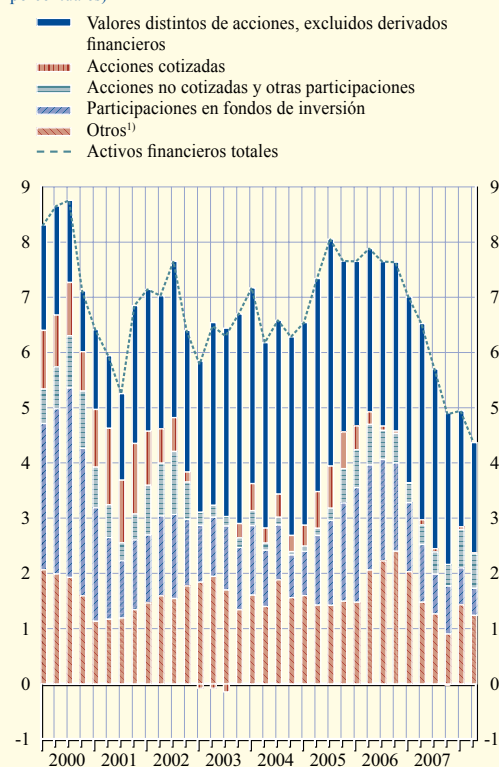
2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

Dada la considerable intensificación de las tensiones financieras observada en el trimestre pasado, los tipos de interés del mercado monetario sin garantías han mostrado un comportamiento relativamente volátil. Estos tipos experimentaron un aumento sustancial entre mediados de septiembre y mediados de octubre, ya que las primas de crédito y de liquidez —y, por consiguiente, el diferencial entre los tipos con garantías y los tipos sin garantías— aumentaron notablemente, antes de descender acusadamente en un contexto de expectativas de bajada de los tipos de interés oficiales del BCE y de importantes medidas por parte de los Gobiernos para respaldar la solvencia de las entidades de crédito. En términos generales, la curva de rendimientos del mercado monetario obtenida a partir de los tipos de interés sin garantías se ha aplanado desde septiembre, y el diferencial entre los tipos de interés del mercado monetario sin garantías a doce meses y a un mes se redujo hasta 44 puntos básicos el 3 de diciembre, niveles considerablemente inferiores a los registrados a principios de septiembre.

Los tipos de interés del mercado monetario sin garantías han mostrado un comportamiento relativamente volátil desde principios de septiembre del 2008. Estos tipos aumentaron considerablemente tras la quiebra de Lehman Brothers a mediados de ese mes, cuando las tensiones en los mercados se intensificaron notablemente y las primas de riesgo de crédito se incrementaron hasta alcanzar niveles superiores a los observados anteriormente en el actual período de turbulencias financieras. Posteriormente, los tipos de interés sin garantías cayeron sustancialmente y se situaron en niveles inferiores a los observados a principios de

Gráfico 14 Inversión financiera de las empresas de seguros y los fondos de pensiones

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)

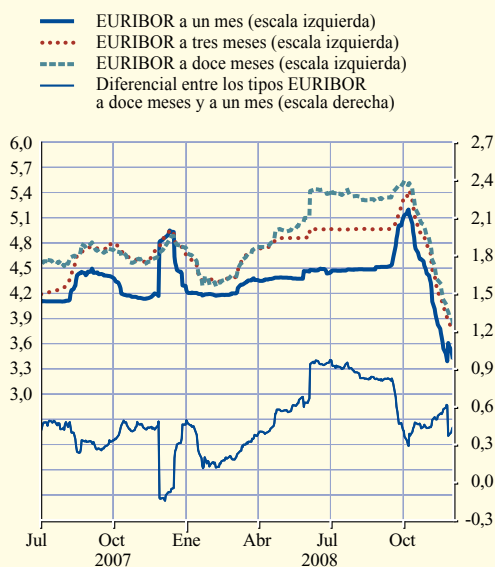


Fuente: BCE.

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

Gráfico 15 Tipos de interés del mercado monetario

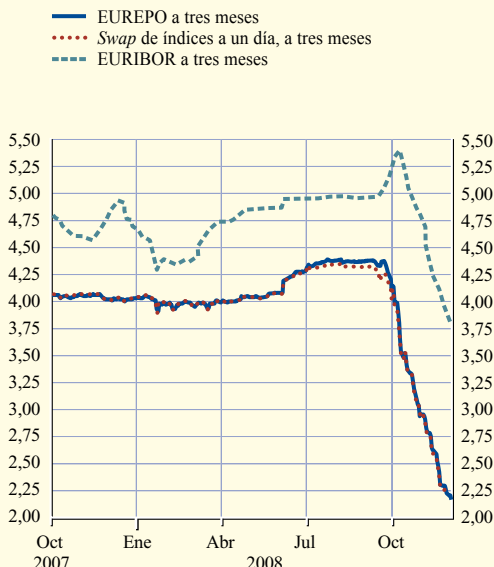
(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

Gráfico 16 EUREPO, EURIBOR y swap de índices a un día, a tres meses

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: BCE, Bloomberg y Reuters.

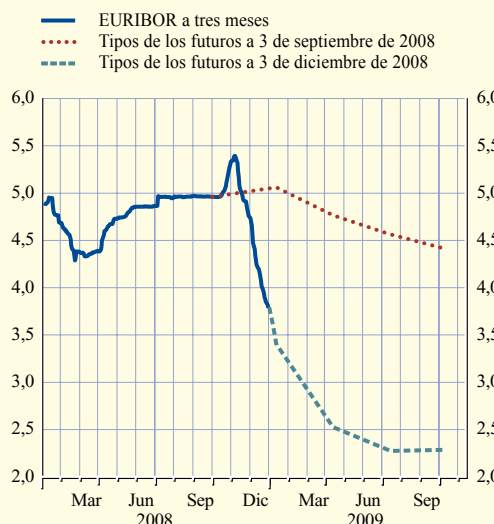
septiembre, como resultado, en gran parte, de las expectativas de los mercados de recortes de los tipos de interés oficiales del BCE en los próximos meses. El 3 de diciembre, los tipos EURIBOR a un mes, a tres meses, a seis meses y a doce meses se situaron en el 3,47%, el 3,79%, el 3,83% y el 3,90%, respectivamente, esto es 110, 122, 138 y 147 puntos básicos por debajo de los niveles observados el 3 de septiembre (véase gráfico 15).

El diferencial entre el EURIBOR a doce meses y a un mes era de 44 puntos básicos el 3 de diciembre, en comparación con 81 puntos básicos a principios de junio (véase gráfico 15). Este aplanamiento de la curva de rendimientos del mercado monetario se produjo principalmente en el período comprendido entre mediados de septiembre y mediados de octubre, y se debió a las subidas de los tipos de interés a más corto plazo, que resultaron más afectados por la intensificación de las tensiones financieras tras la quiebra de Lehman Brothers.

Los diferenciales entre los tipos EURIBOR sin garantías y los tipos con garantías (como los tipos

Gráfico 17 Tipos de interés a tres meses y tipos de interés de los futuros en la zona del euro

(en porcentaje; datos diarios)

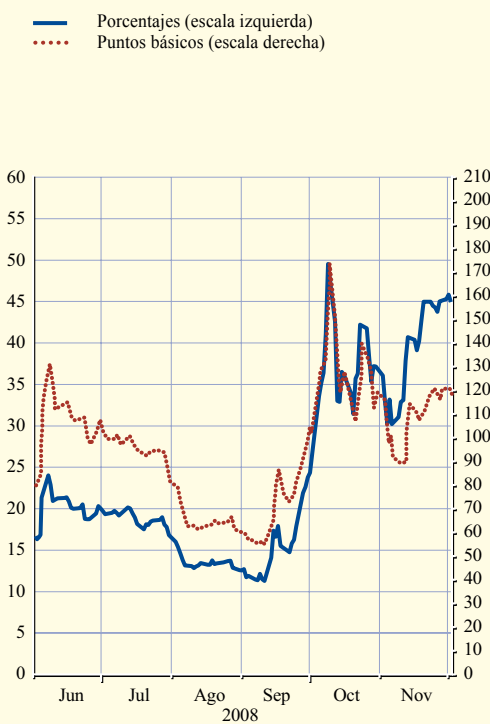


Fuente: Reuters.

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

Gráfico 18 Volatilidad implícita derivada de las opciones sobre futuros del EURIBOR a tres meses con vencimiento en marzo del 2009

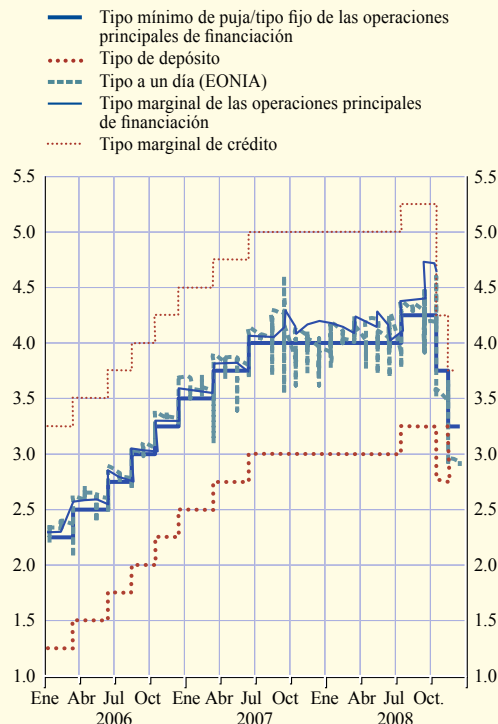
(en porcentaje; en puntos básicos; datos diarios)



Fuentes: Bloomberg, Reuters y cálculos del BCE.
Nota: La medida en puntos básicos se obtiene multiplicando la volatilidad implícita en porcentaje por el tipo de interés correspondiente (véase también el recuadro titulado «Medidas de la volatilidad implícita derivada de las opciones sobre futuros de tipos de interés a corto plazo», en el Boletín Mensual de mayo del 2002).

Gráfico 19 Tipos de interés del BCE y tipo de interés a un día

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

EUREPO o los derivados del índice del EONIA *swap*) han aumentado significativamente desde principios de septiembre. En el caso del EURIBOR a tres meses el diferencial alcanzó un máximo de 186 puntos básicos el 30 de octubre, antes de descender, y el 3 de diciembre se situaba en 158 puntos básicos. Estos niveles son considerablemente superiores a los 59 puntos básicos observados el 3 de septiembre (véase gráfico 16).

El 3 de diciembre, los tipos de interés implícitos en los precios de los futuros del EURIBOR a tres meses con vencimiento en diciembre del 2008 y en marzo y junio del 2009 se situaron en el 3,405%, el 2,545% y el 2,280%, respectivamente, lo que representa una disminución de 165, 222 y 228 puntos básicos, respectivamente, con respecto a los niveles observados el 3 de septiembre de 2008 (véase gráfico 17). La volatilidad implícita obtenida de las opciones sobre futuros del EURIBOR a tres meses aumentó drásticamente durante el período de referencia a medida que aumentó la incertidumbre, y en la segunda quincena de octubre se observaron máximos (véase gráfico 18).

En cuanto a los tipos de interés a muy corto plazo, el EONIA ha disminuido de modo continuado desde que las tensiones se acentuaron a mediados de septiembre. El deslizamiento a la baja del EONIA es reflejo, en gran parte, del hecho de que el Consejo de Gobierno decidiera reducir los tipos de interés oficiales del BCE 50 puntos básicos el 8 de octubre y el 6 de noviembre. También refleja la provisión de abundantes volúmenes

de liquidez en las operaciones del Eurosistema, especialmente después de que las operaciones principales de financiación regulares semanales pasaran a realizarse mediante subastas a tipo de interés fijo con adjudicación plena a partir del 15 de octubre (véase el recuadro 3 para conocer más detalles sobre esta evolución y sobre las operaciones de política monetaria efectuadas por el BCE). En general, el EONIA se redujo hasta situarse en el 2,919% el 3 de diciembre, desde el 4,308% del 3 de septiembre (véase gráfico 19).

Recuadro 3

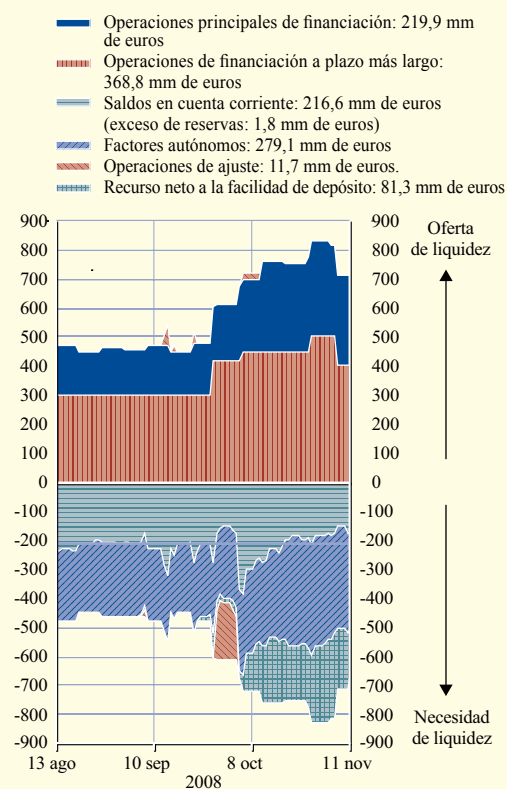
SITUACIÓN DE LIQUIDEZ Y OPERACIONES DE POLÍTICA MONETARIA EN EL PERÍODO COMPRENDIDO ENTRE EL 13 DE AGOSTO Y EL 11 DE NOVIEMBRE DE 2008

En este recuadro se presenta la gestión de la liquidez realizada por el BCE durante los tres períodos de mantenimiento de reservas que finalizaron el 9 de septiembre, el 7 de octubre y el 11 de noviembre de 2008. Tras la quiebra de Lehman Brothers a mediados de septiembre del 2008, las tensiones en los mercados financieros se intensificaron, lo que provocó nuevas alteraciones en el funcionamiento de los mercados monetarios. Por consiguiente, el Eurosistema adoptó medidas adicionales para asegurar que las entidades de crédito solventes siguieran teniendo acceso a la liquidez y, en consecuencia, pudieran continuar con sus actividades.

En la segunda quincena de septiembre, el BCE aumentó la distribución anticipada de liquidez en las operaciones principales de financiación (OPF) adjudicando volúmenes de liquidez aún más elevados por encima de la adjudicación de referencia. El 8 de octubre anunció, sobre la base de una decisión adoptada por el Consejo de Gobierno, que, a partir de esa fecha, las OPF se llevarían a cabo mediante subastas a tipo de interés fijo con adjudicación plena y que la banda determinada por las dos facilidades permanentes (la facilidad marginal de crédito y la facilidad de depósito) se reduciría simétricamente de 200 a 100 puntos básicos. Las dos medidas continuarán aplicándose durante el tiempo que se estime necesario y, como mínimo, hasta el final del primer período de mantenimiento del 2009. Además, el 15 de octubre, el Consejo de Gobierno del BCE decidió efectuar todas las operaciones de financiación a plazo más largo (OFPLM) mediante subastas a tipo de interés fijo con adjudicación plena hasta el final de marzo del 2009. Al mismo tiempo, el Consejo de Gobierno acordó también aumentar la frecuencia de dichas operaciones y realizar

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

(mm de euros; al lado de cada rúbrica se muestran las medias diarias para todo el período)



Fuente: BCE.

mensualmente, hasta el final de marzo de 2009, dos operaciones a tres meses, una operación a seis meses y una operación con plazo idéntico a la duración del período de mantenimiento correspondiente. Esta mejora de la provisión de financiación a más largo plazo se complementó con la decisión —anunciada ese mismo día— de ampliar la lista de activos de garantía admitidos. Asimismo, el BCE amplió su línea *swap* con la Reserva Federal, con el fin de aumentar la provisión de financiación en dólares estadounidenses a las entidades de contrapartida, ofreciendo liquidez con adjudicación plena a diversos plazos de vencimiento tanto en los *swaps* de divisas euro/dólar como en las cesiones temporales.

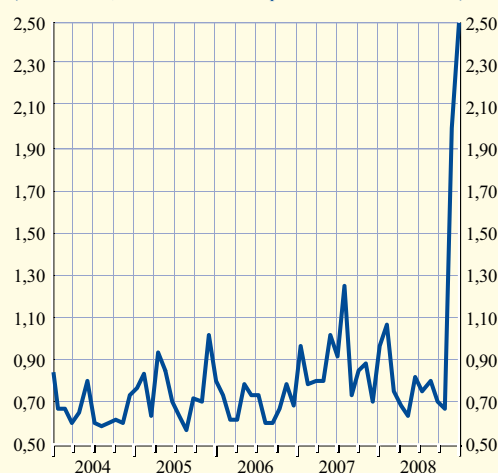
Necesidades de liquidez del sistema bancario

En los tres períodos de mantenimiento analizados, 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 495,7 mm de euros, lo que representa un aumento de 33,8 mm de euros en comparación con los 461,9 mm de euros registrados en los tres períodos anteriores. Esto refleja los incrementos de 29,3 mm de euros en los factores autónomos, de 3,5 mm de euros en las exigencias de reservas y de 1 mm de euros en el exceso de reservas. En promedio, las necesidades diarias de liquidez resultantes de las exigencias de reservas se situaron en 214,8 mm de euros, mientras que las derivadas de los factores autónomos ascendieron a 279,1 mm de euros. Los factores autónomos incluyen también el efecto causado en la liquidez por las operaciones de *swaps* de divisas que actualmente se están llevando a cabo a través de las líneas *swap* establecidas entre el BCE y otros bancos centrales (véase gráfico A). El exceso de reservas diario se situó, en promedio, en 1,8 mm de euros (véase gráfico B).

Como consecuencia de las tensiones registradas en los mercados monetarios y de la disminución de las operaciones interbancarias, la demanda de liquidez para cubrir posiciones netas en el mercado interbancario aumentó a medida que las entidades de crédito trataban de obtener liquidez para cubrir las posiciones brutas en el citado mercado. A la vista del mal funcionamiento del mercado interbancario, el BCE decidió ampliar su papel intermediador aceptando la totalidad de las pujas de las entidades de contrapartida en todas las operaciones de financiación realizadas a partir del 15 de octubre de 2008. Esto provocó un exceso de liquidez y un recurso intenso a las dos facilidades permanentes, especialmente en el último período de mantenimiento analizado. En conjunto, el recurso neto a la facilidad de depósito ascendió, en promedio, a 81,3 mm de euros en los tres períodos examinados, en comparación con un importe insignificante en los tres períodos anteriores (véase gráfico A).

Gráfico B Exceso de reservas

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



Fuente: BCE.

Oferta de liquidez y tipos de interés

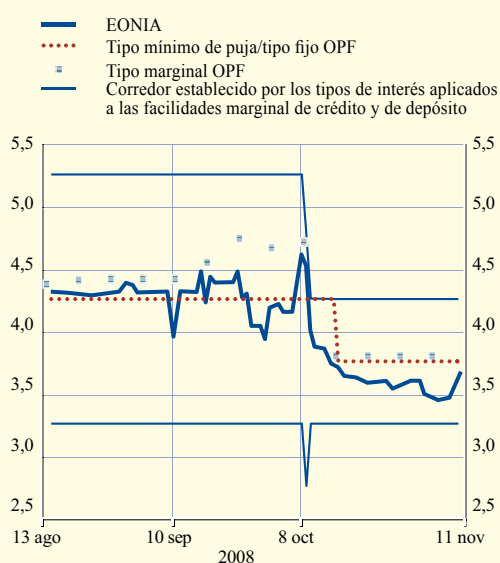
El uso de subastas a tipo de interés fijo con adjudicación plena en todas las operaciones de financiación realizadas a partir del 15 de octubre de 2008 incrementó considerablemente el volumen total de operaciones vivas de mercado abierto denominadas en euros. No obstante, esto no afectó a las proporciones de OFPML y OPF en dicho volumen, que se mantuvieron prácticamente invariables en torno al 60% y al 40%, respectivamente.

El 8 de octubre, el Consejo de Gobierno del BCE decidió, con efecto a partir del 15 de octubre, reducir el tipo de interés oficial (actualmente, el tipo de interés fijo aplicado en las OPF) en 50 puntos básicos, hasta el 3,75%. En consecuencia, los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se redujeron en la misma medida, si bien con efecto inmediato.

En el período de mantenimiento que finalizó el 9 de septiembre (es decir, antes de que se intensificaran las tensiones en los mercados), el EONIA se mantuvo estable en torno al tipo mínimo de puja, pese a registrar la volatilidad habitual en torno al final de mes y a repuntar hacia el final del período (véase gráfico C). En el período de mantenimiento que finalizó el 7 de octubre, el EONIA mostró una volatilidad pronunciada, debido a las fuertes alteraciones en el funcionamiento de los mercados monetarios que comenzaron en torno a las fechas en las que las turbulencias en los mercados se volvieron más intensas. Al principio, el EONIA se elevó por encima del tipo mínimo de puja, antes de caer por debajo de dicho tipo tras la provisión de considerables volúmenes de liquidez adicional por parte del BCE. Sin embargo, la absorción de parte de la liquidez a través de operaciones de ajuste hizo que el EONIA se incrementara por encima del tipo mínimo de puja en los dos últimos días de ese período de mantenimiento. La liquidez fue abundante en el período de mantenimiento que finalizó el 11 de noviembre, como consecuencia de la mayor demanda de liquidez de las entidades de crédito y de la política de adjudicación plena del BCE. No obstante, en este período, el exceso de liquidez se reabsorbió principalmente a través del recurso de las entidades a la facilidad de depósito, cuyo tipo de interés era sólo 50 puntos básicos inferior al tipo de interés oficial (en lugar de los anteriores 100 puntos básicos). En consecuencia, el EONIA se situó en niveles ligeramente por debajo del tipo de interés de las operaciones principales de financiación.

Gráfico C El EONIA y los tipos de interés del BCE

(tipos de interés diarios, en porcentaje)



Fuente: BCE.

2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

En los tres últimos meses, los mercados de renta fija han mostrado una elevada volatilidad, ante las renovadas turbulencias de los mercados financieros y la creciente inquietud respecto a las perspectivas económicas mundiales. En general, en el periodo comprendido entre finales de agosto y comienzos de diciembre, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo descendió en la zona del euro y en Estados Unidos, mientras que se mantuvo prácticamente estable en Japón. La volatilidad implícita de los mercados de renta fija aumentó notablemente en los principales mercados. Las expectativas de los participantes en el mercado sobre la inflación a medio y largo plazo de la zona del euro (y las correspondientes primas de riesgo), medidas por las tasas de inflación implícitas, disminuyeron de forma acusada, como resultado de la caída de los precios del petróleo y del deterioro de las perspectivas económicas mundiales. Sin embargo, las perturbaciones observadas en los mercados de swaps y de bonos indicados con la inflación han dificultado la interpretación de las medidas de las expectativas de inflación basadas en el mercado. Por último, los diferenciales de renta fija privada de la zona del euro se ampliaron considerablemente, ante el recrudecimiento de las tensiones en los mercados financieros.

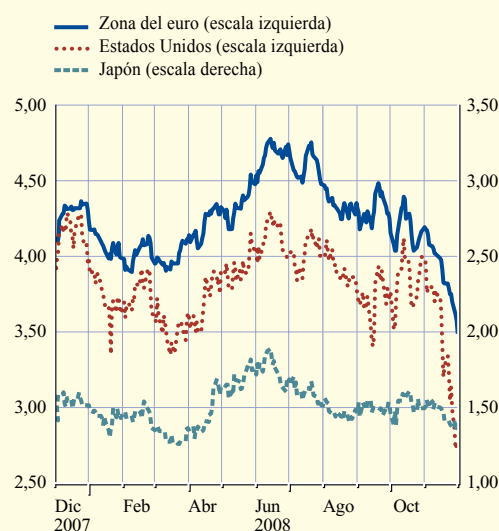
El rendimiento de la deuda pública a diez años disminuyó en torno a 83 puntos básicos en la zona del euro y alrededor de 111 puntos básicos en Estados Unidos entre finales de agosto y el 3 de diciembre, fecha en que se situó en el 3,5% y el 2,7%, respectivamente (véase gráfico 20). En consecuencia, el diferencial entre el rendimiento nominal de la deuda pública a diez años en Estados Unidos y en la zona del euro se amplió en unos 30 puntos básicos, hasta situarse en -75 puntos básicos al final del período analizado. En Japón, el rendimiento de la deuda pública a diez años experimentó escasas variaciones, situándose en el 1,4% el 3 de diciembre.

La incertidumbre de los participantes en el mercado respecto a la evolución a corto plazo del rendimiento de la deuda pública, medida por la volatilidad implícita de los mercados de renta fija, aumentó de forma significativa en los principales mercados, ante la intensificación de las tensiones registradas en los mercados financieros mundiales. En la zona del euro y en Estados Unidos, la volatilidad implícita de los mercados de renta fija alcanzó cotas superiores a los máximos observados a comienzos de los años 2000.

Desde finales de agosto, como consecuencia del nerviosismo y de la incertidumbre que se han apoderado de los mercados financieros mundiales, el rendimiento de la deuda pública ha mostrado una elevada volatilidad en la zona del euro y en Estados Unidos. En septiembre, se observó una volatilidad particularmente pronunciada en Estados Unidos, ante los graves problemas que presentaron varios importantes participantes en el sistema financiero y la toma de conciencia de que la estabilización del sistema requería un in-

Gráfico 20 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.

gente respaldo estatal. En particular, tras la quiebra de Lehman Brothers a mediados de septiembre, creció la incertidumbre en los mercados de renta fija estadounidenses. A finales de septiembre, quedó cada vez más claro que la inestabilidad de los mercados se había extendido a Europa y a otros países desarrollados, y la volatilidad de los mercados de renta fija aumentó también en la zona del euro. En este contexto, los períodos de desplazamientos de fondos hacia activos más seguros y más líquidos que se han venido observando pueden haber acentuado la volatilidad de los mercados de renta fija, con ascensos de los precios y descensos de los rendimientos. Aunque las medidas estatales de respaldo adoptadas en octubre consiguieron estabilizar ligeramente el sistema financiero, los datos macroeconómicos publicados apuntaron a una marcada desaceleración del crecimiento económico mundial. En particular, el rendimiento de la deuda pública estadounidense disminuyó de forma acusada en noviembre, ante el fuerte deterioro de las perspectivas macroeconómica y tras declarar el National Bureau of Economic Research que la economía de Estados Unidos había estado en recesión desde diciembre del 2007. A finales de noviembre, los Gobiernos de Estados Unidos y de Europa anunciaron medidas encaminadas a restaurar la confianza de los consumidores, sostener la actividad económica y garantizar la disponibilidad de crédito para los hogares y las empresas. Las medidas anunciadas fueron inicialmente bien recibidas por los mercados, aunque persistió la incertidumbre, ya que la valoración de la puesta en práctica y del impacto económico de los planes está siendo sometida a una revisión constante. Además, los riesgos fiscales que podrían plantear estas intervenciones estatales han elevado los riesgos de crédito del sector público, lo que ha provocado un menor descenso de los tipos de interés de lo que cabría esperar (véase también el recuadro 4).

El rendimiento de los bonos a largo plazo indicados con la inflación de la zona del euro aumentó en los tres últimos meses, pese al deterioro del estado de la economía real. Esta evolución fue particularmente pronunciada en septiembre y octubre, período en el que la reducida liquidez y factores técnicos del mercado de bonos indicados con la inflación tuvieron como resultado una elevación del rendimiento real (véase gráfico 21). En noviembre, ante los temores respecto a las perspectivas macroeconómicas, que se adueñaron de los mercados financieros, el rendimiento real descendió, invirtiendo la tendencia al alza experimentada en los dos meses anteriores.

En los tres últimos meses, el efecto neto de la disminución del rendimiento nominal y del aumento del rendimiento real de los bonos ha sido un fuerte descenso de las tasas de inflación implícitas. Las tasas de inflación implícitas *forward* de la zona del euro (que son normalmente un indicador muy fiable de las expectativas de los participantes en el mercado sobre la inflación a largo plazo y las correspondientes primas de riesgo) disminuyeron en unos 56 puntos básicos entre finales de agosto y el 3 de diciembre. Al final del período de referencia, la tasa de inflación implícita *forward* a cinco años, dentro de

Gráfico 21 Rendimiento real de los bonos

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



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

Gráfico 22 Tasas de inflación implícitas de cupón cero

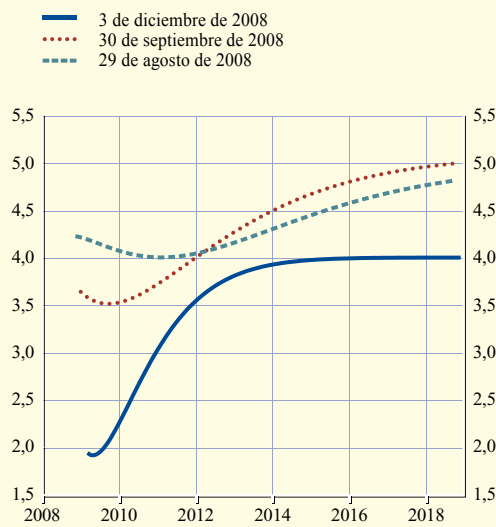
(en porcentaje; medias móviles de cinco días de datos diarios; datos desestacionalizados)



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

Gráfico 23 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.

cinco años, se situó en el 1,8% (véase gráfico 22). El descenso de las tasas de inflación implícitas fue incluso más pronunciado para los tipos *spot*. En el período considerado, las tasas de inflación implícitas *spot* a cinco y a diez años descendieron en 157 y 107 puntos básicos, respectivamente. La caída de los precios del petróleo y la inquietud respecto a las perspectivas para la economía real contribuyeron a rebajar las expectativas de inflación. Sin embargo, la evolución de las tasas de inflación implícitas refleja también, en parte, los factores técnicos que son origen de perturbaciones en los mercados de bonos indicados con la inflación.

Entre finales de agosto y el 3 de diciembre, la curva de tipos *forward* implícitos a un día de la deuda pública de la zona del euro experimentó un desplazamiento general a la baja, que fue más pronunciado en horizontes de corto a medio plazo (véase gráfico 23). Este desplazamiento puede estar relacionado con la anticipación de una desaceleración de la actividad económica y, de forma más general, de cambios en las expectativas de los inversores acerca de la evolución a corto y medio plazo de los tipos de interés a corto plazo.

Tras la quiebra de Lehman Brothers a mediados de septiembre, los diferenciales de renta fija privada de la zona del euro se ampliaron considerablemente, en línea con la revisión de la valoración del riesgo de crédito observada a escala mundial. Durante el resto del período examinado, la ampliación de los diferenciales continuó para los bonos con calificación crediticia más baja, mientras que se estabilizó para los bonos con calificación AAA y AA. Entre finales de agosto y el 3 de diciembre, los diferenciales de

renta fija privada BBB y de alta rentabilidad se ampliaron en torno a 334 y 1.362 puntos básicos, respectivamente. Si se distingue entre los sectores financiero y no financiero, los diferenciales de renta fija privada BBB se ampliaron durante el período analizado en unos 850 y 280 puntos básicos, respectivamente. Esta evolución es reflejo de la incertidumbre del mercado respecto a la situación del sector financiero y al creciente impacto de las turbulencias financieras sobre las perspectivas macroeconómicas. Para la renta fija privada con calificación crediticia más alta, la estabilización de la ampliación de los diferenciales se produjo tras la presentación de varios planes estatales de rescate durante el período considerado.

Recuadro 4

CÁLCULO DE LOS SUPUESTOS RELATIVOS A LOS TIPOS DE INTERÉS A LARGO PLAZO A PARTIR DE LA CURVA DE RENDIMIENTOS DE LA ZONA DEL EURO

Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema¹ se basan en un conjunto de supuestos técnicos sobre el valor futuro de distintas variables, entre las que se incluyen los tipos de interés a largo plazo de la zona del euro, definidos como el rendimiento de la deuda pública a diez años. En este recuadro se describe el cálculo de los supuestos técnicos relativos a dichos tipos de interés a largo plazo en el contexto de las proyecciones del Eurosistema.

Desde junio del 2008, en las proyecciones macroeconómicas el cálculo de los supuestos relativos a los tipos de interés a largo plazo se ha venido basando en las estadísticas sobre la curva de rendimientos de la deuda pública de la zona del euro, que el BCE publica diariamente en su dirección en Internet². Anteriormente, la trayectoria supuesta para el rendimiento de la deuda pública a diez años se calculaba indirectamente sobre la base de la estructura temporal estimada de los tipos de interés de los *swaps*, corregida por las observaciones más recientes sobre el diferencial entre los tipos de interés de los *swaps* y de la deuda pública a diez años de la zona del euro. Desde que se vienen publicando las estadísticas sobre la curva de rendimientos de la deuda pública de la zona del euro, han mejorado notablemente la calidad y la disponibilidad de estos datos, lo que, a su vez, ha permitido lograr una mayor consistencia en la metodología para el cálculo de los supuestos técnicos relativos a los tipos de interés a largo plazo.

En las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema se parte del supuesto de que el rendimiento de la deuda pública a diez años evoluciona en concordancia con las expectativas del mercado. A su vez, estas expectativas se equiparan a los rendimientos *forward* de hipotéticos bonos a la par a diez años, para mediados de cada trimestre natural futuro del horizonte temporal de las proyecciones (que es, como máximo, de tres años), implícitos en la estructura temporal de los tipos de interés existente en la fecha general de cierre de todos los supuestos técnicos³. Para el primer trimestre del horizonte temporal de las predicciones (trimestre actual) se toma como supuesto la media ponderada por el tiempo de los rendimientos medios de la deuda pública a diez años de la zona del

1 Para más detalles sobre las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema, véase la sección 6 del presente Boletín Mensual.

2 Para más información sobre los datos de la curva de rendimientos de la deuda pública de la zona del euro, véase el artículo titulado «Las nuevas curvas de rendimientos de la zona del euro», en el Boletín Mensual de febrero del 2008. Pueden obtenerse los datos más recientes, así como información de referencia, en <http://www.ecb.europa.eu/stats/money/yc/html/index.en.html>.

3 Al equiparar las expectativas del mercado respecto a los tipos de interés a largo plazo con los correspondientes tipos *forward* se obvia el posible impacto de las primas por plazo de vencimiento.

euro observados durante ese trimestre hasta la fecha de cierre y el rendimiento *forward* previsto para un bono a la par al final del trimestre, de acuerdo con la estructura temporal de la curva de rendimientos de la zona del euro en la fecha de cierre.

Las proyecciones de los tipos de interés a largo plazo para los distintos países de la zona del euro se obtienen sumando o restando los diferenciales imperantes respecto del rendimiento medio de la zona. Estos diferenciales, que se suponen constantes a lo largo del horizonte temporal de las predicciones, se calculan como la media para cada país de los diferenciales medios observados durante las dos semanas anteriores a la fecha de cierre.

Tal y como se indicaba más arriba, para los supuestos relativos a los tipos de interés a largo plazo se utilizan los rendimientos *forward* de bonos a la par. La nueva curva de rendimientos de la zona del euro elaborada por el BCE permite calcular el rendimiento de los bonos a la par, que muestra una estrecha relación conceptual con el rendimiento al vencimiento. El rendimiento de los bonos a la par se define como el rendimiento al vencimiento de un hipotético bono emitido o negociado a la par (es decir, el valor actual del bono es igual al valor de amortización). Para una determinada estructura temporal de los tipos de interés, siempre se puede convertir el valor de un hipotético bono a la par, ajustando el cupón convenientemente.

La ventaja de utilizar los rendimientos de bonos a la par reside en la determinación endógena de los cupones. En lugar de utilizar un cupón arbitrario de un determinado bono de referencia y suponer que este permanece constante a lo largo de todo el horizonte temporal de las proyecciones, con los rendimientos *forward* de los bonos a la par se supone implícitamente una trayectoria de los cupones consistente con la curva de rendimientos. Por otro lado, el cálculo de los rendimientos *forward* de los bonos a la par es relativamente sencillo, transparente y se puede replicar fácilmente. Los rendimientos de los bonos a la par se calculan a partir de la curva de rendimientos elaborada por el BCE con toda la deuda pública de los Gobiernos centrales que tenga una calificación crediticia comprendida entre A- y AAA (frente a la que se elabora sólo con bonos AAA), ya que estos son cuantitativa y conceptualmente más próximos a las series históricas de rendimientos medios a diez años⁴.

A partir de la nueva curva de rendimientos del BCE se puede calcular directamente la trayectoria de los rendimientos *forward* de los bonos a la par de la manera siguiente:

$$R_t(h) = \frac{D_t(h) - D_t(h+10)}{\sum_{m=1}^{10} D_t(h+m)}$$

donde h es igual a la diferencia entre mediados del trimestre natural para el que hay que calcular el rendimiento *forward* de los bonos a la par y la fecha de cierre de la proyección, expresada en años.

4 La serie histórica sobre el rendimiento de la deuda pública a diez años de la zona del euro en su conjunto se calcula sobre la base de los rendimientos armonizados de las deudas públicas nacionales ponderados por el PIB (hasta diciembre de 1998) y por los saldos vivos nominales de deuda pública en la banda de vencimientos a diez años (a partir de enero de 1999). La diferencia media entre esta serie y el rendimiento de los bonos a la par a diez años obtenido de la curva de rendimientos de todos los bonos de la zona del euro es sólo de 4 puntos básicos para la muestra completa de datos diarios disponibles (a partir del 1 de enero de 2007) y de 3 puntos básicos el 14 de noviembre de 2008 (fecha de cierre de las proyecciones macroeconómicas de diciembre del 2008 elaboradas por los expertos del Eurosistema).

D_t es el factor de descuento, que se calcula a partir del rendimiento de los bonos cupón cero derivado de los parámetros estimados de la curva de rendimientos⁵.

El gráfico muestra los supuestos relativos a los tipos de interés a largo plazo utilizados en las proyecciones macroeconómicas de diciembre del 2008 de los expertos del Eurosistema, que se describen en la sección 6 del presente Boletín Mensual.

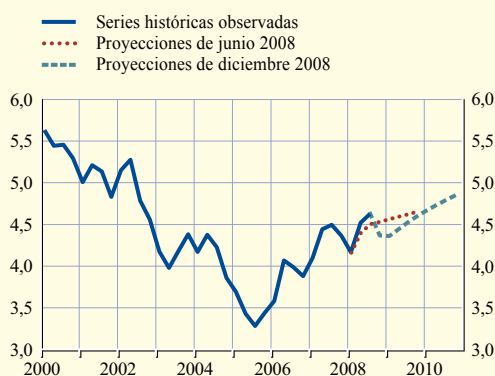
Conforme a los datos correspondientes al 14 de noviembre de 2008 (fecha de cierre de las proyecciones macroeconómicas de diciembre del mismo año de los expertos del Eurosistema) se supone que los tipos de interés a largo plazo aumentan ligeramente, desde el 4,2% en la fecha de cierre, hasta una media del 4,5% en el 2009 y del 4,7% en el 2010. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de junio del 2008

de los expertos del Eurosistema, para el 2009 los supuestos relativos a los tipos de interés a largo plazo se han revisado a la baja en un promedio de 15 puntos básicos. Estas revisiones han sido relativamente pequeñas, pese a las fuertes revisiones a la baja de las expectativas de los participantes en el mercado respecto al crecimiento y a la inflación en el corto y medio plazo, ocurridas entre junio y diciembre del 2008. Estas revisiones parecen reflejar, en cierta medida, el aumento del componente de riesgo de crédito incorporado en los rendimientos de la deuda pública a largo plazo de los países de la zona del euro, en el contexto de los posibles riesgos fiscales derivados de las intervenciones estatales destinadas a hacer frente al recrudecimiento de la crisis financiera⁶.

Se puede concluir que la utilización de los rendimientos *forward* de los bonos a la par obtenidos de la curva de rendimientos del BCE constituye un método uniforme y transparente de calcular los supuestos relativos a los tipos de interés a largo plazo en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema.

Supuestos relativos a los tipos de interés a largo plazo utilizados en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema

(porcentaje anual; datos trimestrales)



Fuentes: EuroMTS, Reuters y BCE.

Nota: Las series históricas observadas hasta la fecha de cierre representan la media ponderada de los rendimientos al vencimiento armonizados de las deudas públicas nacionales de la zona del euro con vencimientos de en torno a diez años. Las ponderaciones corresponden al saldo vivo nominal de deuda pública en la respectiva banda de vencimientos.

5 El rendimiento de un bono de cupón cero para un determinado plazo de vencimiento m se calcula de la forma siguiente:

$$y(m) = \beta_0 + \beta_1 \left(\frac{1 - \exp\left(-\frac{m}{\tau_1}\right)}{\frac{m}{\tau_1}} \right) + \beta_2 \left(\frac{1 - \exp\left(-\frac{m}{\tau_1}\right) - \exp\left(-\frac{m}{\tau_2}\right)}{\frac{m}{\tau_1}} \right) + \beta_3 \left(\frac{1 - \exp\left(-\frac{m}{\tau_2}\right) - \exp\left(-\frac{m}{\tau_3}\right)}{\frac{m}{\tau_2}} \right)$$

donde $\beta_0, \beta_1, \beta_2, \beta_3, \tau_1, \tau_2$ son los parámetros estimados de la curva de rendimientos de la zona del euro. La tasa de descuento viene dada por:

$$D_t(m) = \exp\left(\frac{-y(m)m}{100}\right)$$

6 Véase el recuadro titulado «Ampliación reciente de los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana de la zona del euro», en el Boletín Mensual de noviembre del 2008.

2.5 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

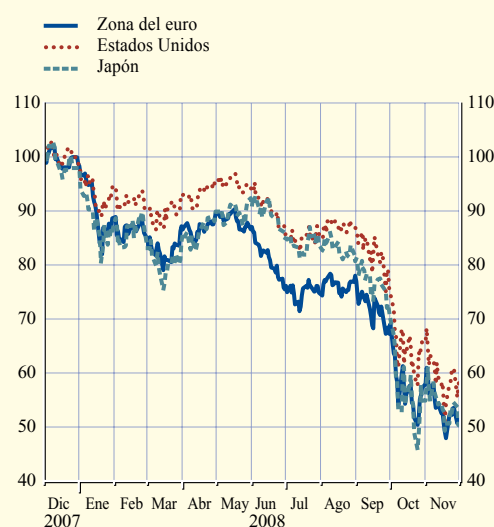
En los tres últimos meses, los índices bursátiles amplios han bajado de forma significativa en todo el mundo. Los precios de las acciones cayeron un 32% en la zona del euro y en Estados Unidos, y un 39%, en Japón. Esta evolución refleja, en gran medida, la creciente inquietud de los mercados respecto a la solvencia del sector bancario y a la estabilidad del sistema financiero. La preocupación por las repercusiones de la crisis actual sobre la economía real pesó también en la valoración de las acciones. En este contexto, la incertidumbre de los mercados de renta variable, medida por la volatilidad implícita, alcanzó niveles que no se observaban desde el desplome bursátil de 1987.

Entre finales de agosto y el 3 de diciembre se aceleró la tendencia a la baja que los mercados de valores venían mostrando desde mediados del 2007, y se alcanzaron nuevos mínimos históricos. Durante el citado periodo, ante el recrudecimiento de las turbulencias financieras, las cotizaciones bursátiles de la zona del euro y de Estados Unidos, medidas por los índices Dow Jones EURO STOXX y Standard and Poor's, respectivamente, bajaron un 32%, y las de Japón, medidas por el índice Nikkei 225, cayeron un 39% (véase gráfico 24).

En el período considerado, los mercados de renta variable se caracterizaron por un alto grado de volatilidad, medida por la volatilidad implícita obtenida de las opciones sobre acciones y por las fluctuaciones diarias de las cotizaciones (véase gráfico 25). La volatilidad de las acciones, que ya era elevada, creció

Gráfico 24 Índices bursátiles

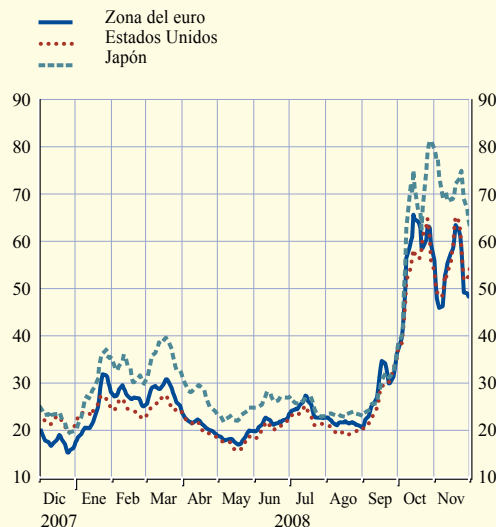
(índice: 3 de diciembre de 2007 = 100; datos diarios)



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

Gráfico 25 Volatilidad implícita de los mercados de renta variable

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



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

hasta alcanzar en octubre niveles que no se observaban desde el derrumbe bursátil de 1987. En este contexto, las primas de riesgo de las acciones parecen haber aumentado en los principales mercados, contribuyendo a rebajar los precios de las acciones. Aunque la volatilidad implícita de los mercados de renta variable se moderó ligeramente a comienzos de noviembre, volvió a elevarse al final del período examinado.

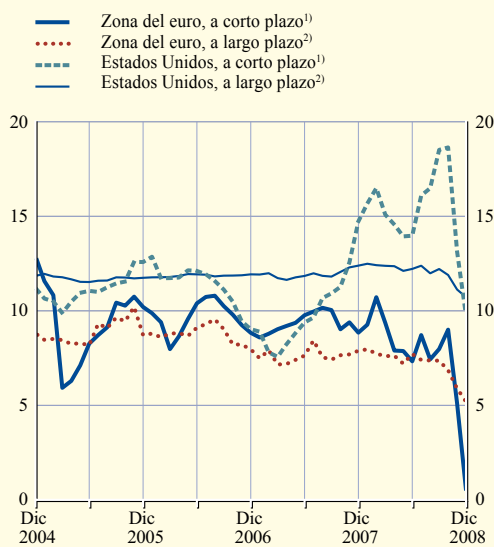
Aunque los mercados de renta variable venían mostrando una tendencia a la baja desde hacía tiempo, esta tendencia se aceleró a finales de septiembre y principios de octubre. La incertidumbre respecto a la estabilidad del sistema financiero creció, tras la nacionalización de las empresas patrocinadas por el Gobierno, Fannie Mae y Freddie Mac, y la quiebra de Lehman Brothers, y como consecuencia de la preocupación acerca de la viabilidad de AIG y de otras instituciones financieras. El Gobierno anunció planes de estabilización del sistema financiero, pero la incertidumbre respecto a su aprobación y aplicación acentuó la tendencia a la baja de los mercados. En octubre y noviembre se agudizaron los temores de los participantes en el mercado respecto al impacto negativo de las turbulencias financieras sobre la confianza de los consumidores y de las empresas y sobre la economía real. Aunque los Gobiernos y los bancos centrales adoptaron medidas destinadas a sostener el sistema financiero y la economía en general, la incertidumbre siguió reinando en unos mercados de renta variable dominados por una percepción negativa de la evolución futura.

La tendencia negativa registrada en los tres últimos meses en los mercados de renta variable fue también consecuencia de la evolución de los beneficios. Durante los tres meses considerados, los beneficios efectivos, en términos de beneficios por acción de las empresas incluidas en el índice Dow Jones EURO STOXX, experimentaron un crecimiento interanual negativo, que alcanzó el -10% en noviembre. Las expectativas de beneficios se han revisado gradualmente a la baja. Los beneficios esperados de las empresas incluidas en el índice Dow Jones EURO STOXX se situaron, en promedio, un 8% por debajo de las expectativas para el segundo trimestre, mientras que los beneficios efectivos se han venido manteniendo, hasta el momento, sólo ligeramente por debajo de las expectativas para el tercer trimestre. La tasa de crecimiento de los beneficios por acción prevista para los próximos doce meses cayó desde el 8% de finales de agosto al 3% de finales de noviembre, mientras que la tasa de crecimiento prevista a más largo plazo descendió desde el 7% hasta el 5% durante el mismo período (véase gráfico 26).

En la zona del euro y en Estados Unidos, las mayores pérdidas se registraron en el sector financiero, aunque el sector no financiero también se vio muy afectado. En conjunto, entre finales de agosto y el 3 de diciembre, las cotizaciones del sector financiero de Estados Unidos y de la zona del euro retrocedieron en torno a un 39% y un 44%, respectivamente, mientras que las del sector no financiero perdieron

Gráfico 26 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).

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

(variación de los precios en porcentaje de los precios a fin de período)

	Materias primas	Servicios de consumo	Bienes de consumo	Petróleo y gas	Financiero	Sanidad	Industrial	Tecnología	Tele-comunicaciones	Agua, gas, electric.	EURO STOXX
Participación del sector en la capitalización bursátil (datos a fin de período)	7,1	7,0	12,0	8,3	24,2	4,2	11,1	4,8	10,0	11,4	100,0
Variación de los precios (datos a fin de período)											
2007 III	0,1	-5,0	-0,8	-4,1	-7,5	-2,7	-10,4	7,7	9,1	2,1	-3,4
2007 IV	-1,2	-3,3	-1,6	-1,8	-4,9	2,1	0,1	-7,8	7,1	8,5	-1,2
2008 I	-9,1	-16,2	-13,7	-15,2	-16,6	-17,9	-18,1	-22,2	-20,8	-16,5	-16,4
2008 II	7,9	-13,9	-14,7	12,7	-14,8	-0,2	-7,0	-10,7	-5,8	0,6	-7,3
2008 III	-25,0	-5,9	0,1	-22,9	-11,1	-6,3	-17,4	-9,9	-1,3	-14,6	-12,1
Octubre	-22,2	-8,1	-5,0	-8,9	-26,3	-1,1	-21,6	-14,5	-5,6	-12,3	-15,9
Noviembre	-5,4	-1,0	-15,0	-4,4	-10,9	-9,6	0,6	-8,4	4,2	-4,4	-6,4
29 de ago. - 3 de dic.	-43,7	-18,8	-22,4	-30,2	-43,9	-16,4	-35,5	-38,3	-3,9	-28,6	-32,2

Fuentes: Thomson Financial Datastream y cálculos del BCE.

alrededor de un 32% en Estados Unidos y un 29% en la zona del euro. En el sector no financiero, las acciones de las materias primas, la industria y la tecnología bajaron más de un 35% en la zona del euro, reflejo del impacto de la caída de los precios de las materias primas y de la desaceleración económica mundial sobre los mercados de renta variable (véase cuadro 3).

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

El coste real de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro aumentó de nuevo en el tercer trimestre del 2008. La mayor parte de este incremento se justifica por el aumento de los costes de financiación mediante valores de renta fija y de renta variable asociado a las actuales tensiones en los mercados financieros. Durante el período de referencia, el crecimiento de la financiación externa siguió moderándose, impulsado por la ralentización del crecimiento de los préstamos concedidos por las IFM a las sociedades no financieras, que no obstante se mantuvo en niveles elevados. Los ratios de apalancamiento de las sociedades no financieras continuaron mostrando la tendencia al alza observada en los trimestres anteriores.

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 distintas fuentes de financiación a partir de sus saldos vivos, corregidos de efectos de valoración³— aumentó 33 puntos básicos en el tercer trimestre del 2008 (véase gráfico 27). La creciente preocupación sobre el crecimiento económico de la zona, unido a la incertidumbre reinante entre los inversores acerca de la posibilidad de que se produzcan nuevas pérdidas en el sector bancario, se tradujeron en un incremento de los rendimientos de los valores de renta fija privada y de la prima exigida por los inversores para invertir en valores de renta variable de la zona del euro. En el tercer trimestre, el coste real de la financiación mediante valores de renta fija aumentó moderadamente, unos 10 puntos básicos, mientras que el coste de la financiación mediante valores de renta variable experimentó

3 Para una descripción detallada de cómo se mide el coste real de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro, véase el recuadro 4 del Boletín Mensual de marzo del 2005.

un acusado incremento, de aproximadamente 70 puntos básicos. En octubre, el coste real de la financiación mediante ambos tipos de valores registró un ascenso de 120 y 90 puntos básicos, respectivamente. El coste de la financiación bancaria para las empresas de la zona del euro se elevó ligeramente en términos reales durante el tercer trimestre, como pone de manifiesto la subida de 7 puntos básicos de los tipos de interés reales aplicados por las IFM a los préstamos a más corto plazo y de 10 puntos básicos en los correspondientes a los préstamos a más largo plazo. Desde una perspectiva a más largo plazo, el ascenso del coste real total de la financiación para las sociedades no financieras de la zona del euro desde el estallido de las turbulencias financieras en julio del 2007 asciende a algo más de 70 puntos básicos. Las mayores perspectivas inflacionistas observadas hasta septiembre del 2008 moderaron el aumento general del coste real de la financiación.

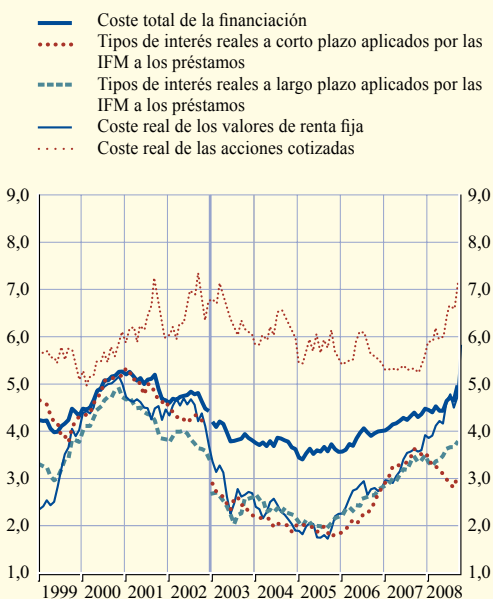
En cuanto a los tipos de interés nominales aplicados por las entidades de crédito a su clientela, la transmisión de estos tipos constituye un vínculo importante en el proceso de transmisión de la política monetaria. El efecto de esta transmisión mide el punto hasta el que las modificaciones de los tipos de interés oficiales reflejados en los mercados monetarios influyen tanto en los tipos de interés a largo plazo de mercado como en los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela (véase también el recuadro 5 de este Boletín Mensual, titulado «Consecuencias de las tensiones observadas en el mercado monetario en el proceso de transmisión de los tipos de interés aplicados por las IFM»).

Por lo que respecta a la evolución de los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela, todos los tipos de interés nominales aplicados por las IFM a los préstamos a las sociedades no financieras aumentaron durante el tercer trimestre del 2008 (véase cuadro 4). Más concretamente, los tipos de interés a corto plazo aplicados por este sector a los préstamos a las sociedades no financieras con período inicial de fijación del tipo de interés hasta un año se incrementaron entre 18 y 27 puntos básicos, dependiendo de la cuantía del préstamo. Los tipos de interés a largo plazo, es decir, los que aplican las IFM a los préstamos con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años, aumentaron lo mismo para los préstamos hasta un millón de euros, mientras que los correspondientes a los préstamos por importe superior a un millón de euros registraron un ascenso algo menor, de 6 puntos básicos.

La evolución de los tipos de interés a corto plazo aplicados por las entidades de crédito resulta principalmente afectada por las variaciones del EURIBOR a tres meses, mientras que los tipos a más largo plazo suelen reflejar hasta cierto punto las variaciones de los rendimientos de la deuda pública a dos y a cinco años. Durante el tercer trimestre del 2008, tanto el EURIBOR como los tipos de interés a corto plazo aplicados por las entidades de crédito experimentaron un ascenso, siendo el aumento observado

Gráfico 27 Coste real de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro

(en porcentaje)



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 del 2005). La armonización de los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos introducida a principios del 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; ponderados)

							Variaciones en puntos básicos hasta sept. 2008 ¹⁾		
	2007 III	2007 IV	2008 I	2008 II	2008 Ago	2008 Sep	2007 Jun	2008 Jun	2008 Ago
Tipos de interés aplicados por las IFM									
Descubiertos en cuenta de las sociedades no financieras	6,49	6,62	6,56	6,67	6,77	6,91	74	24	14
Préstamos a las sociedades no financieras hasta un millón de euros									
Sin fijación del tipo y con periodo inicial de fijación del tipo hasta un año	5,93	6,08	5,91	6,16	6,27	6,34	81	18	7
Con periodo inicial de fijación del tipo de más de cinco años	5,23	5,30	5,23	5,43	5,49	5,67	64	24	18
Préstamos a las sociedades no financieras por importe superior a un millón de euros									
Sin fijación del tipo y con periodo inicial de fijación del tipo hasta un año	5,20	5,35	5,19	5,35	5,45	5,62	73	27	17
Con periodo inicial de fijación del tipo de más de cinco años	5,41	5,48	5,34	5,52	5,56	5,58	41	6	2
Pro memoria									
Tipo de interés a tres meses del mercado monetario	4,74	4,85	4,60	4,94	4,97	5,02	87	8	5
Rendimiento de la deuda pública a dos años	4,10	4,06	3,54	4,72	4,26	4,09	-36	-63	-17
Rendimiento de la deuda pública a cinco años	4,19	4,14	3,65	4,75	4,28	4,21	-36	-54	-7

Fuente: BCE.

1) Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo.

en la mayor parte de los tipos de interés a corto plazo superior al registrado por el EURIBOR a tres meses. El mayor incremento de los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela contrasta con la tendencia de trimestres anteriores en los que la transmisión de las subidas del EURIBOR fue sólo parcial. Durante ese mismo período, el rendimiento de la deuda pública a dos y cinco años se redujo acusadamente, unos 63 y 54 puntos básicos, respectivamente, en un contexto de disminución de la preocupación en los mercados acerca de las perspectivas de inflación y de búsqueda de activos de mayor calidad en un marco de desplazamientos de cartera por parte de los inversores. Por consiguiente, los diferenciales entre los tipos de interés a largo plazo y el rendimiento de la deuda pública se elevaron considerablemente en el tercer trimestre del 2008.

En la encuesta sobre préstamos bancarios de la zona del euro figura información complementaria sobre los criterios de concesión aplicados a los préstamos bancarios al sector no financiero. En la encuesta de octubre, relativa al tercer trimestre del 2008, las entidades de crédito señalaron que el endurecimiento neto de los criterios de aprobación aplicados a los préstamos a empresas había sido más acusado que el de la encuesta relativa al segundo trimestre del año. Ciertamente, el porcentaje de entidades que indicaron un endurecimiento de los criterios de aprobación fue el más elevado desde que comenzó a realizarse la encuesta en el 2003. Los principales factores determinantes del endurecimiento neto continuaron siendo el deterioro de las expectativas acerca de la actividad económica en general en el futuro y las perspectivas relativas al sector o a sociedades concretas. Al mismo tiempo, según señalaron las entidades participantes en la encuesta, el impacto de los costes de financiación y de los problemas de disponibilidad de fondos de las entidades aumentó considerablemente, y este factor, junto con las mayores dificultades de acceso a la financiación en los mercados mayoristas, contribuye a explicar la evolución de los tipos de interés aplicados por las entidades.

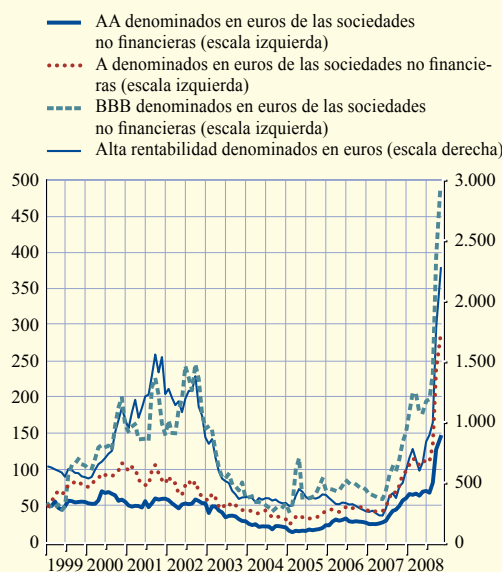
El coste real de la financiación mediante valores de renta fija aumentó 9 puntos básicos en el tercer trimestre del 2008. Al mismo tiempo, el diferencial de crédito, medido por la diferencia entre el rendimiento de los valores de renta fija privada y el de la deuda pública, se incrementó de manera acusada en todos los plazos de vencimiento (véase gráfico 28). Por ejemplo, en el tercer trimestre, los diferenciales de crédito

de los valores de renta fija privada con calificación A se elevaron 55 puntos básicos, mientras que los diferenciales de este tipo de valores con calificación BBB experimentaron un ascenso de 95 puntos básicos durante ese mismo período. En noviembre, los diferenciales de los valores de renta fija privada con calificación A y BBB aumentaron casi 170 y 190 puntos básicos, respectivamente. El nivel actual de los diferenciales de crédito de los valores de renta fija privada es el más alto observado desde el comienzo de la tercera fase de la UEM.

Tras estabilizarse ligeramente en agosto del 2008, el coste de la financiación mediante valores de renta variable aumentó durante la última parte del tercer trimestre. En septiembre, la creciente incertidumbre acerca del crecimiento económico indujo a los inversores a exigir una prima más elevada por las acciones de la zona del euro, ya que el coste real de la financiación mediante acciones cotizadas se incrementó unos 50 puntos básicos. El clima de los mercados de valores continuó deteriorándose en octubre, cuando el coste de la financiación mediante valores de renta variable aumentó otros 25 puntos básicos.

Gráfico 28 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 5

CONSECUENCIAS DE LAS TENSIONES OBSERVADAS EN EL MERCADO MONETARIO EN EL PROCESO DE TRANSMISIÓN DE LOS TIPOS DE INTERÉS APLICADOS POR LAS IFM

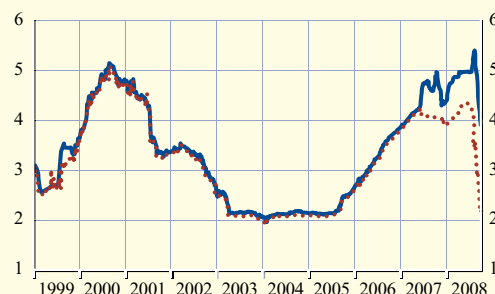
Al afrontar los retos que entraña la crisis financiera actual, la pregunta fundamental que se plantea es la de cómo influyen en este momento las tensiones existentes en el mercado interbancario en las condiciones de financiación de las sociedades no financieras y de los hogares. Abordar este tema es esencial para entender cómo la transmisión de la política monetaria a la economía en su conjunto se ha visto afectada por las turbulencias financieras. En vista de lo anterior, en este recuadro se examina en qué medida las tensiones observadas en el mercado monetario durante los años 2007 y 2008 han incidido en la transmisión de los tipos de interés oficiales a los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM.

En situaciones normales, el mercado monetario desempeña una función esencial en la transmisión de la política monetaria de la zona del euro. Dada la estructura del sistema financiero de la zona, que se basa en las entidades de crédito, el coste marginal de financiar los préstamos bancarios (representados por los tipos de interés interbancarios sin garantías) es un determinante clave de los tipos de interés a corto plazo de los depósitos y los préstamos aplicados por las entidades de crédito, y, por lo tanto, de las condiciones de financiación. Al controlar los tipos de interés muy a corto plazo del mercado monetario mediante las operaciones regulares de política monetaria, el BCE puede influir en los tipos de interés a plazo del mercado monetario que, a su vez, determinan los tipos de interés

Gráfico A EURIBOR a tres meses y tipo swap del EONIA a tres meses

(en porcentaje, datos diarios)

— EURIBOR a tres meses
 Tipo swap del EONIA a tres meses

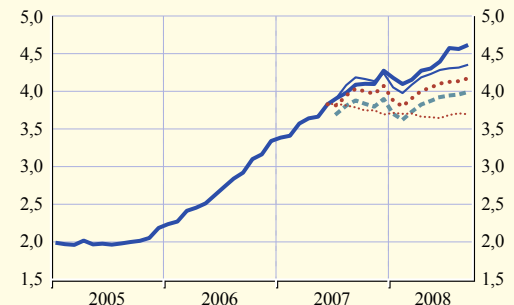


Fuentes: Reuters y BCE.
 Nota: La última observación corresponde al 27 de noviembre de 2008.

Gráfico B Predicción adelantada en N períodos del tipo de interés de los depósitos a corto plazo

(en porcentaje; datos mensuales)

— Tipo de interés de los depósitos a corto plazo (registrados)
 Tipo de interés de los depósitos a corto plazo (predicción basada en el EURIBOR a tres meses)
 --- Limite inferior (predicción basada en el EURIBOR a tres meses)
 — Limite superior (predicción basada en el EURIBOR a tres meses)
 Tipo de interés de los depósitos a corto plazo (predicción basada en el EONIA)



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.
 Nota: La última observación corresponde a septiembre del 2008.

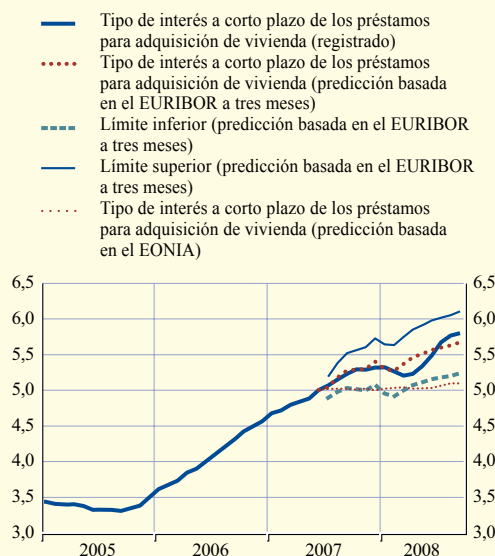
bancarios a corto plazo. No obstante, desde que surgieron las turbulencias en los mercados de crédito a mediados del 2007, se ha roto la relación habitualmente estrecha entre los tipos de interés a un día del mercado monetario —sobre los que la política monetaria tiene cierto control— y los tipos de interés a plazo, también del mercado monetario (véase gráfico A).

Por lo tanto, este comportamiento plantea la cuestión de hasta qué punto se ha visto afectada la transmisión de la política monetaria. Los tipos de interés bancario a corto plazo se fijan normalmente en relación con el EURIBOR y los tipos de interés hipotecarios suelen incluso estar indicados con este tipo. Así pues, dado que, desde que se iniciaron las tensiones en los mercados financieros, la relación entre los tipos de interés oficiales y los tipos de interés a plazo del mercado monetario no ha sido la misma que en el pasado, se podría esperar que al menos los tipos de interés de los depósitos y los préstamos ya existentes hayan reflejado la continuada tendencia al alza de los tipos de interés a plazo del mercado monetario registrada entre mediados del 2007 y septiembre del 2008, más que la estabilización del EONIA observada también en el mismo período. En lo que respecta a las nuevas operaciones, es posible que, con el tiempo, la competencia lleve a las entidades de crédito a iniciar sus tipos con el EONIA en lugar de con el EURIBOR, reestableciendo así la estrecha relación entre los tipos de interés oficiales y los tipos de interés bancarios a corto plazo. Desde una perspectiva de futuro, conviene mencionar también que, en la actualidad, los mercados esperan que los diferenciales entre el EURIBOR y el EONIA se reduzcan ligeramente, como indican los tipos forward del EONIA y los futuros sobre el EURIBOR.

Se puede analizar si los tipos de interés a corto plazo aplicados por las entidades de crédito en la zona del euro durante el pasado año han seguido más estrechamente al EONIA o al EURIBOR utilizando un modelo vectorial de corrección de errores convencional para la transmisión de los

Gráfico C Predicción adelantada en N periodos del tipo de interés a corto plazo de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda

(en porcentaje; datos mensuales)

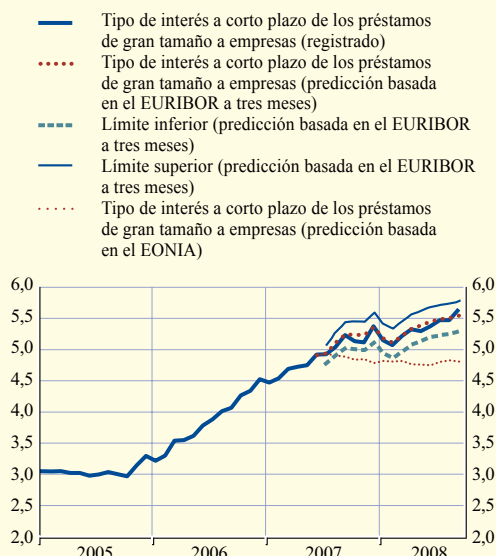


Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

Nota: La última observación corresponde a septiembre de 2008.

Gráfico D Predicción adelantada en N periodos del tipo de interés a corto plazo de los préstamos de gran tamaño a sociedades no financieras

(en porcentaje; datos mensuales)



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

Nota: La última observación corresponde a septiembre del 2008.

tipos de interés bancarios, en el que se efectúa una regresión de los tipos de interés a corto plazo de los depósitos y los préstamos aplicados por las entidades de crédito sobre el EONIA o un tipo a plazo del mercado monetario¹. Generalmente se observa que las entidades de crédito ajustan en mayor o menor medida los tipos de interés que aplican a su clientela a cambios en los tipos de mercado correspondientes, aunque la transmisión completa no suele ser inmediata, sino gradual, y, dependiendo del tipo de producto, el proceso de transmisión pueden tardar desde algunos meses hasta más de un año. Basándose en una predicción fuera de la muestra para el periodo comprendido entre julio del 2007 y septiembre del 2008, los movimientos observados en los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela se comparan con las previsiones basadas en el EONIA y en el EURIBOR pertinente².

Considerando en primer lugar la transmisión de los tipos del mercado monetario a los tipos de los depósitos a corto plazo, el gráfico B muestra la evolución de los tipos de interés de los depósitos registrados y previstos (basados en el EONIA y en el EURIBOR a tres meses, respectivamente) desde julio del 2007. Del gráfico se desprende claramente que, desde mediados del 2007, los tipos de interés de los depósitos a corto plazo han tendido a seguir a los tipos de interés a plazo del mercado monetario más estrechamente que al EONIA. Merece la pena observar, asimismo, que las entidades de crédito han elevado los tipos de interés de los depósitos a corto plazo más de lo esperado de acuer-

1 El marco de modelización y los resultados recientes para la zona del euro se describen en G. de Bondt, «Interest rate pass-through: Empirical results for the euro area», German Economic Review, vol. 6 (1), febrero 2005; y C. Kok Sørensen y T. Werner, «Bank interest rate pass-through in the euro area: A cross-country comparison», Documento de Trabajo del BCE n.º 580, 2006.

2 En la fecha de cierre de los datos, las estadísticas de tipos de interés aplicados por las IFM sólo abarcaban el periodo hasta septiembre del 2008. Por lo tanto, el impacto de la reciente reducción de los tipos de interés oficiales del BCE no queda reflejado en la muestra.

do con la evolución del EURIBOR a tres meses, lo que probablemente sea consecuencia de una fuerte competencia por captar depósitos durante el período en el que las entidades trataban con dificultad de obtener liquidez.

En cuanto a los tipos de interés de los préstamos, en los gráficos C y D se muestra que tanto los tipos hipotecarios a corto plazo como los tipos a corto plazo de los préstamos a sociedades no financieras han reflejado muy estrechamente la evolución del EURIBOR a tres meses desde julio del 2007.

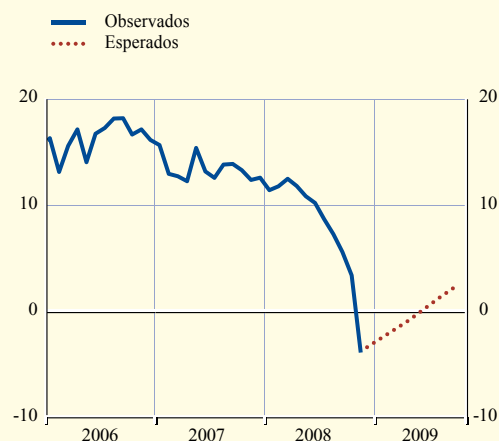
En resumen, la evidencia anterior sugiere que, a pesar de las tensiones existentes en el mercado monetario sin garantías y la correspondiente ampliación del diferencial EURIBOR-EONIA hasta finales de septiembre del 2008, hasta el momento las entidades de crédito de la zona del euro parecen haber seguido ajustando su tipos de interés a corto plazo a cambios en los tipos de interés a plazo del mercado monetario.

FLUJOS DE FINANCIACIÓN

La mayor parte de los indicadores de rentabilidad de las empresas de la zona del euro apuntan a un deterioro en el tercer trimestre del 2008, lo que indica que las turbulencias financieras han empezado a afectar negativamente a la rentabilidad empresarial. Como puede observarse en el gráfico 29, el crecimiento interanual de los beneficios por acción de las sociedades no financieras cotizadas se redujo significativamente en el citado trimestre, desde el 5,6% registrado en septiembre hasta el 3,3% de octubre. Más recientemente, en noviembre, esta tasa volvió a descender considerablemente y se tornó negativa, situándose en torno al -3% ese mes. De cara al futuro, y pese a la gradual desaceleración de la actividad económica prevista tanto dentro como fuera de la zona del euro, los datos disponibles sobre

Gráfico 29 Beneficios por acción de las sociedades no financieras cotizadas de la zona del euro

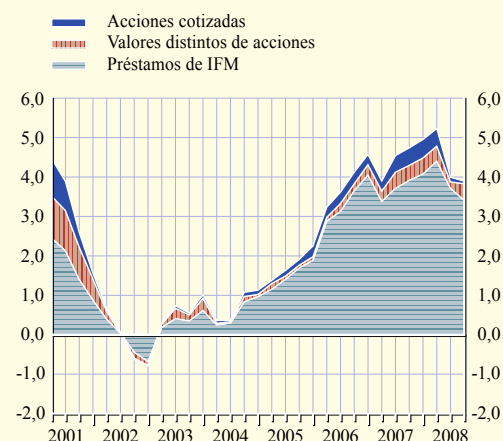
(en porcentaje)



Fuente: Thomson Financial Datastream.

Gráfico 30 Detalle de la tasa de crecimiento interanual real de la financiación a las sociedades no financieras

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

Nota: La tasa de crecimiento interanual real se define como la diferencia entre la tasa de crecimiento interanual registrada y el deflactor del PIB.

Cuadro 5 Financiación de las sociedades no financieras

	Tasas de crecimiento interanual (variaciones porcentuales; fin de trimestre)				
	2007 III	2007 IV	2008 I	2008 II	2008 III
Préstamos de IFM	14,0	14,5	15,0	13,7	12,2
Hasta un año	12,6	12,7	14,0	11,9	10,1
De uno a cinco años	20,3	22,0	22,3	20,0	17,5
Más de cinco años	12,5	12,8	12,9	12,4	11,4
Valores distintos de acciones	8,2	8,9	8,0	3,7	9,5
A corto plazo	22,2	30,4	26,4	11,9	11,7
A largo plazo, de los cuales ¹⁾	5,8	5,3	4,6	2,0	9,1
A tipo fijo	3,7	4,4	3,1	2,3	4,8
A tipo variable	18,6	10,9	12,5	2,7	26,2
Acciones cotizadas	1,2	1,3	1,2	0,3	0,2
Pro memoria²⁾					
Total financiación	5,0	4,8	4,4	3,8	-
Préstamos a sociedades no financieras	11,1	10,9	10,6	9,5	-
Reservas técnicas de seguro ³⁾	1,4	0,5	0,1	0,4	-

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.

expectativas de beneficios de empresas cotizadas sugieren que los beneficios por acción las sociedades no financieras prácticamente se estancarán. Esto representa un considerable ajuste a la baja de las expectativas relativas a la rentabilidad de las empresas.

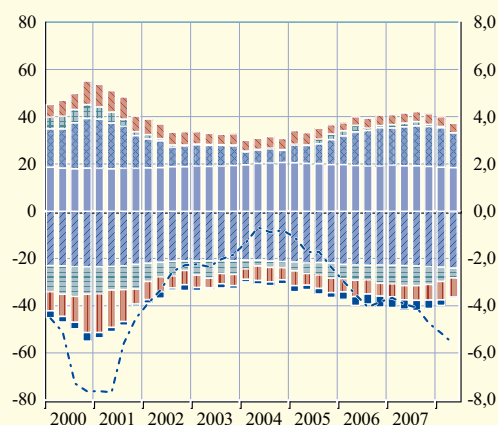
En términos reales, el crecimiento de la financiación externa se mantuvo prácticamente estable en el tercer trimestre del 2008. La tasa de crecimiento interanual real de la financiación externa de las sociedades no financieras (incluidos los préstamos concedidos por las IFM, los valores distintos de acciones y las acciones cotizadas) se redujo ligeramente y se situó en torno al 3,9% en el tercer trimestre, en comparación con el 4% del trimestre anterior (véase gráfico 30). Como es habitual, la contribución de los préstamos de las IFM a la financiación externa de este sector fue la más importante, con una tasa de crecimiento interanual del 3,4% en el tercer trimestre del 2008, 0,3 puntos porcentuales inferior a la del trimestre precedente.

Agregados más amplios incluidos en las cuentas de la zona del euro confirman la ralentización del crecimiento de la financiación externa. Los datos disponibles hasta el segundo trimestre del 2008 muestran que la tasa de crecimiento interanual de la financiación a las sociedades no financieras descendió hasta el 3% en términos nominales, desde el 3,8% del primer trimestre del año (véase cuadro 5). Esta medida más amplia también incluye acciones no cotizadas, reservas de los fondos de pensiones y otras cuentas pendientes de pago como fuentes de financiación. En los últimos años, la tasa de crecimiento de la medida más amplia ha sido considerablemente inferior a la de los préstamos, ya que la evolución de las acciones, tanto cotizadas como no cotizadas, ha sido mucho más moderada. Esto queda ilustrado en el gráfico 31, que incluye los distintos componentes que conforman el ahorro, la financiación y la inversión de las empresas de la zona del euro como figuran en las cuentas de la zona del euro.

Gráfico 31 Ahorro, financiación e inversión de las sociedades no financieras

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

- Otros
- Adquisiciones netas de acciones y otras participaciones
- Adquisiciones netas de activos financieros, excluidas acciones y otras participaciones
- Formación bruta de capital
- Emisión de acciones y otras participaciones no cotizadas
- Emisión de acciones y otras participaciones cotizadas
- Financiación mediante deuda
- Ahorro bruto (beneficios no distribuidos) y transferencias netas de capital
- Brecha de financiación (escala derecha)



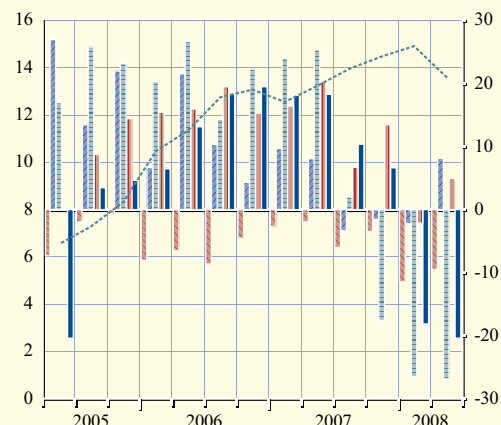
Fuente: Cuentas de la zona del euro.

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.

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

(tasa de variación interanual; en porcentaje neto)

- Inversión en capital fijo (escala derecha)
- Existencias y capital circulante (escala derecha)
- Fusiones, adquisiciones y reestructuraciones de empresas (escala derecha)
- Reestructuración de la deuda (escala derecha)
- Financiación interna (escala derecha)
- Préstamos a sociedades no financieras (escala izquierda)



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 endurecimiento de los criterios de concesión de préstamos y las que indican que ha contribuido a una relajación; véase también la encuesta sobre préstamos bancarios de octubre del 2008.

Este esquema general muestra un aumento del gasto de las empresas, en términos agregados, en inversiones reales y financieras que supera el realizado con fondos internos. Esta cifra neta también suele denominarse «brecha de financiación», y su magnitud ha aumentado desde mediados del 2004. A mediados del 2008, la brecha de financiación se situaba en el 5,6% del valor añadido total del sector no financiero. Como puede observarse en el gráfico, la mayor parte de la financiación interna y externa se ha destinado a inversiones reales, mientras que la inversión financiera representó una proporción menor. La inversión financiera volvió a experimentar una caída en el segundo trimestre del 2008, impulsada por el descenso de las tenencias de efectivo y depósitos y por la contribución negativa de la inversión en valores distintos de acciones. La inversión en acciones y otras participaciones se mantuvo prácticamente estable durante ese período, mientras que la inversión en acciones cotizadas continuó acelerándose.

Como se ha señalado anteriormente, los préstamos de las IFM representan la mayor parte de la financiación externa, y continuaron creciendo a una tasa elevada en el tercer trimestre del 2008. La tasa de crecimiento interanual correspondiente al tercer trimestre en su conjunto fue del 12,2%, frente al 13,7% registrada en el segundo trimestre del 2008 (véase cuadro 5). Las vigorosas tasas de crecimiento sugieren que las turbulencias registradas en los mercados financieros no han provocado un impacto considerable sobre

la disponibilidad de préstamos para las empresas de la zona del euro, aunque las tasas de crecimiento han estado disminuyendo constantemente desde marzo del 2008, mes en que alcanzaron un máximo en torno al 15%. Si se consideran las tasas de crecimiento a plazos más cortos, se observa una desaceleración más acusada en la evolución de los préstamos a las sociedades no financieras en el tercer trimestre del 2008. Esto queda ilustrado en la tasa de crecimiento de tres meses anualizada, que en septiembre se situó en aproximadamente el 9,5%, desde el máximo de casi el 16% de enero del 2008.

Cabe esperar que el fuerte crecimiento de los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras se ralentice durante lo que queda de año, una evolución que sería acorde con el impacto de unas condiciones de financiación más restrictivas y con la desaceleración prevista del crecimiento económico. Por otra parte, es posible que parte de la capacidad de resistencia del crecimiento los préstamos bancarios otorgados a las sociedades no financieras esté relacionada con el menor recurso por parte de las empresas a facilidades de crédito que se habían negociado en condiciones de mercado más favorables. El grado en que estas facilidades se renegocien en términos menos favorables en el futuro puede provocar un impacto a la baja sobre el crecimiento del crédito.

Los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios de la zona del euro de octubre del 2008 indicaron que se había producido un endurecimiento neto de los criterios de aprobación aplicados a los préstamos a empresas. Según la evidencia empírica disponible, la evolución del crecimiento de los préstamos suele responder a una modificación de los criterios de aprobación con un desfase de tres a cuatro trimestres. En cuanto a la demanda de préstamos, el gráfico 32 muestra que tres factores (la inversión en capital fijo, las fusiones y adquisiciones y la financiación interna) contribuyeron al descenso de la demanda de préstamos. Como consecuencia del endurecimiento neto y de la moderada demanda de préstamos, se espera que su crecimiento se reduzca varios puntos porcentuales en el próximo trimestre.

Aparte de recurrir a las IFM, las empresas también pueden acudir directamente a los mercados financieros para obtener financiación. Datos recientes sobre la emisión de valores distintos de acciones por parte de las sociedades no financieras apuntan a un acusado aumento de la financiación mediante valores de renta fija, con una tasa de crecimiento interanual que se elevó hasta el 9,5% en el tercer trimestre del 2008, en comparación con una tasa justo por debajo del 4% en el segundo trimestre del 2008⁴.

La tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras se mantuvo prácticamente estable en el tercer trimestre del 2008 y se situó en el 0,2%. El deterioro de la confianza de los inversores y la evolución negativa de los mercados de valores influyeron negativamente en la emisión de este tipo de valores por parte de las sociedades no financieras.

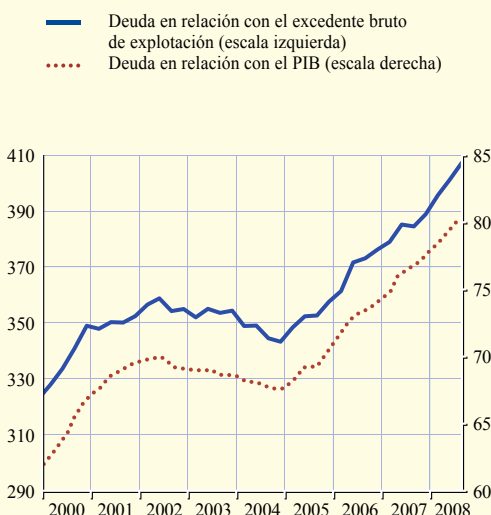
POSICIÓN FINANCIERA

La sostenida expansión de la financiación mediante valores de renta fija por parte de las sociedades no financieras se tradujo en un nuevo aumento de la deuda de las empresas en relación con el PIB y con el excedente bruto de explotación en el segundo trimestre del 2008 (véase gráfico 33). Como consecuencia del efecto combinado de los incrementos de los tipos de interés y de los niveles de endeudamiento, la carga de intereses de las sociedades no financieras volvió a elevarse en el tercer trimestre del año (véase gráfico 34). En general, el impacto combinado de las turbulencias financieras, las revisiones a la baja de las perspectivas de crecimiento económico, la acumulación de deuda y la creciente carga de intereses han aumentado la vulnerabilidad de las empresas a turbulencias futuras.

4 Los datos de emisiones de valores distintos de acciones pueden ser revisados a la baja el próximo trimestre.

Gráfico 33 Ratios de endeudamiento del sector de sociedades no financieras

(en porcentaje)

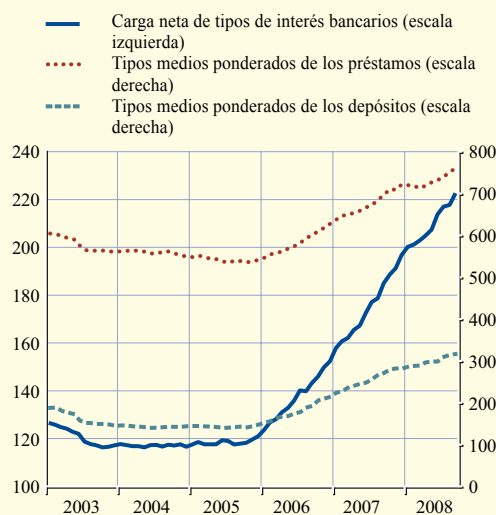


Fuentes: BCE, Eurostat y cálculos del BCE.

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. Los datos del último trimestre se han estimado.

Gráfico 34 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

En el tercer trimestre del 2008, las condiciones de financiación del sector hogares se caracterizaron por un nuevo aumento de los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a los préstamos para adquisición de vivienda y por un mayor endurecimiento neto de los criterios aplicados a la concesión de préstamos. El crecimiento de los préstamos a hogares continuó moderándose en el tercer trimestre, y su nivel de endeudamiento está mostrando señales de estabilización. El menor crecimiento de los préstamos a hogares es acorde, en líneas generales, con la tendencia observada desde el primer trimestre del 2006, y no indica que se haya producido un impacto adicional a la baja causado por restricciones en la oferta de crédito asociadas a las tensiones observadas en los mercados financieros.

CONDICIONES DE FINANCIACIÓN

Los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda experimentaron un leve aumento en el tercer trimestre del 2008, en comparación con la media correspondiente al segundo trimestre (véase gráfico 35). Este aumento fue generalizado en todos los plazos de vencimiento, si bien fue ligeramente mayor para los préstamos con período inicial de fijación del tipo hasta un año y los préstamos a más de un año y hasta cinco años, que para los préstamos con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años y hasta diez años y los préstamos con período inicial de fijación del tipo de más de diez años. En consecuencia, la estructura temporal de los tipos de interés de los préstamos para adquisición de vivienda se mantuvo ligeramente invertida en el tercer trimestre, con un diferencial medio de unos 40 puntos básicos entre los tipos de los préstamos con un

período inicial de fijación corto (esto es, hasta un año) y aquellos con un período inicial de fijación largo (es decir, de más de diez años), que duplica el nivel observado en el trimestre anterior.

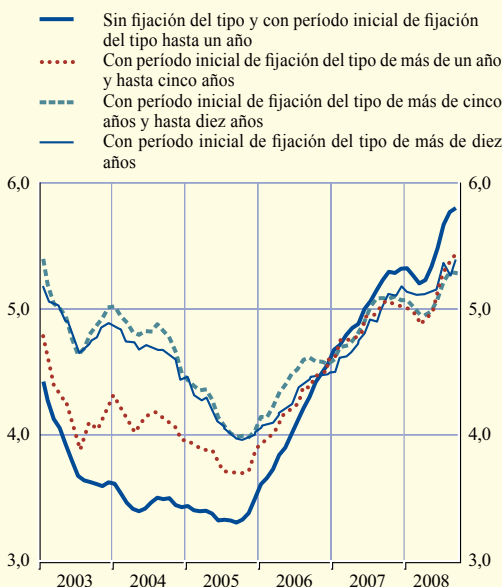
En el caso del crédito al consumo, la media de los tipos de interés aplicados por las IFM también aumentó ligeramente en el tercer trimestre del 2008 con respecto al segundo. Esta evolución se observó en todos los plazos de vencimiento. Al igual que en el caso de los préstamos para adquisición de vivienda, el aumento fue ligeramente mayor para los préstamos con período inicial de fijación del tipo hasta un año que para los correspondientes a los préstamos con período inicial de fijación de más de un año y hasta cinco años y a los préstamos a más de cinco años. En consecuencia, la estructura temporal de los tipos de interés aplicados al crédito al consumo ha mantenido su pendiente invertida y los tipos más elevados siguen correspondiendo a los préstamos con los períodos iniciales de fijación del tipo más cortos.

El diferencial entre los tipos de interés de los préstamos para adquisición de vivienda y un tipo de mercado de referencia a plazos similares (el rendimiento de la deuda pública a diez años) aumentó ligeramente en el tercer trimestre con respecto al segundo. En cambio, el diferencial entre los tipos de interés aplicados al crédito al consumo y el correspondiente tipo de mercado de referencia (el tipo de interés del mercado monetario a doce meses) experimentó un leve descenso, reflejando el hecho de que el aumento del tipo de referencia fue más pronunciado que el de los tipos de interés aplicados a los préstamos.

Las entidades participantes en la encuesta sobre préstamos bancarios de octubre del 2008 señalaron que el endurecimiento neto de los criterios de aprobación aplicados a los préstamos a hogares y al crédito al consumo fue algo más acusado, en líneas generales, que el indicado en la encuesta de julio. El nuevo endurecimiento registrado en el tercer trimestre se plasmó en una ampliación de los márgenes de los préstamos ordinarios y de los de mayor riesgo. En cambio, el endurecimiento neto de las condiciones no relacionadas con el precio (a través, por ejemplo, de un aumento de la relación entre el principal del préstamo y el valor de la garantía y de mayores exigencias de garantías) no aumentó, y se mantuvo en niveles similares a los observados el trimestre anterior. En cuanto a los préstamos para adquisición de vivienda, los factores que contribuyeron al nuevo endurecimiento de los criterios de aprobación mencionados en la encuesta de octubre fueron el deterioro de las perspectivas del mercado de la vivienda y el aumento de los costes de financiación y de disponibilidad de fondos, mientras que en el caso del crédito al consumo, este endurecimiento adicional se debió al deterioro de las expectativas relativas a la actividad económica en general y al observado en la solvencia de los prestatarios.

Gráfico 35 Tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda

(en porcentaje; excluidas comisiones; tipos de interés ponderados de las nuevas operaciones¹⁾)



Fuente: BCE.

1) Para el período posterior a diciembre del 2003, los tipos de interés ponderados aplicados por las IFM se calculan utilizando las ponderaciones por países obtenidas a partir de la media móvil de doce meses de las nuevas operaciones. Para el período anterior, comprendido entre enero y noviembre del 2003, los tipos de interés ponderados aplicados por las IFM se calculan utilizando las ponderaciones por países obtenidas a partir de la media de las nuevas operaciones en el 2003. Para más información, véase el recuadro titulado «Análisis de los tipos de interés aplicados por las IFM en el nivel de agregación de la zona del euro», en el Boletín Mensual de agosto del 2004.

FLUJOS DE FINANCIACIÓN

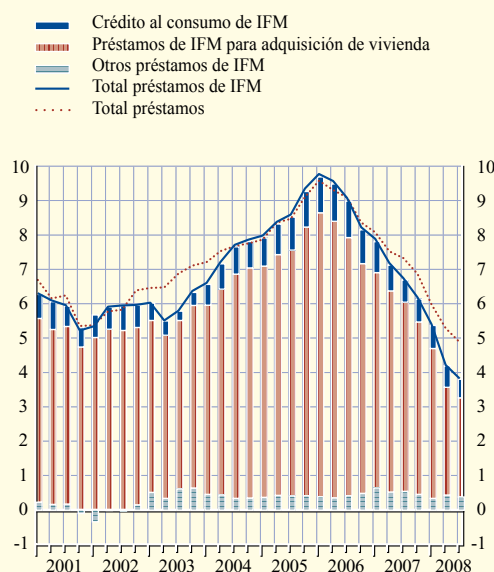
La tasa de crecimiento interanual del total de préstamos concedidos a hogares se redujo hasta el 5,3% en el segundo trimestre del 2008 (el más reciente para el que se dispone de datos de las cuentas integradas de la zona del euro), desde el 6% del trimestre anterior. Este crecimiento sigue siendo superior al de los préstamos concedidos por las IFM a los hogares, reflejo de la dinámica más intensa de los préstamos otorgados por las instituciones financieras no monetarias a este sector, cuya tasa de crecimiento interanual aumentó hasta el 14,1% en el segundo trimestre del 2008, frente al 10,7% del trimestre precedente. Esta diferencia en la evolución del crecimiento se debe, en parte, al efecto de las operaciones de titulización fuera de balance, en las que los préstamos se eliminan y, por tanto, se dan de baja del balance de las IFM, y posteriormente se contabilizan como préstamos de otros intermediarios financieros. Al mismo tiempo, los datos disponibles sobre préstamos de las IFM sugieren que la tendencia a la baja de la tasa de crecimiento interanual del total de préstamos a hogares continuó en el tercer trimestre del 2008 (véase gráfico 36).

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM a los hogares se redujo hasta el 3,3% en octubre del 2008, desde el 4% y el 5% del tercero y segundo trimestres, respectivamente. El descenso de esta tasa en los últimos meses ha seguido siendo acorde con la tendencia a la baja observada desde principios del 2006, reflejo, en gran medida, del impacto de las anteriores subidas de los tipos de interés, de unas condiciones de financiación más restrictivas, de la moderación actual en la evolución del mercado de la vivienda y del deterioro de las perspectivas de crecimiento económico. La evolución a corto plazo, medida por la tasa de crecimiento de tres meses anualizada, se moderó considerablemente en octubre, tras haberse fortalecido notablemente en septiembre. No obstante, este patrón debe interpretarse con cautela, ya que refleja las variaciones observadas en los últimos meses en lo que respecta a la proporción de préstamos eliminados del balance como consecuencia de operaciones de titulización. Si se tiene en cuenta este factor, los datos correspondientes al período transcurrido hasta octubre no proporcionan evidencia de que la intensificación de las tensiones en los mercados financieros haya provocado una alteración brusca del flujo de préstamos bancarios a hogares en la zona del euro.

La moderación del crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM a los hogares es atribuible, principalmente, a la disminución de la tasa de crecimiento del principal subcomponente del crédito otorgado a este sector, los préstamos para adquisición de vivienda, pero también, si bien en menor medida, al descenso de la tasa de crecimiento del crédito al consumo. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos para adquisición de vivienda se redujo hasta el 3,5% en octubre, desde el 4,2% y el 5,6% del tercero

Gráfico 36 Total de préstamos concedidos a los hogares

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

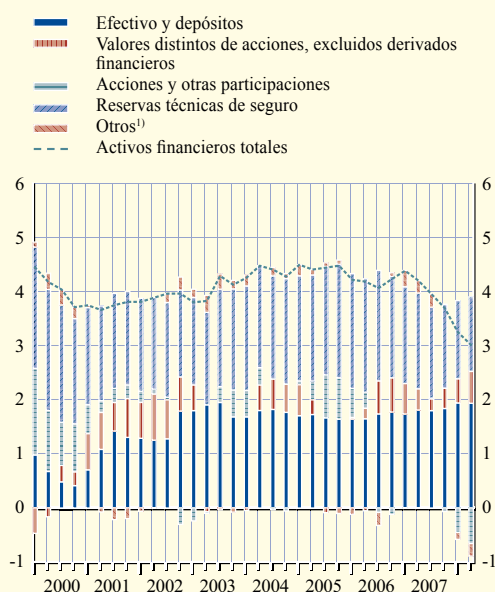


Fuente: BCE.

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 tercer trimestre del 2008 se ha estimado a partir de las operaciones que figuran en las estadísticas monetarias y bancarias. Para 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.

Gráfico 37 Inversión financiera de los hogares

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)

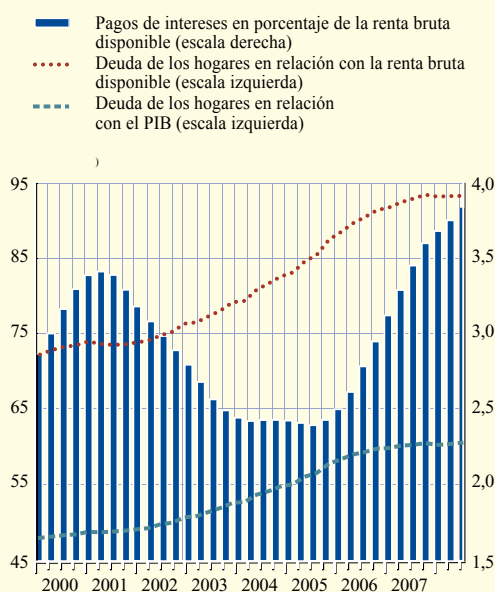


Fuentes: BCE y Eurostat.

1) Incluye préstamos, otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros.

Gráfico 38 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.

y segundo trimestres, respectivamente, mientras que la del crédito al consumo descendió hasta el 3,3% en octubre, desde el 4% y el 5% en el tercero y segundo trimestres, respectivamente.

En cuanto al activo del balance del sector hogares de la zona del euro, la tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera total volvió a disminuir y se situó en el 3% en el segundo trimestre, desde el 3,3% del trimestre precedente (véase gráfico 37). Este descenso estuvo impulsado fundamentalmente por una contribución más negativa de las acciones y otras participaciones, así como de la de otros activos financieros. Estas reducidas contribuciones compensaron con creces el aumento de la contribución de la inversión en valores distintos de acciones. La aportación de la inversión en efectivo y depósitos continuó siendo elevada, reflejo de la inclinación de la pendiente de la curva de rendimientos y de los mayores esfuerzos de las entidades de crédito por atraer fondos en el contexto de las turbulencias financieras. Actualmente, esta categoría de inversión representa más de las dos terceras partes del crecimiento total de la inversión financiera del sector hogares.

POSICIÓN FINANCIERA

Como consecuencia de la desaceleración del endeudamiento de los hogares, el nivel de deuda de este sector parece haberse estabilizado en los últimos trimestres. Se estima que la deuda de los hogares en relación con la renta se mantuvo prácticamente invariable y fue del 93%, aproximadamente, en el segundo y tercer trimestres del 2008 (véase gráfico 38). La deuda en relación con el PIB también se ha estabilizado en los últimos trimestres, y se situó en torno al 61% en el tercero.

La carga de intereses de este sector aumentó hasta situarse en el 3,7% de la renta disponible en el segundo trimestre del 2008, y se estima que volvió a aumentar ligeramente en el tercero, reflejo, en gran parte, de las subidas de los tipos de interés nominales aplicados por las entidades de crédito a su clientela.

3 PRECIOS Y COSTES

Desde el verano se ha venido observando un descenso significativo de la inflación medida por el IAPC de la zona del euro, que el avance de Eurostat sitúa en noviembre del 2008 en el 2,1%, nivel considerablemente más bajo que el máximo histórico del 4% alcanzado en julio del presente año. Este marcado descenso es reflejo, fundamentalmente, de la pronunciada caída de los precios internacionales de las materias primas registrada en los últimos meses, que compensa con creces el impacto del fuerte aumento de los costes laborales unitarios observado en el primer semestre de este año. La disminución de los precios de las materias primas y el debilitamiento de la demanda sugieren que la tasa de inflación interanual medida por el IAPC seguirá bajando en los próximos meses. Según las últimas proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema, la inflación media interanual medida por el IAPC de la zona del euro se situará entre el 1,1% y el 1,7% en el 2009 y entre el 1,5% y el 2,1% en el 2010. Dependiendo, básicamente, de la evolución futura de los precios del petróleo y de otras materias primas, no puede descartarse que se produzca un descenso más acusado de la inflación medida por el IAPC hacia mediados del año próximo, como resultado, principalmente, de efectos de base. Sin embargo, debido también a efectos de base, las tasas de inflación podrían volver a subir en el segundo semestre del año, de modo que toda intensa caída de la inflación medida por el IAPC podría ser de corta duración. Haciendo abstracción de tal volatilidad, los riesgos para la estabilidad de precios en el medio plazo están más equilibrados que en el pasado. Si los precios de las materias primas vuelven a bajar de forma inesperada podrían generarse presiones a la baja sobre la inflación. Por otro lado, si la reciente tendencia a la baja de estos precios se invierte o si las presiones sobre los precios internos resulten ser más fuertes de lo esperado, podrían materializarse riesgos al alza para la estabilidad de precios.

3.1 PRECIOS DE CONSUMO

La inflación medida por el IAPC de la zona del euro ha descendido de forma constante y significativa desde el verano de este año. El avance de Eurostat la sitúa en el 2,1% en noviembre del 2008, nivel considerablemente más bajo que el máximo histórico del 4% alcanzado en julio de este año (véase cuadro 6). La información disponible sugiere que gran parte del último descenso está relacionada con la evolución de los precios de las materias primas.

De una forma más general, la volatilidad de los precios de las materias primas ha sido el principal factor determinante de las acusadas fluctuaciones de la inflación medida por el IAPC de la zona del euro a lo

Cuadro 6 Evolución de los precios

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	2006	2007	2008 Jun	2008 Jul	2008 Ago	2008 Sep	2008 Oct	2008 Nov
IAPC y sus componentes								
Índice general ¹⁾	2,2	2,1	4,0	4,0	3,8	3,6	3,2	2,1
Energía	7,7	2,6	16,1	17,1	14,6	13,5	9,6	.
Alimentos no elaborados	2,8	3,0	4,0	4,4	3,7	3,6	3,4	.
Alimentos elaborados	2,1	2,8	7,0	7,2	6,8	6,2	5,1	.
Bienes industriales no energéticos	0,6	1,0	0,8	0,5	0,7	0,9	1,0	.
Servicios	2,0	2,5	2,5	2,6	2,7	2,6	2,6	.
Otros indicadores de precios								
Precios industriales	5,1	2,8	8,0	9,2	8,6	7,9	6,3	.
Precios del petróleo (euro/barril)	52,9	52,8	85,9	85,3	77,0	70,0	55,2	43,1
Precios de las materias primas no energéticas	24,8	9,2	9,6	9,8	10,5	5,5	-7,4	-7,7

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

1) La inflación medida por el IAPC de noviembre del 2008 corresponde a una estimación preliminar de Eurostat.

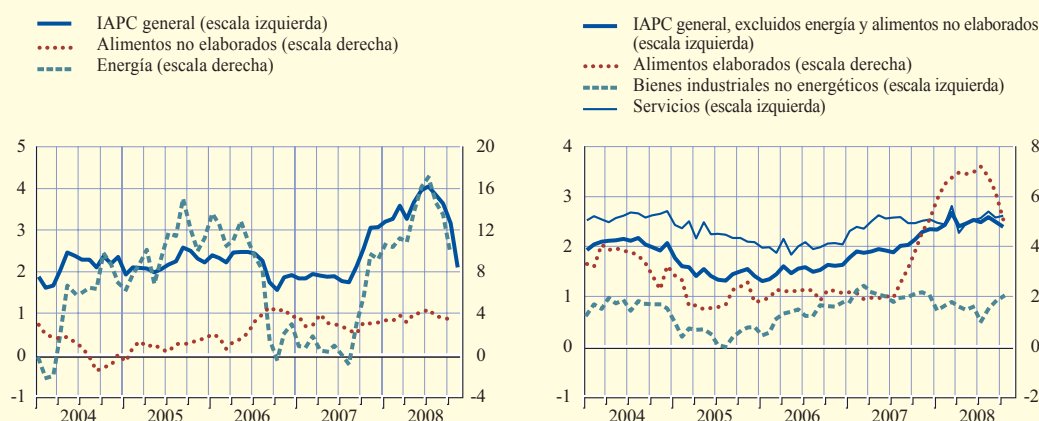
largo del año pasado. El constante descenso de la inflación desde mediados del año ha sido resultado de la rápida caída de los precios del crudo y de los precios internacionales de otras materias primas, como los alimentos. La acelerada reducción de los precios de las materias primas se produjo después de registrarse un aumento sin precedentes de la presión de los precios externos, que tuvo un fuerte impacto sobre la inflación medida por el IAPC de la zona del euro hasta julio del presente año.

Por sectores, la volatilidad de los precios internacionales de las materias primas se ha reflejado en los componentes de energía y alimentos del IAPC de la zona del euro. Las pronunciadas fluctuaciones del componente de energía del IAPC reflejaron las bruscas oscilaciones de los precios de los componentes energéticos derivados del petróleo (como la gasolina, el gasóleo y los combustibles para calefacción), determinadas por los precios internacionales del crudo, y la respuesta retardada de los precios de los componentes energéticos no derivados del petróleo (como la electricidad y el gas), que tienden a seguir los movimientos de los precios del crudo con cierto desfase. En efecto, los últimos datos sobre los componentes del IAPC sugieren que en octubre del 2008 se produjo un acusado aumento del crecimiento interanual del precio del gas, pese al rápido descenso del precio del crudo. La tasa de variación interanual de los precios del componente de alimentos elaborados del IAPC de la zona del euro mostró un comportamiento notablemente similar al del componente energético, con una considerable subida en el otoño del 2007, a la que siguió un marcado descenso a partir de mediados del 2008. La disminución de la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos elaborados observada en los últimos meses está relacionada, en buena medida, con los componentes que se ven fuertemente afectados por la evolución de los precios internacionales de las materias primas agrarias, como el pan y los cereales, los productos lácteos, y el aceite y las grasas. En contraste con la experiencia histórica general de la zona del euro, en la mayor parte del 2008 los precios de los alimentos no elaborados registraron fluctuaciones mucho menos pronunciadas que las de los precios de los alimentos elaborados.

La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos (elaborados y no elaborados), ha permanecido relativamente estable a lo largo del año pasado (véase gráfico 39). Esta estabilidad se ha reflejado en la tasa de variación interanual de los precios de los servicios, que se mantuvo relativamente constante en gran parte del 2008. Aunque los impactos indirectos relacionados con los anteriores aumentos de los precios internacionales de las materias primas tuvieron un efecto intenso y persistente sobre algunos

Gráfico 39 Desagregación del IAPC por principales componentes

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

Gráfico 40 Desagregación de los precios industriales

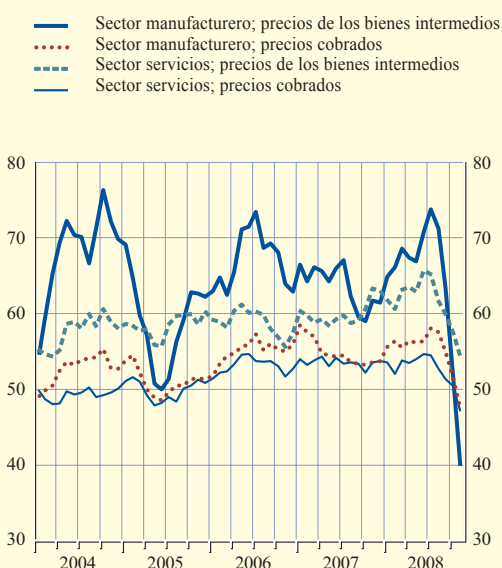
(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico 41 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.

componentes de servicios, como los de transporte y de hostelería, se vieron compensados, en una elevada medida, con la evolución de los precios de otros componentes de servicios, como los de comunicaciones, que registraron pronunciados descensos. La tasa de variación interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos se mantuvo moderada en el primer semestre del 2008, antes de registrar un ligero repunte a partir de julio. Esta evolución puede tener, en parte, relación con la de los tipos de cambio a lo largo de este período. En particular, la depreciación del euro, especialmente frente al dólar estadounidense, observada en el segundo semestre del presente año, podría explicar parte de la reciente tendencia al alza de la tasa de variación interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos. Al mismo tiempo, parece que algunas rebajas extraordinarias afectaron a los precios de los textiles en los meses de verano, lo que puede haber sido resultado, en cierta medida, de cambios en las condiciones de la demanda.

3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

Tras alcanzar niveles muy altos en el verano de este año, las presiones sobre los precios a lo largo de la cadena de suministro se han ido reduciendo de forma sostenida. En octubre, la tasa de variación interanual de los precios industriales, excluida la construcción, cayó al 6,3%. Aunque esta tasa se situó por debajo del máximo histórico del 9,2% registrado en julio, siguió siendo elevada (véase gráfico 40). Al igual que con el IAPC, estos altos niveles y el descenso observado recientemente están relacionados, en gran medida, con la evolución de los precios de la energía y de los alimentos. La inflación en los precios industriales, excluidas la energía y la construcción, ha disminuido también desde el verano, hasta situarse en el 3,2% en octubre, frente al 4,4% de julio. Se trató de un descenso generalizado, que afectó a los bienes intermedios, los bienes

de equipo y los bienes de consumo, y que refleja probablemente, la reducción de las presiones indirectas sobre los precios a lo largo de la cadena de suministro, generadas por las anteriores subidas de los precios de las materias primas.

El debilitamiento general de la actividad económica observado en los últimos meses en la zona del euro puede haber llevado a las empresas a centrarse más en la competitividad en términos de precios en distintas etapas de la cadena de producción. La información más reciente procedente de las encuestas sugiere que las presiones sobre los precios a lo largo de la cadena de suministro disminuyeron rápidamente en el otoño de este año (véase gráfico 41). Según el último índice de directores de compras, en el sector de manufacturas el índice de precios de los bienes intermedios descendió notablemente en noviembre del 2008, situándose, por primera vez desde septiembre del 2003, en un nivel que señala una disminución de las presiones sobre los precios de los bienes intermedios en este sector. En el sector servicios, el índice de precios de los bienes intermedios disminuyó hasta alcanzar su nivel más bajo desde marzo del 2004, aunque sigue indicando crecientes presiones en este sector. En el sector servicios, el índice de precios de los bienes intermedios disminuyó hasta alcanzar su nivel más bajo desde marzo del 2004, aunque sigue indicando crecientes previsiones en este sector. De forma similar, los índices de precios cobrados han bajado en los últimos meses en los sectores de manufacturas y de servicios, hasta niveles que señalan ahora una reducción de las presiones sobre los precios.

Gráfico 42 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

3.3 INDICADORES DE COSTES LABORALES

Los indicadores de costes laborales disponibles sugieren que continuó el rápido ritmo de crecimiento de los salarios de la zona del euro en buena parte del 2008. Para el primer semestre del año, todos los indicadores de salarios disponibles apuntan a crecientes presiones salariales y señalan que los salarios negociados, la

Cuadro 7 Indicadores de costes laborales

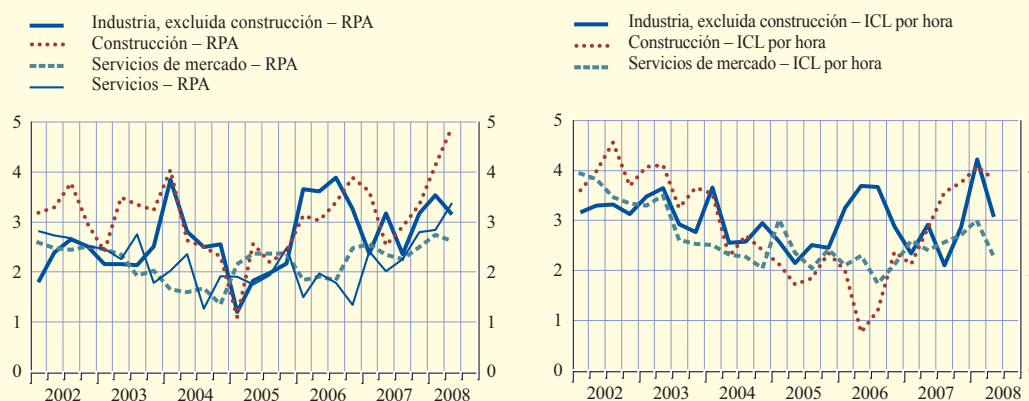
(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	2006	2007	2007 III	2007 IV	2008 I	2008 II	2008 III
Salarios negociados	2,3	2,2	2,2	2,1	2,9	2,8	3,4
Costes laborales totales por hora	2,5	2,6	2,5	2,9	3,5	2,7	.
Remuneración por asalariado	2,2	2,5	2,3	2,9	3,1	3,5	.
<i>Pro memoria:</i>							
Productividad del trabajo	1,2	0,8	0,7	0,4	0,6	0,3	.
Costes laborales unitarios	1,0	1,7	1,6	2,6	2,6	3,2	.

Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

Gráfico 43 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.

remuneración por asalariado y los costes laborales por hora se mantuvieron en niveles elevados durante ese período (véase gráfico 42). La remuneración por asalariado y los salarios negociados registraron una notable tasa de crecimiento en los dos primeros trimestres, mientras que los costes laborales por hora se vieron afectados por el hecho de que en el 2008 la Semana Santa cayó en fechas más tempranas, que supusieron una reducción de las horas trabajadas en el primer trimestre. Como consecuencia de la desaceleración del crecimiento de la productividad, relacionada, al menos en parte, con el ciclo económico, la tasa de crecimiento de los costes laborales unitarios se elevó en el segundo trimestre del año, hasta alcanzar su nivel más alto en una década. Más recientemente, la tasa de crecimiento interanual de los salarios negociados siguió mostrando una marcada aceleración en el tercer trimestre del año (véase cuadro 7).

El fuerte crecimiento de los salarios observado en el primer semestre del año habrá tenido, probablemente, su origen en las pasadas tensiones de los mercados de trabajo, así como en los efectos de segunda vuelta derivados de la indiciación de los salarios con una inflación temporalmente elevada. De cara al futuro, existe el riesgo de que los costes laborales sigan creciendo de forma acusada, en un contexto de desaceleración de la actividad económica, especialmente en los países de la zona del euro que mantienen alguna forma de indiciación automática de los salarios. Sin embargo, es muy probable que las empresas intenten contener los costes laborales, en vista de la incertidumbre existente respecto a las perspectivas de crecimiento económico de la zona del euro. En efecto, el rápido deterioro de los mercados de trabajo registrado recientemente debería contribuir a moderar los costes salariales en el futuro.

Los datos desagregados sobre la evolución de los costes laborales son indicativos de una contribución sectorial heterogénea al pronunciado crecimiento de los costes laborales observado en el primer semestre del año, aunque la evolución de los costes laborales por hora puede haber quedado ligeramente distorsionada por las fechas más tempranas en que cayó la Semana Santa este año (véase gráfico 43). Todos los indicadores sectoriales de costes laborales apuntan a una tasa de crecimiento interanual de los costes laborales particularmente elevada en la construcción, aunque el crecimiento de la remuneración por asalariado en los servicios ha aumentado también considerablemente. Por el contrario, el crecimiento de los costes laborales en la industria ha mostrado un alto grado de volatilidad en los últimos trimestres (véase gráfico 43).

3.4 EVOLUCIÓN DE LOS BENEFICIOS EMPRESARIALES

Sobre la base de los datos de contabilidad nacional disponibles hasta el segundo trimestre del 2008, el crecimiento interanual de los beneficios de las empresas de la zona del euro volvió a mostrar la tendencia a la baja registrada desde el segundo trimestre del 2007, tras un ligero aumento en el primer trimestre de este año. Ello fue consecuencia del menor crecimiento tanto de la actividad económica como de los beneficios por unidad de producto (véase gráfico 44). En el segundo trimestre del 2008, la tasa de crecimiento interanual de los beneficios de las empresas de la zona del euro se situó en el 3,5%, el nivel más bajo observado en los últimos cinco años, inferior incluso a la media registrada desde 1996.

La reducción de los márgenes fue resultado de factores económicos internos y externos. En el segundo trimestre del 2008, el crecimiento de los costes laborales unitarios alcanzó el 3,2%, la tasa más alta observada desde 1993. La presión de los precios externos sobre los costes de los bienes intermedios se acentuó en el segundo trimestre del 2008, como consecuencia, principalmente, de la evolución de los precios de la energía y de los tipos de cambio. El descenso del crecimiento de los beneficios fue más pronunciado en la industria que en los servicios, debido a la mayor caída de la actividad industrial y a la mayor exposición de la industria a la presión de los precios externos.

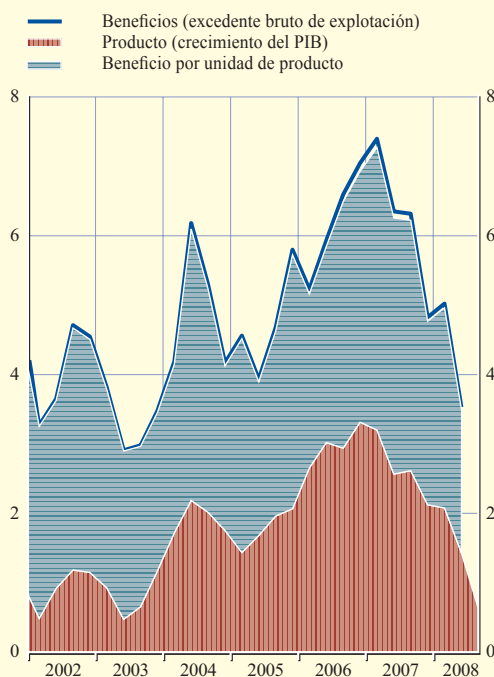
La desaceleración de la actividad económica intensificará probablemente las presiones a la baja sobre los beneficios, que sólo podrán atemperarse, en cierta medida, con la bajada de los precios de las materias primas y la evolución de los tipos de cambio. Así pues, más allá del periodo que abarcan los datos disponibles, cabe esperar que la tasa de crecimiento interanual de los beneficios vuelva a descender en el segundo semestre del 2008 y en el 2009. El gráfico 45 muestra que los participantes en la encuesta de noviembre de Consensus Economics revisaron sustancialmente a la baja su valoración de las perspectivas de crecimiento de los beneficios en el 2008 y el 2009, en comparación con la encuesta de mayo del 2008. Toda mejora futura dependerá, básicamente, de la recuperación del crecimiento de la actividad económica.

3.5 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

Desde el verano se ha venido observando un notable descenso de la inflación interanual medida por el IAPC, que el avance de Eurostat sitúa en noviembre del 2008 en el 2,1%, nivel considerablemente más bajo que el máximo histórico del 4% alcanzado en julio del presente año. Este significativo descenso es reflejo, fundamentalmente, de la acusada caída de los precios internacionales de las materias primas registrada en los últimos meses, que compensa ampliamente el impacto del fuerte aumento de los costes laborales unitarios observado en el primer semestre de este año.

Gráfico 44 Detalle del crecimiento de los beneficios por producto y beneficio por unidad de producto

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)

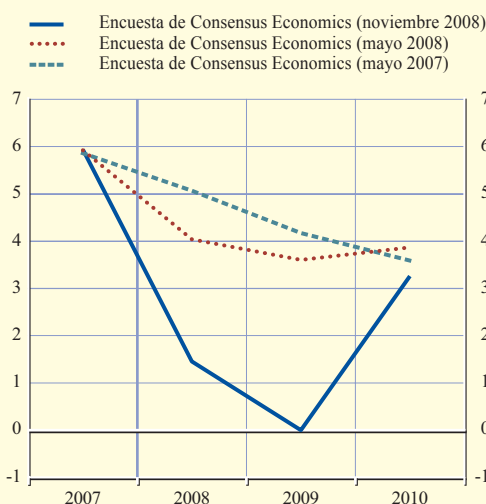


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

De cara al futuro, la disminución de los precios de las materias primas, así como el debilitamiento de la demanda, sugieren que la tasa de inflación interanual medida por el IAPC seguirá bajando en los próximos meses. Según las últimas proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema, la inflación media interanual medida por el IAPC de la zona del euro se situará entre el 1,1% y el 1,7% en el 2009 y entre el 1,5% y el 2,1% en el 2010. Dependiendo, en particular, de la trayectoria futura de los precios del petróleo y de otras materias primas, no pueden excluirse descensos incluso más pronunciados de la inflación medida por el IAPC hacia mediados del año próximo, especialmente como resultado de fuertes efectos de base (véase recuadro 6). Sin embargo, debido también a efectos de base, las tasas de inflación podrían volver a subir en el segundo semestre del año, de forma que toda importante caída de la inflación medida por el IAPC podría ser de breve duración. Haciendo abstracción de tal volatilidad, los riesgos para la estabilidad de precios en el medio plazo están más equilibrados que en el pasado. Si los precios de las materias primas vuelven a bajar de forma inesperada podrían generarse presiones a la baja sobre la inflación. Por otro lado, si la reciente tendencia a la baja de estos precios se invierte o si las presiones sobre los precios internos resulten ser más fuertes de lo esperado, podrían materializarse riesgos al alza para la estabilidad de precios.

Gráfico 45 Expectativas de beneficios empresariales publicadas por Consensus Economics

(en porcentaje; datos anuales)



Fuentes: Consensus Economics y cálculos del BCE.

Recuadro 6

EVOLUCIÓN RECIENTE Y FUTURA DE LA INFLACIÓN MEDIDA POR EL IAPC: INCIDENCIA DE LOS EFECTOS DE BASE

En el primer semestre del 2008, los precios de la energía y de los alimentos mostraron un fuerte movimiento al alza. Por el contrario, en el segundo semestre del año se moderó la tasa de crecimiento de los precios de los alimentos y los precios de la energía disminuyeron de forma significativa. En el transcurso del 2008, esta evolución tuvo una marcada incidencia en el perfil de la inflación, que alcanzó un máximo en el 4%, en junio y julio, antes de experimentar un notable descenso en fechas más recientes. En el presente recuadro se examina en qué medida esta evolución afectará también al perfil de la tasa de variación interanual de la inflación en el 2009, a través de los denominados efectos de base.

A la hora de considerar las variaciones de las tasas de inflación interanual de un mes a otro, es de suma importancia determinar en qué medida estas variaciones reflejan la evolución de los precios en el año en curso (es decir, las «novedades» entre un mes y el siguiente) que entra en el cálculo de la variación interanual, y en qué medida reflejan el efecto arrastre del hecho de que la evolución de los

precios del año anterior queda «eliminada» de la tasa interanual —el denominado efecto de base—¹. No existe una definición generalmente aceptada del efecto de base. En el presente recuadro, un efecto de base se define como la contribución a la variación de la tasa de inflación interanual en un determinado mes derivada de una desviación de la tasa de variación intermensual en el mes base (es decir, el mismo mes del año anterior), con respecto al perfil habitual o normal, teniendo en cuenta las fluctuaciones estacionales². Para poder valorar la evolución de los precios y las presiones inflacionistas es necesario analizar la contribución de estos efectos de base a la tasa de inflación interanual medida por el IAPC.

Sin embargo, no es del todo sencillo identificar e interpretar estos efectos de base. Es importante observar que cambios en los perfiles estacionales de las variaciones de precios de un año a otro pueden inducir ruidos en la tasa interanual. Por otra parte, aunque es posible identificar los efectos de base con antelación, las variaciones intermensuales actuales pueden dar lugar a una evolución distinta de la inflación. También ha de tenerse en cuenta que los efectos de base no suponen que la tasa de inflación interanual quede en cierta medida distorsionada hacia arriba o hacia abajo. La tasa de inflación interanual mide siempre correctamente la tasa de variación de los precios a lo largo del año anterior. El efecto de base sólo ayuda a explicar en qué medida la variación de un mes a otro es resultado de que la evolución pasada queda eliminada del cálculo.

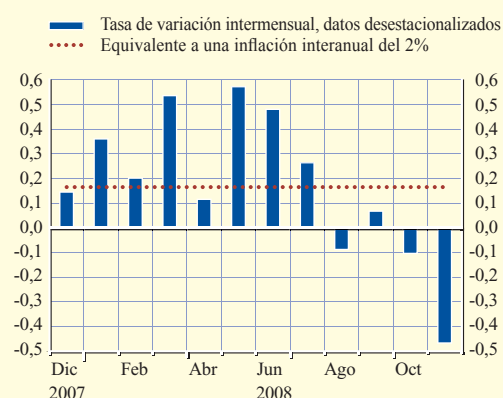
Por lo que se refiere al pasado reciente, el gráfico A muestra que en los primeros siete meses del 2008 se generaron fuertes presiones al alza sobre la inflación, como consecuencia, principalmente, de la evolución de los precios de la energía y de los alimentos. En el segundo semestre del año, la inflación volvió a descender, al disminuir los precios de las materias primas.

Impacto de los efectos de base sobre el perfil de la inflación de la zona del euro en el 2009

El gráfico B muestra la contribución de los efectos de base de los componentes energético y no energético a la variación de la tasa de inflación interanual en los próximos doce meses. El impacto de los efectos de base del componente energético es mayor, aunque también se hace notar el impacto de los del componente no energético (especialmente los alimentos). Debido a que los excepcionales aumentos de los precios de la energía y de los alimentos registrados en el primer semestre del 2008 quedarán eliminados de la tasa interanual, los efectos de base tendrán una fuerte incidencia a la baja en el primer semestre del 2009, que se traducirá en unos efectos acumulados de 1,2 puntos

Gráfico A Inflación medida por el IAPC de la zona del euro en los últimos doce meses

(tasas de variación)



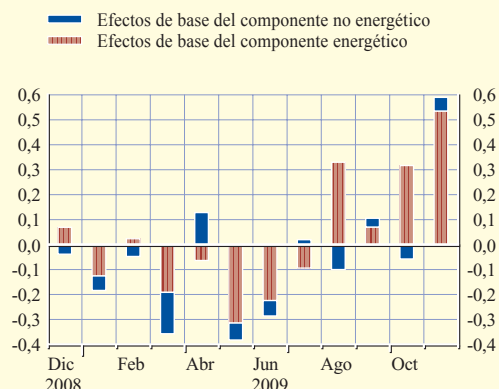
Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1 Véase el recuadro titulado «Efectos de base y su impacto sobre la inflación medida por el IAPC a comienzos del 2005», en el Boletín Mensual de enero del 2005. Véase también el recuadro titulado «Incidencia de los efectos de base en la evolución reciente y futura de la inflación medida por el IAPC», en el Boletín Mensual de enero del 2007.

2 El método utilizado para calcular estas variaciones intermensuales del IAPC habituales o normales es claramente arbitrario. A los efectos de este recuadro se ha utilizado la variación intermensual media desestacionalizada de cada mes observada desde enero de 1995.

Gráfico B Impacto de los efectos de base sobre la inflación medida por el IAPC de la zona del euro en los próximos doce meses

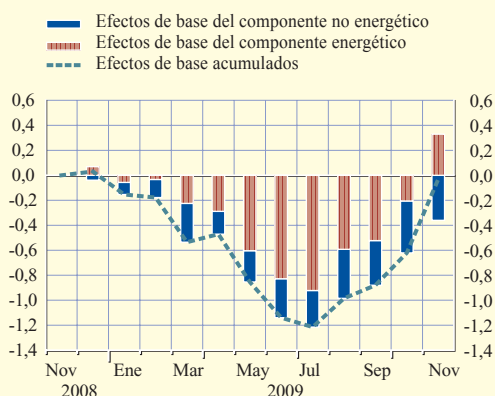
(puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico C Impacto acumulado de los efectos de base

(puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

porcentuales entre diciembre del 2008 y julio del 2009 (véase gráfico C). Los efectos de base actuarán entonces en la dirección opuesta en el segundo semestre del 2009, con una incidencia acumulada al alza de 1,2 puntos porcentuales en el segundo semestre del año hasta noviembre (resultado, principalmente, del descenso de los precios del petróleo observado en el segundo semestre del 2008). Así pues, los efectos de base negativos hasta mediados del año próximo y su posterior inversión, en ausencia de otros factores, tenderán a dar un perfil en forma de U a la tasa de inflación de la zona del euro en el 2009.

En general, la medida en que estos efectos de base contribuirán a determinar el perfil de la inflación medida por el IAPC en el 2009 dependerá, fundamentalmente, de varios factores, entre los que cabe destacar la evolución de los componentes más erráticos (los alimentos y la energía) y, de una forma más general, también de las presiones sobre los precios. Por consiguiente, la trayectoria futura de la inflación en el 2009 no se puede evaluar mecánicamente sobre la base de los efectos de base.

4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

A partir de septiembre se ha observado una intensificación y una ampliación de las turbulencias en los mercados financieros. Las tensiones se han propagado progresivamente desde el sector financiero a la economía real y se han materializado una serie de riesgos a la baja para la actividad económica identificados anteriormente, lo que ha provocado un descenso en el ritmo de actividad de la zona del euro durante el 2008. Las encuestas de opinión apuntan a un pronunciado deterioro de la actividad económica hacia finales de año. Al tener que hacer frente a un moderado crecimiento de la renta real, a una caída de la riqueza financiera, a un endurecimiento de las condiciones de concesión de créditos y a un empeoramiento de las perspectivas del mercado de trabajo, el gasto de los hogares se ha contraído. La inversión empresarial se ha debilitado a medida que descendía la rentabilidad, se atenúan las presiones sobre la capacidad productiva y el endurecimiento de las condiciones para la concesión de créditos aumentaba los costes de financiación y reducía los recursos disponibles. La inversión residencial también se ha moderado al enfriarse el mercado de la vivienda en varios países de la zona del euro. La demanda exterior ha retrocedido a medida que las economías avanzadas perdían dinamismo y que los mercados emergentes se veían cada vez más afectados por las turbulencias. El descenso del producto ha atenuado las presiones sobre la capacidad productiva de las empresas y parece que las tensiones en el mercado de trabajo han disminuido. La tasa de paro ha aumentado y las encuestas sobre las expectativas de creación de empleo han empeorado. Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema, de diciembre del 2008, prevén un crecimiento medio anual del PIB real en un intervalo comprendido entre el 0,8% y el 1,2% en el 2008, entre el -1% y el 0% en el 2009, y entre el 0,5% y el 1,5% en el 2010. Las perspectivas económicas siguen rodeadas de un grado de incertidumbre excepcionalmente elevado. Los riesgos para el crecimiento económico son a la baja.

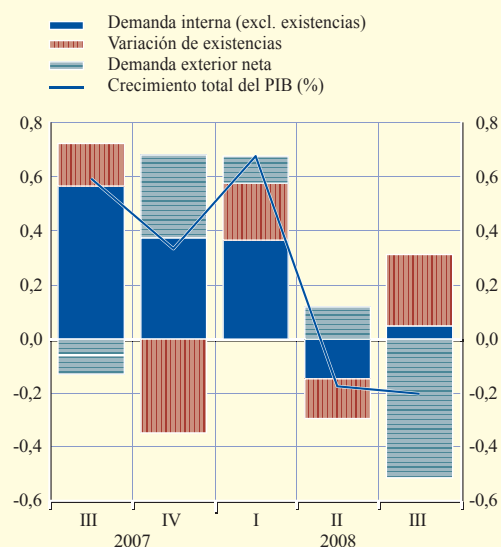
4.1 PIB REAL Y COMPONENTES DE LA DEMANDA

Al ralentizarse la economía mundial y debilitarse la demanda interna, el ritmo de actividad de la zona del euro disminuyó de forma acusada en el año 2008. El crecimiento intertrimestral del PIB real fue del -0,2% tanto en el segundo como en el tercer trimestre del 2008 (véase gráfico 46). Las perspectivas para la actividad económica son inciertas, dado que el efecto de la intensificación y la ampliación de las turbulencias en los mercados financieros sigue siendo difícil de valorar. Sin embargo, las encuestas de opinión apuntan a un empeoramiento de la actividad económica hacia finales de año.

El deterioro de la demanda durante los últimos seis meses fue generalizado en todos sus componentes. La demanda exterior se desaceleró a medida que se debilitaba la actividad en las economías avanzadas y los mercados emergentes se veían cada vez más afectados por la crisis financiera. La demanda interna también disminuyó. El aumento del precio de las materias primas redujo la renta y el gasto de los hogares en los primeros meses del año. Unas condi-

Gráfico 46 Crecimiento del PIB real y contribuciones

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



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

ciones de financiación más restrictivas y el descenso de la rentabilidad, así como la desaceleración del precio de la vivienda en varios países, dieron lugar a una moderación en la inversión. La desagregación del gasto en el tercer trimestre mostró que la demanda interna, excluida la variación de existencias, seguía estando relativamente estancada, compensándose en cierta medida el crecimiento moderado del consumo privado y la caída de la inversión con el aumento del gasto público. La demanda exterior neta redujo el crecimiento al mantenerse la debilidad de las exportaciones y recuperarse el crecimiento de las importaciones. La contribución de las existencias al crecimiento general fue positiva. En los apartados siguientes se examina con más detalle la evolución de la demanda.

CONSUMO PRIVADO

Al tener que hacer frente a un tímido crecimiento de la renta real, a una caída de la riqueza financiera, a un endurecimiento de las condiciones de concesión de créditos y a un empeoramiento de las perspectivas del mercado de trabajo, el gasto de los hogares se moderó significativamente en el 2008. El consumo privado se redujo en el segundo trimestre del año y se mantuvo sin cambios en el tercero. La tasa de crecimiento interanual fue la más baja desde 1993. Los datos disponibles sugieren una nueva moderación del gasto en el cuarto trimestre. En octubre, el volumen de ventas del comercio al por menor fue un 0,8% más bajo que en el mes anterior y las matriculaciones de automóviles cayeron un 3,7%, en términos intermensuales (véase gráfico 47). La confianza de los consumidores se deterioró de forma acusada en octubre y noviembre, hasta situarse en el nivel más reducido desde 1993.

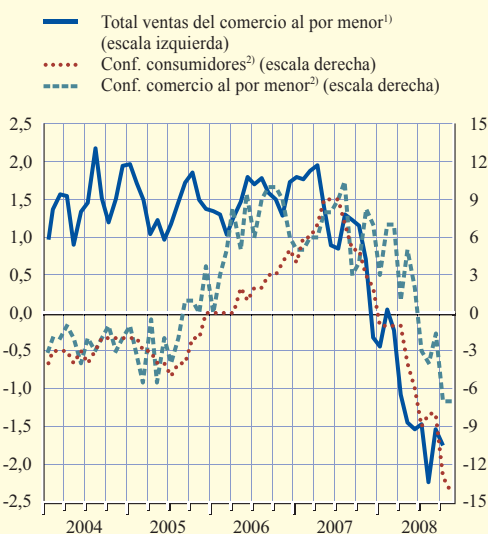
Las decisiones de gasto de los hogares se basan en distintos factores, pero un determinante fundamental es la renta. Durante el último año, el crecimiento de la renta real de los hogares ha experimentado una fuerte contracción. Los significativos aumentos registrados en el precio de las materias primas —en especial, los precios de los alimentos y de la energía— incrementaron el coste de la cesta de consumo habitual de los hogares. En el segundo trimestre del 2008, el crecimiento interanual de la renta real disponible de los hogares cayó hasta situarse en los niveles más bajos desde el 2003.

Las recientes caídas generalizadas observadas en los precios de las materias primas contribuirán a atenuar las presiones sobre la renta de los hogares y, en última instancia, deberían respaldar la recuperación del consumo privado. La inflación interanual medida por el IAPC ha caído desde el máximo alcanzado en julio y se espera que siga reduciéndose durante el primer semestre del 2009 (véase sección 3). Según la encuesta de opinión de los consumidores de la Comisión Europea, la preocupación de los hogares sobre la evolución de los precios también ha disminuido en cierta medida desde mediados de año.

No obstante, el efecto a corto plazo de las recientes caídas de precios sobre el consumo privado dependerá de la medida en que la mejora del poder adquisitivo anime a los hogares a incrementar el gasto en lugar del ahorro. Como se explicaba en el recuadro 5 del Boletín Mensual del BCE de julio del 2008, el

Gráfico 47 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.
2) Saldos netos; datos desestacionalizados ajustados a la media.

ciclo actual se ha caracterizado por un gasto de los hogares relativamente moderado, en el que el conjunto de la actividad económica ha crecido, en general, por encima del consumo privado. La evolución más reciente sugiere que los consumidores de la zona del euro han seguido siendo cautos. Al aumentar la inflación hacia finales del 2007 y comienzos del 2008, los hogares, en lugar de mantener el consumo mediante la disminución del ahorro, decidieron reducir el gasto. Ciertamente, según las cuentas institucionales de la zona del euro, la tasa de ahorro se elevó durante los cuatro trimestres anteriores al segundo trimestre del 2008.

Es probable que la actual crisis financiera haya sido uno de los factores determinantes de la reticencia de los hogares a gastar. Al caer en picado los mercados de valores durante el 2008, los hogares registraron pérdidas en su riqueza financiera. En la medida en que se percibió que estas pérdidas eran permanentes, puede que los hogares tomaran la decisión de frenar el gasto. Además, es posible que las turbulencias financieras hayan aumentado la incertidumbre de los hogares sobre las perspectivas económicas y les haya predispuesto a acumular ahorros por motivos de precaución frente a posibles caídas futuras de la renta.

Las malas perspectivas del mercado de trabajo puede que también hayan afectado al sentimiento de los consumidores y, por lo tanto, contenido el gasto. Las encuestas sobre las expectativas de creación de empleo de las empresas indican una moderación significativa en el crecimiento del empleo durante el próximo año (véase sección 4.2). Esto debería reducir las rentas del trabajo —aunque los estabilizadores fiscales automáticos, sobre todo a través de pagos sociales como las prestaciones por desempleo, deberían ayudar a amortiguar el efecto para los hogares—. El incremento del desempleo desde que comenzó el 2008 podría haber intensificado también la incertidumbre de los hogares sobre las perspectivas futuras de empleo. La encuesta de opinión de los consumidores de la Comisión Europea muestra la preocupación creciente de los hogares sobre las perspectivas del mercado de trabajo.

INVERSIÓN

El crecimiento de la inversión también se ha moderado en los últimos trimestres. El crecimiento intertrimestral fue relativamente resistente en el primer trimestre del 2008, debido en parte a que en muchos lugares de Europa el invierno fue inusualmente suave, lo que impulsó la construcción en ese periodo. Sin embargo, la inversión retrocedió de forma acusada en el segundo y tercer trimestres del año, constituyendo los primeros descensos trimestrales observados en cinco años.

La moderación observada en el crecimiento de la inversión refleja, en parte, una desaceleración de la inversión en construcción, que incluye la construcción residencial y la comercial. En los dos últimos años, el crecimiento del precio de la vivienda en varios países de la zona del euro se ha atenuado (véase el recuadro 4 en el Boletín Mensual del BCE de julio del 2008), reduciéndose los incentivos para invertir en construcción residencial. La encuesta de préstamos bancarios del BCE indica un sustancial endurecimiento de las condiciones de concesión de préstamos para la adquisición de vivienda desde que se inició la crisis financiera en el verano del 2007, lo que puede haber restringido el acceso de los hogares a la financiación y reducido, por lo tanto, la demanda de viviendas. Es probable que, junto con la debilidad actual de la renta disponible de los hogares y el empeoramiento del sentimiento de los consumidores, el actual estancamiento de los mercados de la vivienda en la zona del euro persista durante algún tiempo y que la inversión en construcción proporcione un menor respaldo al crecimiento.

La inversión excluida la construcción también se ha ralentizado recientemente, a medida que la debilidad de la demanda reducía la rentabilidad, las presiones sobre la capacidad productiva se atenuaban y el endurecimiento de las condiciones para la concesión de créditos aumentaba los costes de financiación

y reducía los recursos disponibles. Tras registrar unas fuertes tasas de crecimiento intertrimestrales durante gran parte del 2007, el crecimiento de la inversión excluida la construcción se moderó en el primer trimestre del 2008, y la inversión cayó en el segundo trimestre. Los indicadores disponibles sugieren el mantenimiento de la debilidad en la inversión durante el tercer trimestre, con una reducción de la producción de bienes de equipo (véase sección 4.2).

Un factor que influye en los gastos de capital es el coste y la disponibilidad de financiación. Desde que se inició la crisis financiera, se han endurecido las condiciones de concesión de créditos para las empresas. El coste de financiación total en términos reales, una medida agregada que combina el coste de la deuda y el capital con la financiación bancaria, ha aumentado (véase sección 2). El endurecimiento de las condiciones de concesión de créditos tenderá a poner freno al crecimiento de la inversión, pero es posible que el efecto se observe con retraso. Las empresas obtienen nuevos préstamos con fines de inversión de manera infrecuente, por lo que podrían haber tenido que recurrir a financiación comprometida anteriormente de las instituciones financieras. Además, aunque en términos agregados, el sector de las sociedades no financieras es prestatario neto, las empresas que desean invertir recurren en gran medida a fondos generados internamente, que han seguido siendo razonablemente abundantes a pesar del descenso observado en la rentabilidad durante el 2008. Ese puede ser uno de los motivos por los que la proporción de empresas participantes en la encuesta de opinión de la Comisión Europea que han señalado la financiación como factor que limita su producción continuó siendo relativamente reducida hasta julio del 2008. Sin embargo, en la encuesta de octubre, la preocupación de las empresas pertenecientes al sector servicios en relación con los factores financieros registró un aumento, lo que podría apuntar a que en el futuro el efecto de las condiciones de financiación sobre la inversión sería mayor.

Otra influencia importante en el estancamiento que se observa actualmente en las intenciones de inversión de las empresas ha sido probablemente el deterioro de la demanda. La menor demanda redujo las restricciones de financiación dentro de las empresas, lo que posiblemente palió la necesidad de las empresas de ampliar su capacidad productiva. Según la encuesta de opinión de la Comisión Europea, la utilización de la capacidad productiva en el sector industrial cayó por debajo de su media a largo plazo en octubre. La proporción de empresas que señalan la falta de equipo y de espacio como factor que limita la producción también disminuyó notablemente desde el máximo observado en el tercer trimestre del 2007.

También es posible que la menor demanda modere la rentabilidad, desalentando el gasto de capital. Al disminuir la demanda durante el 2008, la rentabilidad empresarial se ha reducido (véase sección 3). La tasa de crecimiento interanual del resultado económico bruto de las sociedades no financieras cayó en los dos primeros trimestres del 2008, registrando la tasa más baja de los últimos cinco años. Indicadores de rentabilidad basados en los mercados de valores apuntan a una nueva desaceleración del crecimiento de la rentabilidad empresarial en el segundo semestre del año (véase sección 2).

Las malas perspectivas para la demanda y la rentabilidad probablemente constituyan un significativo factor moderador del crecimiento de la inversión en el año próximo. Además, las empresas podrían ser también más reacias a efectuar desembolsos de capital si la incertidumbre sobre las perspectivas económicas es mayor. En un entorno incierto, las empresas pueden considerar que es mejor esperar y retrasar las decisiones de inversión hasta que se aclaren las perspectivas. Varios indicadores sugieren que las turbulencias que se han vuelto a registrar en los mercados financieros desde mediados de septiembre han intensificado la incertidumbre sobre las perspectivas económicas. Las medidas de volatilidad implícita derivadas de las opciones financieras se elevaron de forma acusada a partir de mediados de

septiembre (véase sección 2). La reciente encuesta a expertos en previsión económica efectuada por el BCE mostró, asimismo, un desacuerdo mayor de lo habitual entre sus participantes acerca de las perspectivas para el crecimiento del PIB durante el próximo año.

En general, se espera que la inversión empresarial sea muy débil en lo que resta del año, así como en el 2009. Un indicador de la posible magnitud de la desaceleración lo constituye la encuesta bianual sobre inversión industrial efectuada por la Comisión Europea, que informa de que las empresas esperan que los gastos de capital caigan en casi un 15% en el 2009.

DEMANDA EXTERIOR NETA

El entorno exterior se ha deteriorado significativamente, agravado por la crisis financiera y las fuertes tensiones existentes en los sistemas bancarios y en las condiciones de concesión de créditos a escala mundial (véase sección 1). En las economías avanzadas, el crecimiento se ha debilitado y los mercados emergentes se han visto cada vez más afectados por las turbulencias, lo que ha frenado la demanda de bienes y servicios de la zona del euro. Las exportaciones de la zona del euro cayeron en el segundo trimestre del 2008 y sólo se recuperaron ligeramente en el tercer trimestre; el crecimiento interanual alcanzó su nivel más bajo desde el 2003 en el tercer trimestre del año. Las encuestas de opinión apuntan a una continuación de la moderación en el crecimiento de las exportaciones en el cuarto trimestre.

De cara al futuro, las perspectivas a corto plazo para las exportaciones de la zona del euro siguen sin ser buenas, pues se espera que la actividad económica general mantenga su debilidad. Los índices de carteras de pedidos exteriores de las encuestas a los directores de compras y de la Comisión Europea han caído de forma significativa desde mediados de año. Los índices de clima de las exportaciones de la encuesta a los directores de compras para los principales países de la zona del euro se situaron en los niveles más bajos desde el 2001. No obstante, las exportaciones pueden verse favorecidas en cierta medida por la depreciación registrada en el tipo de cambio efectivo nominal del euro a partir de julio (véase sección 7), que debería mejorar la competitividad de los exportadores de la zona del euro.

En consonancia con la desaceleración de las exportaciones y de la demanda interna, las importaciones de la zona se moderaron en el segundo trimestre del 2008. Al esperarse que la demanda mantenga su debilidad, es probable que el crecimiento de las importaciones siga siendo contenido en el corto plazo. Sin embargo, el crecimiento de las importaciones se recuperó fuertemente en el tercer trimestre del 2008, lo que, junto con el tímido crecimiento de las exportaciones, dio lugar a que la demanda exterior neta tuviera una importante contribución negativa en el crecimiento del PIB. Dado que la demanda interior, excluida la variación de existencias, fue débil durante ese periodo, el aumento de las importaciones se vio reflejado en una acumulación de existencias. En el pasado, las contribuciones trimestrales de la demanda exterior neta y de las existencias han estado correlacionadas de forma muy negativa.

4.2 PRODUCTO, OFERTA Y MERCADO DE TRABAJO

Un determinante clave de las presiones inflacionistas a corto plazo es el equilibrio entre el producto agregado y la oferta potencial. La presión de la demanda sobre los recursos —la intensidad con la que las empresas utilizan el personal y el capital existentes y el grado de tensionamiento del mercado de trabajo— afecta a los costes de producción de las empresas y, a su vez, a sus decisiones en cuanto a los precios y a su poder de negociación. El producto de la zona del euro disminuyó a mediados de año y se prevé que mantendrá su debilidad en el corto plazo (véase el apartado sobre el producto por ramas

de actividad). Parece que las presiones sobre la capacidad productiva de las empresas han desaparecido ya. La utilización de la capacidad productiva en la industria ha caído. Los índices de las encuestas a los directores de compras apuntan a un acortamiento significativo en los plazos de entrega de los proveedores en el sector manufacturero y a una importante reducción de los pedidos pendientes tanto en la rama de servicios como en la industria. En el mercado de trabajo también parece que han disminuido las tensiones (véase el apartado sobre mercado de trabajo). El paro ha aumentado desde que comenzó el año y, según las encuestas de opinión de la Comisión Europea de octubre, la proporción de empresas que ha mencionado la escasez de mano de obra ha descendido.

De cara al futuro, la medida en que la constante debilidad de la demanda contribuye al aumento del nivel de capacidad ociosa en la economía —el equilibrio entre el producto real y el potencial— depende del efecto de los últimos acontecimientos sobre la oferta potencial de la economía. Es probable que algunas de las perturbaciones que afectan actualmente a la economía de la zona del euro reduzcan el crecimiento potencial. Pese a las recientes caídas de precios, el aumento del precio del petróleo, que es un factor importante en el proceso de producción, ha elevado los costes de producción y puede que haya hecho que algunas tecnologías no sean rentables. Dado que las empresas no suelen poder sustituir el petróleo por otros factores (capital o trabajo), al menos en el corto plazo, éstas podrían optar, en su lugar, por desechar maquinaria especialmente intensiva en energía, lo que reduciría el crecimiento potencial. Además, el incremento de las primas de riesgo en los mercados financieros ha elevado los costes de financiación, lo que debería entrañar una reducción de la inversión y una disminución del *stock* de capital (véase recuadro 7). Lo anterior podría limitar la capacidad de las empresas de financiar algunos proyectos de inversión u obligarles a posponer planes ya existentes. También podría limitar el acceso de las empresas al capital circulante, lo que afectaría también a la producción. Tomados en conjunto, estos factores sugieren que el crecimiento del producto potencial podría haberse moderado recientemente. Además, en caso de que los diferenciales de crédito y los precios del petróleo se mantuvieran persistentemente elevados durante un período de tiempo, la oferta potencial podría seguir siendo débil en el medio plazo.

Recuadro 7

EVOLUCIÓN DEL PRODUCTO POTENCIAL A LA VISTA DE LOS CAMBIOS ACAECIDOS EN LOS PRECIOS DEL PETRÓLEO Y EN LAS PRIMAS DE RIESGO DE CRÉDITO

En el contexto de las importantes perturbaciones que han afectado a la economía de la zona del euro, se prevé de forma generalizada que se producirá una acusada desaceleración de la actividad económica. No obstante, con el fin de evaluar en qué medida la pérdida de dinamismo prevista irá acompañada de una reducción de la utilización de recursos en la economía, se han de considerar los cambios que podrían registrarse en el producto potencial. Ya que parte de la desaceleración de la actividad podría deberse al efecto negativo de factores por el lado de la oferta, éstos podrían también hacer descender el producto potencial, de modo que la aparición de capacidad ociosa en la economía podría ser menor que en el caso de una recesión cíclica ocasionada solamente por la demanda.

Como es bien sabido, existen serias dificultades para medir el producto potencial en tiempo real. La Comisión Europea estima que, desde el año 2007 al año 2009, el crecimiento del producto potencial disminuirá del 2% al 1,5%, y la OCDE estima una reducción del 2,1% al 1,9% (véase cuadro).

El producto potencial depende de una serie de factores por el lado de la oferta relacionados con los factores de producción, tales como el capital, el trabajo y la energía, así como la productividad. Las variaciones en el crecimiento del producto potencial reflejarán, así, la evolución de los factores por el lado de la oferta, pero dichas variaciones podrían haber sido inducidas bien por la evolución cíclica o bien por la evolución estructural. Los ejemplos relativos al primer caso incluyen cambios cíclicos en la inversión o en la tasa de actividad; los relativos al segundo pueden derivarse de factores tales como las tendencias demográficas, las reformas institucionales, la innovación tecnológica o cambios persistentes en el coste de los factores que intervienen en el proceso de producción. Resulta difícil diferenciar, en tiempo real, los factores cíclicos de los factores estructurales. En principio, son sólo estos últimos los que importan a la hora de estimar el crecimiento tendencial del producto potencial¹.

Entre los posibles factores estructurales que están contribuyendo a una reducción del crecimiento del producto potencial en la coyuntura actual, este recuadro se centra en el efecto de dos perturbaciones que han afectado a la zona del euro, a saber, los incrementos de los precios del petróleo y el aumento de las primas de riesgo de crédito. Los precios del petróleo han sido muy volátiles en los últimos años, con fuertes subidas observadas a partir de mediados del verano del 2008 y acusadas caídas posteriormente. Dado que el petróleo se utiliza para generar producto, un aumento de los precios del petróleo da lugar a un incremento de los costes marginales para el mismo nivel de producción. Entonces, la igualdad entre coste marginal y producto marginal en la economía se restablece a través de una menor utilización de los factores de producción. Esto implicará, a su vez, una producción más baja. Además, los costes de financiación también se han incrementado desde mediados del 2007, tras una ampliación de los diferenciales de crédito. Si estos diferenciales siguieran siendo elevados durante un período de tiempo prolongado, la reducción de la demanda de capital sería más duradera y, por lo tanto, el producto potencial sería más bajo.

Se puede utilizar una función de producción para ilustrar la posible magnitud de esos efectos. Una subida del precio relativo de un factor de producción con respecto al precio del producto dará lugar a un incremento de su coste marginal real. En equilibrio, ello requiere un aumento de la productividad marginal, que se obtiene disminuyendo la utilización de ese factor, y, por lo tanto, reduciendo el producto. A su vez, la reducción de la utilización de ese factor de producción conlleva el deterioro de la productividad marginal de otros factores. Puede demostrarse que la medida en que lo anterior afecta al crecimiento del producto potencial depende realmente de la flexibilidad de los precios de otros factores y de la tasa a la que se desecha el capital. Es importante observar que cuanto menos

¹ Véanse los recuadros titulados «La fiabilidad o no fiabilidad de las estimaciones sincrónicas de la brecha de producción» y «Tendencias en el crecimiento del producto potencial de la zona del euro», publicados en los boletines mensuales de febrero y julio del 2005, respectivamente.

Estimaciones del crecimiento anual del producto potencial en la zona del euro

(tasas de variación interanual)

	2007	2008	2009
Comisión Europea	2,0	1,7	1,5
OCDE	2,1	2,0	1,9

Fuentes: Basado en las previsiones económicas de otoño de la Comisión Europea (2008), OECD Economic Outlook n.º 83, junio del 2008.

flexibles sean los precios, mayor será el ajuste a la baja del producto potencial. Del mismo modo, cuanto mayor sea la tasa mencionada, más intensos serán los efectos a corto plazo del crecimiento potencial.

En junio del 2008, la OCDE (2008)² utilizó una función de producción para elaborar algunas estimaciones del impacto que la persistencia de primas de riesgo y precios del petróleo más elevados tendría sobre el producto potencial. Dichas estimaciones se basan en el supuesto de que los precios del petróleo reales fueran un 170% superiores a su media de 20 años en la zona del euro (esto correspondería a precios del petróleo de 120 dólares estadounidenses por barril). Con numerosas cautelas, como documenta la OCDE, los precios del petróleo más elevados podrían reducir el crecimiento del producto potencial entre 0,1 y 0,2 puntos porcentuales, en términos anuales, en los primeros años del ajuste. Dado que los precios del petróleo han bajado sustancialmente desde el máximo alcanzado a mediados del verano, el posible efecto que podría calcularse partiendo del supuesto de que los precios del petróleo se mantuvieran en su nivel actual sería probablemente mucho más débil.

En el caso de los diferenciales de crédito, entre el segundo trimestre del 2007 (es decir, antes de que se iniciara la crisis financiera) y el tercer trimestre del 2008, las primas de los préstamos de las instituciones financieras monetarias a las sociedades no financieras han aumentado en torno a 50 puntos básicos. Las estimaciones de la OCDE, que se basan en un incremento estructural de los costes de financiación reales de una magnitud similar, implicarían un descenso del crecimiento del producto potencial comprendido entre -0,2 y -0,3 puntos porcentuales al año en los primeros años del ajuste.

Así pues, es de prever que la persistencia de diferenciales de crédito más elevados, que se materialicen en un coste de capital estructuralmente más alto, y de unos precios del petróleo también más elevados den lugar a una reducción del crecimiento del producto potencial. No obstante, conviene tener presente que, cuando se trata de estimar la magnitud de este efecto, es necesario tener en cuenta varios supuestos, y el impacto que se obtiene conlleva un elevado nivel de incertidumbre. Aún así, si se mantuviera durante un período más prolongado el alto nivel actual de las primas de riesgo, o si los precios del petróleo alcanzaran de nuevo niveles significativamente más elevados, ello incidiría negativamente en el crecimiento tendencial del producto potencial de la zona del euro en los años venideros.

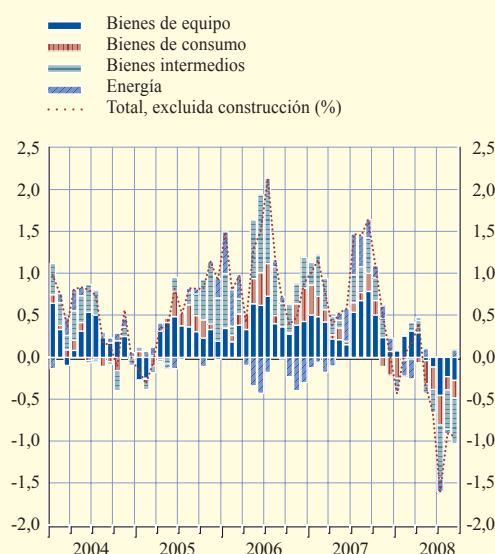
2 OCDE, «The implications of supply-side uncertainties for economic policy», OECD Economic Outlook n.º 83, junio del 2008.

PRODUCTO POR RAMAS DE ACTIVIDAD

En el pasado, los sectores industriales —las manufacturas y la construcción— han mostrado habitualmente una mayor sensibilidad al ciclo económico que otras ramas. Esto es lo que ha ocurrido también este año cuando la desceleración afectó con más intensidad a estos sectores, si bien se observó una moderación de la actividad en todos los sectores. El valor añadido en la industria (excluida la construcción) cayó en el segundo y tercer trimestres del 2008. La producción se redujo en los principales subsectores de la industria manufacturera, pero el descenso más reciente fue particularmente pronunciado

Gráfico 48 Crecimiento de la producción industrial y contribuciones

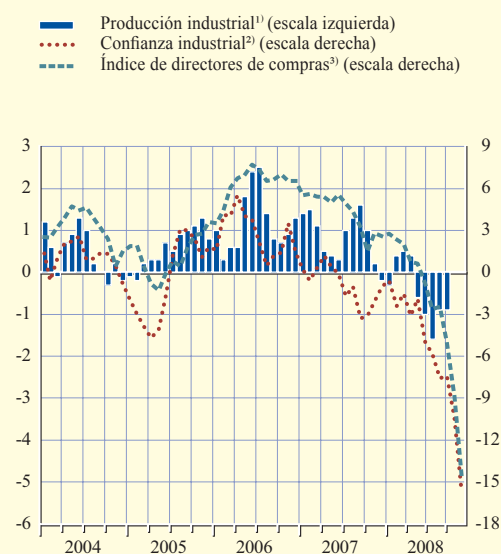
(tasa de crecimiento y contribuciones en puntos porcentuales; datos mensuales desestacionalizados)



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

Gráfico 49 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; variaciones en comparación con tres meses antes.
3) Índice de directores de compras; desviaciones con respecto al valor 50.

en la rama de bienes de equipo (véase gráfico 48). En meses anteriores, la demanda exterior, sobre todo de los países emergentes, había respaldado el crecimiento en dicha rama. Además, un importante *stock* de pedidos acumulados había mantenido la producción en niveles elevados. Sin embargo, a medida que se reducía la demanda de inversión a escala mundial y que los mercados emergentes se veían cada vez más afectados por la crisis financiera actual, los nuevos pedidos de bienes de equipo disminuyeron. La reciente desaceleración observada en la producción de bienes de equipo puede reflejar el agotamiento de los pedidos pendientes.

La actividad en la construcción se ha moderado al enfriarse los mercados de inmuebles residenciales. El valor añadido en la construcción cayó notablemente en el segundo trimestre del año. Como se ha mencionado en boletines mensuales anteriores, esta caída representa, en parte, una reacción técnica frente al crecimiento inusualmente elevado observado en los primeros meses del año, cuando las buenas condiciones meteorológicas en algunas partes de Europa impulsaron la construcción. Sin embargo, la tendencia general de la actividad en la construcción ha sido a la baja. Esta actividad también descendió en el tercer trimestre del 2008; las licencias de obra para nuevas viviendas residenciales cayeron de forma pronunciada, en términos interanuales, en agosto; y las encuestas de actividad apuntan a una debilidad continuada en la última parte del año.

La actividad en la rama de servicios ha sido más resistente que en otros sectores —aunque la tasa de crecimiento intertrimestral del 0,3% y el 0,2% en el segundo y tercer trimestres, respectivamente, ha sido la más baja desde comienzos del 2004—. Las encuestas sugieren el mantenimiento de la modera-

ción en la actividad de este sector en lo que resta de año. Dentro de los servicios, la desaceleración ha sido relativamente generalizada. Como consecuencia de la moderación del gasto de los hogares y de los aumentos de precios de los alimentos a comienzos de año, la actividad en la hostelería fue débil. También se dejó sentir en los sectores de transporte y comunicación el efecto de la desaceleración registrada en las manufacturas, un importante usuario intermedio de sus servicios.

Por el contrario, el crecimiento en la rama de actividades financieras y empresariales fue sólido en el segundo trimestre y siguió siendo positivo en el tercer trimestre. Con la turbulencia actual en los mercados financieros, que probablemente haya afectado a los servicios de intermediación financiera, se podría haber pensado que el declive en este sector sería más severo. Sin embargo, en él se incluye una amplia gama de actividades —por ejemplo, servicios jurídicos, de contabilidad, fiscales, de consultoría e inmobiliarios—, y no todas ellas se han visto afectadas directamente por la crisis. No obstante, las encuestas indican un descenso generalizado en todos estos subsectores en el pasado año, lo que sugiere que podrían registrarse nuevas reducciones en el valor añadido de las actividades empresariales.

De cara al futuro, las perspectivas a corto plazo para la actividad económica general se ha deteriorado marcadamente en los últimos meses. En la industria, los nuevos pedidos cayeron de forma acusada en el tercer trimestre. En noviembre, el índice sintético relativo al producto de la encuesta a los directores de compras registró la caída mensual más pronunciada, hasta alcanzar el nivel más bajo desde que comenzó la encuesta en 1998 (véase gráfico 49). La actividad retrocedió tanto en los servicios como en la industria al ritmo más rápido observado hasta el momento. Las encuestas de la Comisión Europea de noviembre también mostraron que la confianza empresarial se situaba en sus niveles más reducidos desde 1993. Estas encuestas suelen ser un buen indicador de la evolución de la actividad en la zona del euro, pero es posible que en estos momentos no reflejen con precisión lo que está ocurriendo, tal vez porque el sentimiento se ha visto afectado indebidamente por la reciente crisis financiera y por el pesimismo de la información publicada en los medios de comunicación. No obstante, como se mencionaba en el recuadro 6 del Boletín Mensual del BCE de noviembre de 2008, al menos hasta el tercer trimestre del año estas encuestas han seguido proporcionando una visión bastante buena de la evolución de las distintas ramas de actividad. Por lo tanto, las importantes caídas registradas en las encuestas en noviembre parecerían señalar un nuevo y marcado deterioro del ritmo de crecimiento subyacente de la economía de la zona del euro, siendo las perspectivas para el sector industrial particularmente adversas. Esta opinión se ve corroborada en cierta medida por evidencia anecdótica, que informa de ampliaciones del período de cierre de fábricas más allá de la Navidad en algunos sectores, de cancelación de pedidos y de una preocupación creciente sobre el efecto que tendrá el endurecimiento de las condiciones de concesión de créditos sobre la producción. En general, se espera que la actividad se debilite aún más en el cuarto trimestre del 2008 y que siga siendo muy moderada a comienzos del 2009.

MERCADO DE TRABAJO

En los últimos años, los mercados de trabajo de la zona del euro mejoraron significativamente. El empleo creció mucho, la tasa de actividad se elevó y, a comienzos del 2008, el desempleo había caído hasta su nivel más bajo desde el comienzo de los años ochenta. Como consecuencia, hacia finales del 2007 los mercados de trabajo estaban tensionados y aumentaron las presiones salariales (véase sección 3). Sin embargo, más recientemente, las perspectivas del mercado de trabajo se han deteriorado de modo significativo. La tasa de desempleo se ha incrementado desde que se inició el año 2008 y, aunque el crecimiento del empleo fue razonablemente sólido en los primeros meses del 2008, las encuestas de expectativas de creación de empleo han empeorado desde entonces. La demanda de mano

de obra ha retrocedido con más rapidez que la oferta de empleo disponible, y se espera que esto continúe así. Por consiguiente, se prevé que las presiones sobre el mercado de trabajo disminuyan en los próximos trimestres.

Aunque el crecimiento del empleo no ha mantenido el rápido ritmo observado en el 2007, en relación con el crecimiento del producto, el empleo ha resistido relativamente bien en el primer semestre del 2008. El empleo se desaceleró ligeramente, aumentando un 0,3%, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre del 2008, y un 0,2% en los tres meses siguientes (véase cuadro 8). El desfase entre los cambios en el empleo y la actividad no son inusuales. Tanto la contratación como el despido son costosos para las empresas, especialmente de los empleados con contratos indefinidos. Inicialmente, las empresas podrían haber tomado la decisión de esperar, para evaluar la posible magnitud de la desaceleración del crecimiento del producto antes de incurrir en gastos derivados de efectuar importantes ajustes de plantilla. Si al principio se hubiera previsto que la desaceleración iba a ser suave o relativamente corta, las empresas podrían haber decidido simplemente mantener la plantilla y hacer un uso menos intensivo de lo habitual de los trabajadores. Este atesoramiento de trabajo se hubiera hecho evidente en una reducción de las horas trabajadas y en una caída del producto producido por trabajador. De hecho, la productividad de la zona del euro, medida como valor añadido por trabajador, aumentó en el segundo semestre del 2008 a un ritmo mucho menor que en periodos anteriores (véase gráfico 51) y el crecimiento anual de la media de horas trabajadas se redujo en el primer semestre del 2008, frente al 2007. Otra opción habría sido que las empresas hubieran tomado inicialmente la decisión de reducir el número de trabajadores, absteniéndose de sustituir a los trabajadores que se jubilaran o que abandonaran la empresa o reduciendo el número de trabajadores con contratos temporales, cuyo despido es más barato. Según las estadísticas de la encuesta de población activa, en el segundo trimestre del 2008 el crecimiento interanual del empleo temporal disminuyó con mucha más rapidez que el empleo indefinido. Lo anterior puede que haya reflejado también el significativo freno registrado en la actividad del sector de la construcción, que depende fuertemente del empleo temporal.

De cara al futuro, las perspectivas a corto plazo para la demanda dependen de cómo cambie la valoración de las empresas de las perspectivas económicas, a medida que se deteriore la economía. Las encuestas sugieren que, al intensificarse la desaceleración y aumentar la posibilidad de que se prolongue el período de moderación de la actividad, las empresas han revisado a la baja sus intenciones de crea-

Cuadro 8 Crecimiento del empleo

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

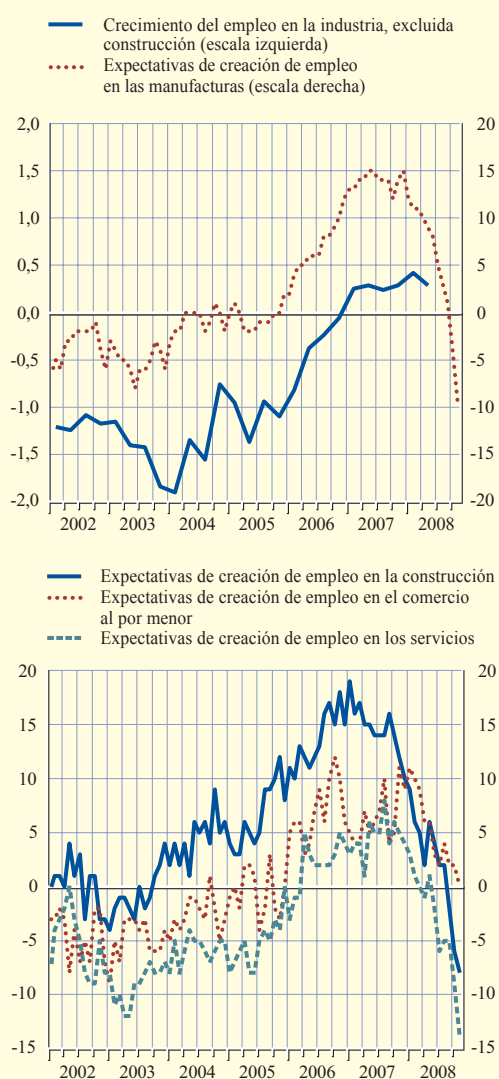
	Tasas interanuales		Tasas intertrimestrales				
	2006	2007	2007 II	2007 III	2007 IV	2007 I	2008 II
Total de la economía	1,6	1,8	0,5	0,4	0,3	0,3	0,2
<i>Del cual:</i>							
Agricultura y pesca	-1,9	-1,2	-0,4	-1,2	-0,5	0,5	-1,0
Industria	0,5	1,4	0,2	0,0	0,1	0,2	-0,3
Excluida la construcción	-0,4	0,3	0,1	0,0	0,1	0,2	0,0
Construcción	2,6	3,9	0,5	0,0	0,0	0,1	-1,1
Servicios	2,2	2,1	0,7	0,6	0,4	0,4	0,4
Comercio y transporte	1,6	1,8	0,9	0,7	0,1	0,4	0,4
Finanzas y empresas	3,9	4,1	1,3	0,8	0,7	0,9	0,4
Administración pública ¹⁾	1,9	1,3	0,1	0,5	0,4	0,0	0,5

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Incluye también educación, salud y otros servicios.

Gráfico 50 Crecimiento del empleo y expectativas de creación de empleo

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



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

ción de empleo y las perspectivas para el mercado de trabajo han empeorado notablemente. En noviembre, tanto la encuesta a los directores de compras como las de la Comisión Europea relativas a las expectativas de creación de empleo cayeron hasta aproximarse a los niveles más bajos observados desde el 2003 (véase gráfico 50).

Las consecuencias de la moderación esperada en la demanda de empleo dependen, en parte, de cómo evolucione la oferta de mano de obra. Los aumentos de la población activa reflejan variaciones en la población en edad de trabajar y en la disposición de los individuos a participar en ella. Al igual que la demanda de empleo se mantuvo relativamente sólida hasta mediados de año, también se mantuvo el crecimiento de la oferta de mano de obra. La población en edad de trabajar creció de forma sostenida y la tasa de actividad mejoró. El crecimiento interanual de la población activa en el segundo trimestre del 2008 se aproximó a la media de los últimos dos años.

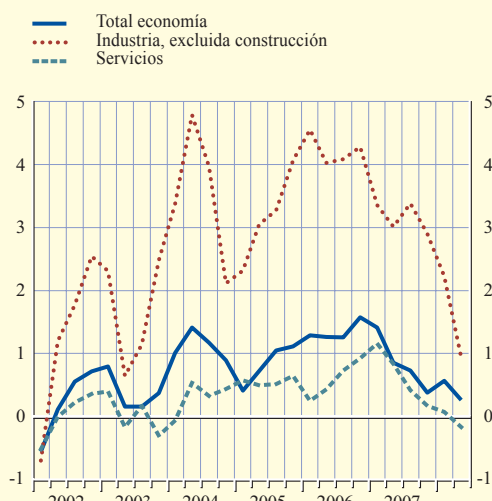
A medida que se desacelera la economía, es probable que la oferta potencial de empleo crezca con menos rapidez. Al disminuir el número de puestos de trabajo vacantes, los individuos podrían sentirse desanimados y no buscar trabajo. Las tasas de actividad descenderían al abandonar los trabajadores la población activa. En el medio plazo, la población activa disponible también podría reducirse si los trabajadores siguieran desempleado por períodos de tiempo prolongados. Probablemente, las personas sin trabajo verían cómo se deterioran sus cualificaciones o cómo éstas dejan de ser pertinentes en relación con los requisitos exigidos por las empresas. Puede, entonces, que les resulte cada vez más difícil encontrar trabajo, incluso cuando empiece a recuperarse la actividad. Como se explica en el recuadro 8, por eso es importante que los

Gobiernos de la zona del euro adopten medidas relativas al mercado de trabajo que puedan reducir la posibilidad de que se produzca tal deterioro estructural en el desempleo y en las tasas de actividad.

En resumen, la conjunción de una demanda de empleo moderada y de un crecimiento más sostenido de la oferta potencial de mano de obra sugiere que las tensiones en los mercados de trabajo han empezado a disminuir. Aunque sigue siendo bastante reducida desde el punto de vista histórico, la tasa de desempleo en la zona del euro ha crecido notablemente desde comienzos de año, pasando del 7,2% en el primer trimestre del año al 7,7% en octubre. El número de parados se incrementó en 225.000 personas en

Gráfico 51 Productividad del trabajo

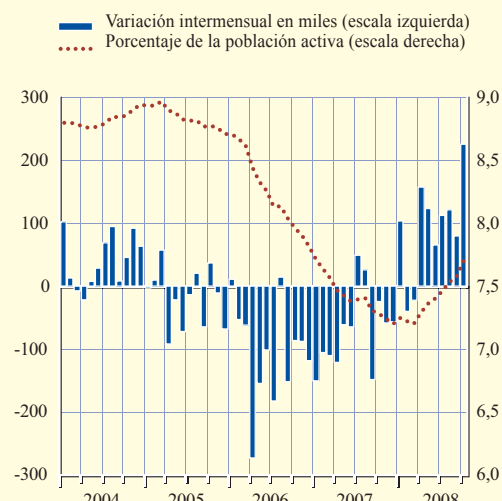
(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico 52 Desempleo

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

octubre, por séptimo mes consecutivo, constituyendo la mayor subida desde 1993 (véase gráfico 52). En ese mes, las encuestas de opinión de la Comisión Europea también indicaron un descenso en la proporción de empresas que informaban de que la escasez de mano de obra limitaba la producción. Al reducir las empresas sus demandas de empleo, es de esperar que, el año próximo, disminuyan las presiones en el mercado de trabajo.

Recuadro 8

POLÍTICAS ESTRUCTURALES EN TIEMPOS DE CRISIS

En vista de la crisis financiera actual y de la contracción de la actividad económica en la zona del euro, en este recuadro se abordan brevemente las medidas de política fiscal y estructural adoptadas para aumentar la capacidad de resistencia de la economía y estimular la productividad y la innovación, con el fin de sostener la recuperación y el crecimiento económicos a largo plazo. La política monetaria, al lograr que las expectativas de inflación se mantengan firmemente ancladas, de conformidad con la definición de estabilidad de precios del BCE de mantener la tasa de inflación en un nivel inferior, pero próximo, al 2% en el medio plazo, refuerza la confianza y contribuye a la recuperación económica. Sin embargo, es evidente que la política monetaria no puede resolver la situación en regiones o sectores concretos o crear las condiciones estructurales para una asignación eficiente de trabajadores y la reestructuración de empresas. Es probable que los países con unos mercados de trabajo y de productos estructuralmente rígidos y con desequilibrios fiscales relativamente abultados y administraciones públicas ineficientes resistan peor la crisis y estén más expuestos a la desaceleración general. A largo plazo, el crecimiento del producto de un país dependerá también, entre otros factores, del grado en el que la crisis y la recesión económicas afecten al producto potencial a través

de la reestructuración de empresas, los ajustes en el mercado de trabajo y la calidad de las actividades del sector público.

En la coyuntura actual, resulta crucial que los Gobiernos no pospongan, sino que antes bien adopten medidas decididas para acometer en sus países las reformas estructurales necesarias y mejoren la calidad de las finanzas públicas de conformidad con la Estrategia de Lisboa. Tales medidas son preferibles a una gestión de la demanda a corto plazo, dado que sientan unas bases sólidas para la recuperación, así como para el crecimiento y el empleo a medio y largo plazo. En una reciente Comunicación¹, publicada como base para la discusión de un Plan Europeo de Recuperación Económica en el Consejo Europeo, la Comisión Europea propuso también una serie de medidas de política fiscal y estructural. En ese sentido, resulta importante mantener la disciplina y una perspectiva de medio plazo en la formulación de políticas macroeconómicas. La experiencia ha demostrado que el activismo en la política económica solamente ha provocado la acumulación de desequilibrios fiscales y no ha contribuido a resolver los problemas económicos y estructurales subyacentes.

Medidas para estimular el mercado de trabajo y el crecimiento de la productividad²

En el mercado de trabajo se necesitan medidas que ayuden a contener el efecto de la crisis financiera y logren que la recuperación económica se inicie sin que se produzca un deterioro estructural de los niveles de empleo y se reduzca la tasa de actividad a largo plazo. Estas medidas son las siguientes:

- (a) Medidas que apoyen la flexibilización de los salarios y la moderación del crecimiento salarial: Entre ellas se incluye la abolición de los sistemas de indicación de los salarios para contribuir a reducir la subida de los salarios y la presión de los costes que sufren las empresas, facilitando con ello la competencia y favoreciendo el empleo. En un entorno en el que los sectores se han visto afectados de manera diferente por la crisis, serían beneficiosas las características institucionales de los sistemas de negociación que puedan ayudar a que los salarios reflejen la evolución de la productividad a nivel local, las condiciones del desempleo y la competencia entre empresas. En concreto, en los sectores y países más afectados por la crisis, la reducción de precios y costes por unidad de producto favorecerá la demanda y el empleo. Además, al tratar de la legislación sobre el salario mínimo, conviene centrarse en el apoyo del empleo y en evitar pérdidas de empleo, pues esto afectaría principalmente a las partes de la sociedad menos cualificadas y más débiles.
- (b) Medidas que apoyen el empleo: Las reformas encaminadas a reforzar la efectividad y la eficiencia de las políticas laborales activas y de las oficinas públicas de empleo contribuirán a la formación de los parados y a que encuentren nuevos empleos. En el caso de los trabajadores ocupados, una mayor flexibilidad de la jornada laboral puede proporcionar a las empresas el margen adicional que necesitan para reducir la jornada en momentos concretos, según las necesidades de producción, sin tener que efectuar despidos y, por tanto, sin perder un capital humano valioso. Una mayor flexibilidad en la renovación de los contratos temporales también podría contribuir a sostener el empleo durante la crisis.

1 Comunicación de la Comisión Europea al Consejo Europeo – Un Plan Europeo de Recuperación Económica, 26 de noviembre de 2008.

2 Véase, por ejemplo, BCE (2008) «Labour Supply and Employment in the Euro Area Countries», 2008 Structural Issues Report.

- (c) Medidas que faciliten el ajuste económico en el medio plazo: Otras medidas pueden ayudar a promover la capacidad de ajuste de la economía en el medio plazo y sentar las bases para la recuperación, evitando el ascenso del paro estructural. Entre estas medidas se encuentra las encaminadas a fomentar la movilidad laboral geográfica (tanto dentro de los países como entre ellos) y ocupacional, como la portabilidad de las pensiones y el reconocimiento internacional del nivel de estudios alcanzados, que favorecería la redistribución de la actividad entre sectores. Las reformas de los sistemas de prestaciones por desempleo que estipulen el nivel adecuado y/o la duración de las prestaciones que eviten los desincentivos a aumentar la oferta de trabajo y una presión adicional al alza sobre los costes laborales. Una reducción de la cuña fiscal sobre el empleo mediante una modificación de los impuestos y de las cotizaciones sociales puede ayudar a mantener la oferta de mano de obra y el empleo al disminuir las cotizaciones que han de pagar los empresarios y, en el caso de los trabajadores, estrechar la brecha existente entre los salarios brutos y netos. El hecho de flexibilizar la legislación de protección del empleo reduce los desincentivos de las empresas a contratar nuevos trabajadores. Por último, las medidas destinadas a facilitar la transferencia de cualificaciones y a cambiar su estructura mediante la mejora de las actividades educativas aumentan la posibilidad de encontrar empleo en el medio y largo plazo.

En los mercados de productos, son necesarias medidas que alivien la carga regulatoria de las empresas existentes, intensifiquen la competencia y estimulen la innovación. Estas medidas son las siguientes:

- (a) Medidas encaminadas a potenciar la capacidad de resistencia: Las políticas que disminuyen la regulación relativa a las empresas existentes e intensifican la competencia son beneficiosas para los consumidores en cuanto que reducen los precios y, por tanto, aumentan el poder adquisitivo de los hogares. Esto es lo que ocurre en la rama de servicios (como los servicios de red y el comercio al por menor) y en la agricultura. Junto con las ganancias de productividad derivadas del desplazamiento de la oferta hacia las empresas más eficientes, es probable que tales medidas estimulen la demanda agregada a medio plazo e incrementen la capacidad de resistencia de la economía de la zona del euro a la hora de hacer frente a perturbaciones adversas.
- (b) Medidas que estimulen la productividad y la innovación. En países con margen de maniobra presupuestario, puede recomendarse un aumento del gasto público en Investigación y Desarrollo (I + D) para estimular la demanda agregada, así como la productividad y la competencia a largo plazo, a través de la innovación. Además, en un entorno regulador sólido, un mercado adecuado para el capital-riesgo logrará que las empresas de reciente creación y las pequeñas y medianas empresas (PYMES) encuentren las fuentes de financiación idóneas. La colaboración de los sectores público y privado también puede ayudar en el caso de proyectos especialmente complejos o que exija una financiación muy elevada. Las barreras a la entrada, así como las barreras regulatorias a la creación de nuevas empresas, deberían relajarse o eliminarse para facilitar la reestructuración del sector empresarial mediante la creación de nuevas empresas.

Medidas fiscales de calidad y de fomento del crecimiento

Las medidas encaminadas a mejorar la calidad de las finanzas públicas, y que afectan tanto al nivel como a la composición de los ingresos y los gastos públicos, tienen por objeto la obtención de los

beneficios económicos a largo plazo derivados de una asignación y un uso más efectivos y eficientes de los recursos presupuestarios para las prioridades estratégicas identificadas. El gasto productivo tiene un efecto positivo sobre el potencial de crecimiento de una economía al incrementar la productividad marginal del capital y/o la productividad del trabajo o la productividad total de los factores. En este sentido, el gasto público «esencial» puede ser tan importante para el crecimiento del producto a largo plazo como el capital privado y el trabajo³. Este gasto puede aumentar, directa o indirectamente, el *stock* de capital humano y físico y el progreso técnico en la economía, creando sinergias para las actividades privadas. Además, los servicios públicos se deben proporcionar de una manera eficiente en los costes. Por último, tomando como dado un determinado nivel de gasto público de «gran calidad», es importante que la estructura de financiación correspondiente minimice las distorsiones impositivas y tenga en cuenta la simplicidad y la transparencia en la administración y en las reglas impositivas.

La evidencia disponible apunta a los efectos negativos sobre el crecimiento de Gobiernos excesivamente grandes, en particular si está asociado a una elevada carga impositiva sobre el trabajo y el capital y a un gasto ineficiente⁴. Además, los estudios empíricos sobre la eficiencia del gasto público muestran que, en la zona del euro y en general en Europa, ésta aún se puede mejorar significativamente⁵. Las prácticas de buen gobierno relativas a las finanzas públicas (v.g., las reglas fiscales), además de promover la disciplina fiscal y la sostenibilidad, pueden contribuir también a reorientar el gasto público hacia partidas de gasto que favorezcan más el crecimiento mediante el uso de menores recursos presupuestarios para otros fines.

En resumen, las políticas fiscales son de gran calidad y fomentan el crecimiento si cumplen los siguientes requisitos:

- proporcionan un entorno institucional favorable al crecimiento y a unas finanzas públicas saneadas;
- limitan los compromisos al papel esencial de Gobierno de proveer bienes y servicios;
- establecen incentivos al crecimiento y al fomento del empleo para el sector privado;
- hacen un uso eficiente de los recursos públicos;
- financian las actividades públicas y, cuando proceda, las actividades del sector privado con un sistema impositivo eficiente y estable;
- fomentan la estabilidad macroeconómica a través de unas cuentas públicas estables y sostenibles.

Tales medidas deberían ser coherentes con el principio de una economía de mercado abierta con libre competencia para evitar situaciones en las que el apoyo del Gobierno a las empresas nacionales discrimine a las empresas extranjeras.

3 El gasto esencial puede incluir el gasto en seguridad interna y externa, servicios administrativos esenciales y justicia, niveles básicos de investigación, educación y salud, un nivel mínimo de seguridad social e infraestructura pública.

4 A. Afonso, W. Ebert, L. Schuknecht y M. Thöne, «Quality of Public Finances and Growth», Documento de Trabajo del BCE n.º 438, 2005, y Comisión Europea, «Public finances in EMU – 2008» European Economy, 4 de julio de 2008.

5 S. Deroose y C. Kastrop (eds.), «The Quality of Public Finances: Findings of the Economic Policy Committee-Working Group (2004-2007)», Documento Ocasional de la Comisión Europea 37, 2008.

4.3 PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

A partir de septiembre se ha observado una intensificación y una ampliación de las turbulencias en los mercados financieros. Las tensiones se han propagado progresivamente desde el sector financiero a la economía real y se han materializado una serie de riesgos a la baja para la actividad económica identificados anteriormente, lo que ha provocado un descenso en el ritmo de actividad de la zona del euro durante el 2008. Las encuestas de opinión apuntan a un pronunciado deterioro de la actividad económica hacia finales de año. Al tener que hacer frente a un moderado crecimiento de la renta real, a una caída de la riqueza financiera, a un endurecimiento de las condiciones de concesión de créditos y a un empeoramiento de las perspectivas del mercado de trabajo, el gasto de los hogares se ha contraído. La inversión empresarial se ha debilitado a medida que descendía la rentabilidad, se atenuaban las presiones sobre la capacidad productiva y el endurecimiento de las condiciones para la concesión de créditos aumentaba los costes de financiación y reducía los recursos disponibles. La inversión residencial también se ha moderado al enfriarse el mercado de la vivienda en varios países de la zona del euro. La demanda exterior ha retrocedido a medida que las economías avanzadas perdían dinamismo y que los mercados emergentes se veían cada vez más afectados por las turbulencias. El descenso del producto ha atenuado las presiones sobre la capacidad productiva de las empresas y parece que las tensiones en el mercado de trabajo han disminuido. La tasa de paro ha aumentado y las encuestas sobre las expectativas de creación de empleo han empeorado.

Las perspectivas para la actividad económica son extraordinariamente inciertas, debido en gran medida a la intensificación y ampliación de las turbulencias en los mercados financieros. Se prevé que la debilidad económica mundial y el estancamiento de la demanda interna se mantendrá en los próximos trimestres. Según las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, de diciembre de 2008, debería producirse una recuperación gradual, sostenida por la caída del precio de las materias y dando por supuesto que el entorno externo y las tensiones financieras mejoren. Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema prevén un crecimiento medio anual del PIB real en un intervalo comprendido entre el 0,8% y el 1,2% en el 2008, entre el -1% y el 0% en el 2009, y entre el 0,5% y el 1,5% en el 2010. En comparación con las proyecciones elaboradas por los expertos del BCE en septiembre, estas cifras representan una sustancial revisión a la baja.

Los riesgos para el crecimiento económico son a la baja y están relacionados principalmente con la posibilidad de que el impacto de las turbulencias existentes en los mercados financieros sobre la economía real sea más significativo, así como con la preocupación acerca de las presiones proteccionistas y la posible evolución desordenada consecuencia de los desequilibrios mundiales.

5 EVOLUCIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS

Las actuales perspectivas de las finanzas públicas apuntan a un fuerte deterioro de los saldos presupuestarios de la zona del euro, con crecientes riesgos a la baja. Según las previsiones económicas de otoño del 2008 de la Comisión Europea, que no reflejan completamente la reciente desaceleración macroeconómica, la ratio media de déficit de las Administraciones Públicas aumentará considerablemente en el 2008 y el 2009. Se espera que tres países de la zona del euro presenten un déficit igual o superior al valor de referencia del 3% del PIB en el 2008. El deterioro de las perspectivas de las finanzas públicas es consecuencia del empeoramiento del entorno macroeconómico, así como de los recortes impositivos realizados en varios países. Los riesgos para las previsiones relativas a los saldos presupuestarios están claramente a la baja, debido a unas perspectivas macroeconómicas inciertas, al impacto fiscal de la crisis financiera y a la adopción prevista de medidas de estímulo fiscal. Para mantener la confianza en la solidez de las políticas fiscales, es esencial que todas las partes interesadas cumplan el compromiso de aplicar integralmente las disposiciones del Pacto de Estabilidad y Crecimiento.

EVOLUCIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS EN EL 2008

Las perspectivas de las finanzas públicas de la zona del euro muestran un acusado deterioro de los saldos presupuestarios. Según las previsiones económicas de otoño de la Comisión Europea, publicadas el 3 de noviembre de 2008, la ratio media de déficit de las Administraciones Públicas de la zona del euro se situará en el 1,3% del PIB en el 2008 (véase cuadro 9), frente al 0,6% del 2007, lo que señala el fin del constante descenso observado en los últimos años. En comparación con los programas de estabilidad actualizados de finales del 2007, esta cifra representa un deterioro de 0,4 puntos porcentuales con respecto a los objetivos fijados inicialmente para la zona del euro, y es consecuencia de los recortes impositivos, de la reducción de los ingresos y de la elevación del gasto primario. Para el 2008,

Cuadro 9 Evolución de las finanzas públicas de la zona del euro

(en porcentaje del PIB)	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Previsiones económicas de la Comisión Europea, otoño del 2008						
a. Ingresos totales	44,6	44,8	45,3	45,5	45,0	45,0
b. Gastos totales	47,5	47,3	46,6	46,1	46,3	46,9
De los cuales:						
c. Gasto por intereses	3,1	2,9	2,9	3,0	3,0	2,9
d. Gasto primario (b - c)	44,4	44,4	43,8	43,1	43,3	43,9
Saldo presupuestario (a - b)	-2,9	-2,5	-1,3	-0,6	-1,3	-1,8
Saldo presupuestario primario (a - d)	0,2	0,4	1,6	2,3	1,6	1,1
Saldo presupuestario ajustado de ciclo	-2,7	-2,2	-1,5	-1,2	-1,6	-1,4
Deuda bruta	69,5	70,0	68,3	66,1	66,6	67,2
Pro memoria: PIB real (tasa de variación interanual)	2,2	1,7	2,9	2,7	1,2	0,1
Medias de la zona del euro basadas en los programas de estabilidad actualizados para 2007-2008						
Saldo presupuestario			-1,5	-0,8	-0,9	-0,4
Saldo presupuestario primario			1,5	2,2	2,1	2,3
Saldo presupuestario ajustado de ciclo			-1,4	-1,0	-0,9	-0,5
Deuda bruta			68,4	66,4	64,9	63,3
Pro memoria: PIB real (tasa de variación interanual)			3,0	2,7	2,3	2,2

Fuentes: Comisión Europea, programas de estabilidad actualizados para 2007-2008 y cálculos del BCE.

Notas: Los datos excluyen los ingresos generados por la venta de licencias UMTS. Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo. Las cifras incluyen a Chipre, Malta y Eslovaquia para todos los años.

la Comisión prevé que Francia, Irlanda y Malta registren una ratio de déficit igual o superior al valor de referencia del 3% del PIB, mientras que en el 2007 sólo Grecia arrojó un déficit superior al 3% del PIB. El déficit de las Administraciones Públicas de Grecia correspondiente al 2007 se ha revisado al alza hasta el 3,5% del PIB en la notificación de otoño del 2008 de Eurostat, frente al 2,8% del PIB de la notificación de primavera del mismo año. Eurostat retiró sus reservas respecto a la notificación de primavera del 2008, tras registrarse correctamente las ayudas de la UE y mejorarse la cobertura de los fondos extrapresupuestarios y de los fondos de las Administraciones locales y de las administraciones de Seguridad Social.

Incluso si no se tienen en cuenta los efectos de las intervenciones estatales a gran escala encaminadas a estabilizar las instituciones financieras, la Comisión prevé un aumento de la ratio de deuda bruta de las Administraciones Públicas de la zona del euro, desde el 66,1% del PIB en el 2007, hasta el 66,6% del PIB en el 2008¹. Eurostat está revisando el tratamiento estadístico de la mayor parte de las operaciones de rescate, con objeto de que se aplique un enfoque uniforme.

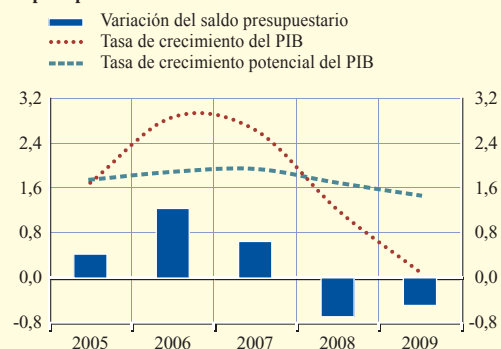
FACTORES DETERMINANTES DE LA EVOLUCIÓN PRESUPUESTARIA EN EL 2008

El deterioro del saldo presupuestario de la zona del euro es consecuencia, en parte, del descenso de la tasa media de crecimiento interanual del PIB real (véase gráfico 53). En particular, la desaceleración económica ha tenido un impacto negativo sobre la ratio de ingresos en relación con el PIB, en la medida en que se ha reducido la base impositiva y se ha pasado de los cuantiosos ingresos tributarios derivados del crecimiento de los salarios y del consumo privado (nominal) a una menor recaudación impositiva derivada de la demanda exterior. En varios países, parte de la reducción de los ingresos está relacionada con

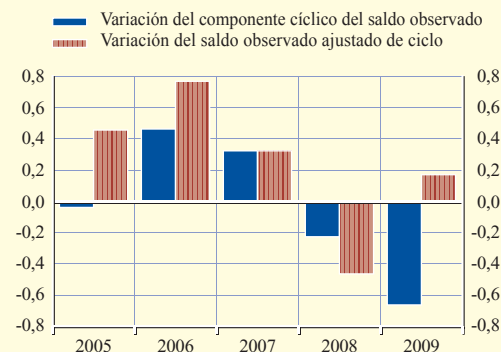
Gráfico 53 Determinantes de la evolución presupuestaria de la zona del euro

(en puntos porcentuales del PIB; tasas de variación)

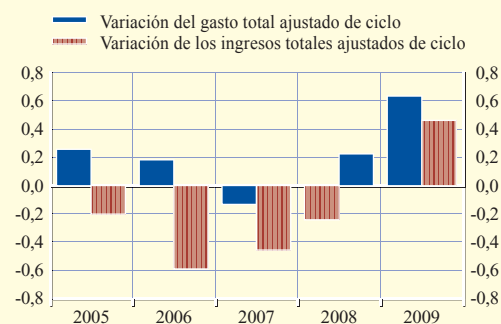
a) Crecimiento del PIB y variación interanual del saldo presupuestario



b) Variaciones interanuales del saldo ajustado de ciclo y del componente cíclico del saldo observado



c) Variaciones interanuales de los determinantes del saldo presupuestario ajustado de ciclo



Fuentes: Comisión Europea (previsiones económicas de otoño del 2008) y cálculos del BCE.
Nota: Chipre, Malta y Eslovaquia se incluyen en el agregado de la zona del euro.

¹ Los costes fiscales de las intervenciones estatales destinadas a respaldar al sector financiero son extremadamente difíciles de evaluar. A finales de noviembre del 2008, el posible efecto directo de las anunciadas medidas estatales de rescate sobre la deuda de las Administraciones Públicas de la zona del euro se estimó en 288,6 mm de euros (en torno al 3% del PIB de la zona); el impacto de las medidas adoptadas sobre el déficit público de la zona del euro se estimó en 2,5 mm de euros (alrededor del 0,03% del PIB de la zona) y el impacto sobre los pasivos contingentes del sector público se estimó en 2 billones de euros (el 21% del PIB de la zona del euro).

los precios de los activos (a través, por ejemplo, del impuesto del timbre). La ratio de gasto se ha elevado, como resultado del incremento básicamente cíclico de las prestaciones y transferencias sociales. Además del impacto del deterioro macroeconómico, la ratio de déficit ha aumentado, debido a los recortes impositivos realizados en varios países de la zona del euro. Por consiguiente, el mayor déficit presupuestario ajustado de ciclo es reflejo de esta relajación discrecional, así como de la desaparición de los ingresos extraordinarios.

El deterioro del saldo presupuestario agregado de la zona del euro oculta notables divergencias entre los distintos países. En comparación con las previsiones de primavera del 2008 de la Comisión Europea, las perspectivas presupuestarias se han deteriorado de forma significativa en Irlanda, España y Malta, donde la ratio de déficit se ha revisado a la baja en 4,1, 2,2 y 2,2 puntos porcentuales, respectivamente. En cambio, la Comisión Europea ha revisado al alza sus previsiones respecto al saldo presupuestario de las Administraciones Públicas en Alemania, Luxemburgo, Eslovenia y Finlandia.

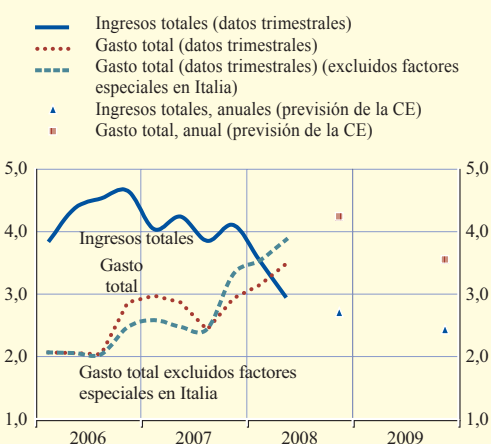
Los datos trimestrales disponibles hasta el segundo trimestre del 2008 muestran que el crecimiento de los ingresos totales ha disminuido en relación con los elevados niveles registrados anteriormente, mientras que el crecimiento del gasto ha aumentado, especialmente si se corrige por el efecto de los factores especiales en Italia (véase gráfico 54). De cara al futuro, se prevé que la tasa de crecimiento de los ingresos anuales siga descendiendo y que se mantenga muy por debajo de la tasa de crecimiento del gasto a lo largo del horizonte de la predicción.

PERSPECTIVAS DE LAS FINANZAS PÚBLICAS EN EL 2009

Para el 2009, sobre la base de la información disponible hasta el otoño, la Comisión prevé que el déficit medio de la zona del euro seguirá creciendo, hasta alcanzar el 1,8% del PIB, como consecuencia, principalmente, de la situación macroeconómica menos favorable, mientras que el saldo presupuestario ajustado de ciclo mejorará ligeramente. Se prevé un deterioro de las situaciones presupuestarias en todos los países de la zona del euro, a excepción de Grecia, Malta y Eslovaquia. En Irlanda y Francia se espera que el déficit de las Administraciones Públicas se mantenga por encima del valor de referencia del 3% del PIB. Los riesgos para las previsiones relativas a los saldos presupuestarios están claramente a la baja, debido a unas perspectivas macroeconómicas inciertas, al impacto fiscal de la crisis financiera y a la adopción prevista de medidas de estímulo fiscal en Europa. Los indicadores macroeconómicos publicados recientemente y las últimas proyecciones elaboradas por los expertos del Eurosistema (véase sección 6) señalan que algunos de estos riesgos se han materializado, lo que sugiere que las perspectivas para las finanzas públicas en el 2009 son mucho peores de lo que indicaban las previsiones de otoño del 2008 de la Comisión.

Gráfico 54 Estadísticas y previsiones trimestrales de las finanzas públicas, zona del euro

(tasa de crecimiento interanual de sumas móviles de cuatro trimestres)



Fuentes: Cálculos del BCE basados en datos nacionales y de Eurostat, Comisión Europea.

Notas: El gráfico muestra la evolución de los ingresos totales y del gasto total en términos de sumas móviles de cuatro trimestres para el periodo I 2006-II 2008, más las previsiones anuales para el 2008 y el 2009 obtenidas de las previsiones de la Comisión Europea de otoño del 2008. En el caso de Italia, los factores especiales excluidos del gasto total en el segundo semestre del 2006 representaron el 0,3% del PIB anual de la zona del euro y estuvieron relacionados con la asunción de la deuda de los ferrocarriles.

El fuerte deterioro macroeconómico ha mostrado la necesidad de una acción fiscal concertada entre los Gobiernos europeos para estimular la demanda agregada. El 26 de noviembre, la Comisión Europea propuso un paquete de medidas fiscales, por valor de 200 mm de euros (el 1,5% del PIB de la UE), de los cuales 170 mm de euros (o el 1,2% del PIB) procederán a las medidas nacionales, y 30 mm de euros, de los presupuestos de la UE y del BEI. La propuesta consiste en una combinación de medidas relacionadas con los ingresos y los gastos, que los Estados miembros podrán adoptar en función de sus necesidades económicas internas y de la posición de partida de sus finanzas públicas. Las medidas propuestas comprenden (i) un aumento temporal del gasto público (por ejemplo, transferencias a los hogares, prestaciones por desempleo e inversión pública), (ii) ayudas en forma de garantías y préstamos a las empresas que sufren restricciones de crédito, (iii) sólidos incentivos financieros para empresas que operan en determinados sectores (por ejemplo, para promover la eficiencia en materia de energía y la adaptación al cambio climático), (iv) rebajas de los impuestos sobre las rentas del trabajo y de las cotizaciones sociales a cargo de las empresas y (v) una reducción temporal del nivel del tipo normal del IVA. Al final de diciembre del 2008, los Estados miembros que adopten medidas presupuestarias contracíclicas deberán presentar un programa de estabilidad o de convergencia actualizado. Por lo que respecta a la contribución de la UE, está previsto que se financie con cargo al presupuesto de la UE para los años 2007-2013.

CONSIDERACIONES RELATIVAS A LA POLÍTICA FISCAL

En el entorno actual, caracterizado por un alto grado de incertidumbre respecto al impacto macroeconómico de la crisis financiera, las políticas fiscales deberían guiarse por una serie de consideraciones y principios básicos. En primer lugar y por encima de todo, debe preservarse la confianza en la solidez de las finanzas públicas, en particular en un momento en que la confianza en el sector bancario es baja. Una condición previa para lograrlo es que los ciudadanos sigan confiando en la sostenibilidad de las políticas fiscales, y que se preserve la integridad del marco de política fiscal basado en reglas. Es esencial que todas las partes interesadas cumplan el compromiso de aplicar integralmente las disposiciones del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, que proporciona la flexibilidad necesaria.

En segundo lugar, han de tenerse en cuenta los estabilizadores fiscales automáticos, cuya fortaleza en la zona del euro debería situarlos en primera línea de toda ayuda fiscal a una economía debilitada. Por otro lado, los Gobiernos han comprometido ya importantes cantidades para respaldar al sistema bancario, atacando los problemas actuales en su raíz. Aunque la mayor parte de los compromisos no se tienen en cuenta en el cálculo del déficit o de la deuda, tendrán un impacto directo sobre ambos, si y cuando se cumplan. En tercer lugar, en los casos en que exista margen de maniobra, unas medidas presupuestarias adicionales podrían ser muy eficaces si son oportunas, específicas y temporales. Estas medidas deberían proporcionar una base sólida para la recuperación y el crecimiento potencial, mejorar la calidad de las finanzas públicas y promover reformas estructurales (véase recuadro 8). Los países deberían seguir realizando las reformas adecuadas para aprovechar al máximo los beneficios ofrecidos por el crecimiento del comercio internacional y la integración de los mercados, en línea con el principio de economía de mercado abierto y de libre competencia.

6 PROYECCIONES MACROECONÓMICAS ELABORADAS POR LOS EXPERTOS DEL EUROSISTEMA PARA LA ZONA DEL EURO

A partir de los datos disponibles hasta el 20 de noviembre de 2008, los expertos del Eurosistema han elaborado una serie de proyecciones sobre la evolución macroeconómica de la zona del euro¹. De acuerdo con estas proyecciones, el crecimiento medio anual del PIB real se situará entre el 0,8% y el 1,2% en el 2008, entre el -1,0% y el 0,0% en el 2009, y entre el 0,5% y el 1,5% en el 2010. La tasa media de variación del Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) se situará entre el 3,2% y el 3,4% en el 2008, entre el 1,1% y el 1,7% en el 2009, y entre el 1,5% y el 2,1% en el 2010.

Recuadro 9

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 14 de noviembre de 2008¹. 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 interés a corto plazo del 4,7% en el 2008, seguido de un descenso hasta el 2,8% en el 2009 y de una recuperación hasta el 3,2% en el 2010. Las expectativas de los mercados referidas al rendimiento nominal de la deuda pública a diez años de la zona del euro muestran un ligero ascenso, desde una media del 4,4% en el 2008, hasta el 4,5% en el 2009 y el 4,7% en el 2010². El escenario de referencia de las proyecciones también incluye el supuesto de que los diferenciales de los préstamos bancarios siguen incrementándose desde su nivel actual, como reflejo del aumento de la percepción del riesgo en los mercados financieros. 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 99,9 dólares estadounidenses por barril en el 2008, en 67,3 en el 2009 y en 76,6 en el 2010. Se considera que los precios internacionales de los alimentos se incrementarán de forma acusada en un 28,9% en el 2008, y que se reducirán en un 9,7% en el 2009 y aumentarán en un 4,9% en el 2010. Los precios de las restantes materias primas (no energéticas y no alimentarias), en dólares estadounidenses, aumentarán previsiblemente un 3,5% en el 2008, descenderán un 22,9% en el 2009, y se incrementarán un 5,4% en el 2010.

Se parte del supuesto técnico de que, durante el período abarcado por las proyecciones, los tipos de cambio bilaterales permanecerán sin variación en los niveles medios registrados en las dos semanas

1 Los supuestos relativos a los precios del petróleo y de los alimentos se basan en los precios de los futuros hasta el final del 2010. Los supuestos referidos a otras materias primas reflejan los precios de los futuros hasta el final del 2009 y, a partir de entonces, una evolución acorde con la actividad económica mundial.

2 Véase el recuadro 4 de la sección 2 del Boletín Mensual de diciembre del 2008.

1 Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema han sido preparadas conjuntamente por los expertos del BCE y de los bancos centrales nacionales de la zona del euro y constituyen una aportación semestral a la valoración que el Consejo de Gobierno realiza sobre la evolución económica y sobre los riesgos para la estabilidad de precios. En la publicación titulada «A guide to Eurosystem staff macroeconomic projections exercises» (BCE, junio del 2001), disponible en la dirección del BCE en Internet, se facilita más información sobre los procedimientos y técnicas utilizados. Con objeto de expresar el grado de incertidumbre que rodea a las proyecciones, se presentan intervalos que corresponden, para cada variable y cada horizonte, a un intervalo de probabilidad del 75% basado en un modelo. Esta nueva técnica se explica en la publicación titulada «New procedure for constructing ECB staff projection ranges» (BCE, septiembre del 2008) que también puede consultarse en la dirección del BCE en Internet. En el momento actual, en vista de las circunstancias económicas y financieras excepcionales, el grado de incertidumbre que rodea a las proyecciones es posiblemente mayor de lo habitual.

previas a la fecha de cierre de los datos, lo cual implica que el tipo de cambio entre el euro y el dólar estadounidense se situaría en 1,27 y que, en promedio, el tipo de cambio efectivo del euro será en el 2008 un 4,1% superior a la media del 2007 y en el 2009 un 5,5% inferior a la media del 2008.

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 20 de noviembre de 2008, e incluyen todas las medidas que ya han sido aprobadas por los Parlamentos nacionales o que han sido concretadas por los Gobiernos y probablemente se aprueben tras su tramitación legislativa.

ENTORNO INTERNACIONAL

Las perspectivas económicas mundiales se han visto considerablemente afectadas por la desaceleración económica que actualmente se extiende a todas las economías industrializadas. El aumento de las tensiones financieras, el actual ajuste del mercado de la vivienda y la intensificación de los efectos de contagio desde Estados Unidos hacia otras economías se han traducido en un significativo deterioro de las perspectivas de crecimiento mundial. A corto plazo, la desaceleración cíclica mundial reflejaría principalmente las débiles perspectivas de crecimiento de Estados Unidos y de otras economías industrializadas, aunque también se espera una ralentización de la actividad de los mercados emergentes, que se enfrentan a una demanda externa más débil y a los efectos de contagio negativos derivados de la evolución financiera.

El crecimiento económico fuera de la zona del euro será débil hasta principios del 2009 y, a partir de entonces, comenzará a recuperarse de forma muy gradual, estimulado por políticas macroeconómicas acomodaticias, por la progresiva suavización de las tensiones financieras y por el descenso de los precios de las materias primas. Debido a la gran atonía del comercio mundial, la demanda externa de la zona del euro se mantendrá moderada hasta mediados del 2009 y se recuperará muy lentamente a partir de entonces. Las principales contribuciones a la demanda externa de la zona del euro provendrán de mercados emergentes y de países exportadores de petróleo, mientras que las contribuciones de las economías industrializadas seguirán siendo más limitadas.

En conjunto, se proyecta que el crecimiento anual del PIB real fuera de la zona del euro se sitúe en promedio en el 3,9% en el 2008, en el 2,4% en el 2009 y el 3,6% en el 2010. El crecimiento de los mercados de exportación exteriores de la zona del euro se situaría alrededor del 4,7% en el 2008, del 2,5% en el 2009 y del 5,0% en el 2010.

PROYECCIONES RELATIVAS AL CRECIMIENTO DEL PIB REAL

La zona del euro se enfrenta a un período prolongado de debilidad económica mundial y a condiciones de financiación restrictivas, que se espera se traduzcan en tasas negativas de crecimiento intertrimestral del PIB hasta mediados del 2009. La posterior recuperación muy moderada reflejaría la mejora gradual del entorno exterior —en concreto, se estima que las presiones sobre los precios de las materias primas disminuirán considerablemente—, así como el descenso esperado de los tipos de interés a corto plazo y la progresiva atenuación en la zona del euro de los efectos de contagio negativos derivados la evolución financiera. En consecuencia, se proyecta que el crecimiento medio anual del PIB real se sitúe en un intervalo comprendido entre el 0,8% y el 1,2% en el 2008, entre el -1,0% y el 0,0% en el 2009, y entre el 0,5% y el 1,5% en el 2010. La debilidad del crecimiento en la zona del euro refleja la moderada actividad mundial y el estancamiento de la demanda interna.

En particular, a corto plazo, las exportaciones de la zona del euro reflejarán la desaceleración mundial y los efectos retardados de las anteriores pérdidas de competitividad de precios de la zona del euro. La recuperación de las exportaciones en el 2009 se explicaría por un mayor crecimiento de la demanda externa y por la mejora de la competitividad de precios, derivada fundamentalmente de la reciente depreciación del euro.

Por lo que se refiere a los componentes de la demanda interna del PIB, la inversión total se verá afectada muy significativamente por las restrictivas condiciones de financiación y por la debilidad de la actividad mundial durante el horizonte contemplado. Asimismo, según las proyecciones, la disminución de los márgenes de beneficio tendría un efecto moderador sobre la inversión privada no residencial, y las actuales correcciones en los mercados inmobiliarios de algunos países de la zona del euro se reflejarían en la inversión residencial. En cambio, el crecimiento de la inversión pública, tras reducirse durante la mayor parte del 2008, se recuperará en el 2009, apoyando así la inversión total. En general, se proyectan tasas de crecimiento anual de la inversión total en capital fijo entre el 0,2% y el 1,2% en el 2008, entre el -6,0% y el -0,3% en el 2009, y entre el -2,4% y el 1,0% en el 2010.

También se espera una moderación del crecimiento del consumo privado en el período analizado. La trayectoria proyectada refleja en gran medida la evolución de la renta real disponible, que se vería afectada por el descenso del empleo. El modesto crecimiento del consumo también está relacionado con un nuevo aumento del ahorro por motivo precaución en el período 2008-2009 en vista de la elevada incertidumbre económica, del alza del desempleo y del descenso de las cotizaciones bursátiles y de los precios de la vivienda. Se espera que el consumo público crezca en el horizonte de las proyecciones a una tasa más sostenida.

En consonancia con el perfil de la demanda interna y de las exportaciones, se espera un menor crecimiento de las importaciones de la zona del euro en el 2008 y el 2009. Puesto que las importaciones aumentarían menos que las exportaciones, se proyecta una contribución positiva de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB en el período considerado.

El empleo se reducirá durante el horizonte considerado por efecto de la proyectada debilidad de la actividad económica. En el 2009, la demanda de trabajo también se verá afectada por aumentos de los salarios reales, debido a las renovaciones de contratos celebrados anteriormente. Asimismo, las perspectivas de inversión en vivienda sugieren que el sector de la construcción contribuirá negativamente

Cuadro 10 Proyecciones macroeconómicas para la zona del euro

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

	2007	2008	2009	2010
IAPC	2,1	3,2-3,4	1,1-1,7	1,5-2,1
PIB real	2,6	0,8-1,2	-1,0-0,0	0,5-1,5
Consumo privado	1,6	0,1-0,5	-0,3-0,7	0,6-1,8
Consumo público	2,3	1,9-2,3	1,3-1,9	1,3-1,9
Formación bruta de capital fijo	4,2	0,2-1,2	-6,0--3,0	-2,4-1,0
Exportaciones (bienes y servicios)	5,9	2,4-3,4	-1,4-1,0	2,3-4,9
Importaciones (bienes y servicios)	5,4	2,0-3,0	-1,9-1,1	1,4-5,2

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) Las proyecciones relativas al 2009 incluyen a Eslovaquia como parte integrante de la zona del euro. Las tasas medias de variación anuales para el 2009 se basan en una composición de la zona del euro que incluye a Eslovaquia ya en el 2008.

Cuadro 11 Comparación con las proyecciones de septiembre del 2008

(tasas medias de variación anuales)

	2007	2008	2009
PIB real - Septiembre 2008	2,6	1,1-1,7	0,6-1,8
PIB real - Diciembre 2008	2,6	0,8-1,2	-1,0-0,0
IAPC - Septiembre 2008	2,1	3,4-3,6	2,3-2,9
IAPC - Diciembre 2008	2,1	3,2-3,4	1,1-1,7

al crecimiento del empleo. Según las proyecciones, en el periodo 2009-2010, la tasa de crecimiento de la población activa se situará en niveles muy inferiores a los observados desde el 2002, debido principalmente al efecto del «empleo desmotivado» causado por la desaceleración cíclica, pero también al menor crecimiento de la población en edad de trabajar. Como reflejo de las proyecciones de empleo y de los supuestos relativos a la población activa, se espera que la tasa de desempleo aumente significativamente durante el período objeto de análisis.

PROYECCIONES SOBRE PRECIOS Y COSTES

En conjunto, en términos interanuales, la inflación medida por el IAPC alcanzó un máximo del 4,0% en julio del 2008. Tras el descenso de los precios de las materias primas y como consecuencia del deterioro de las perspectivas económicas, se espera que la inflación anual media medida por el IAPC se reduzca de forma acusada desde un intervalo comprendido entre el 3,2% y el 3,4% en el 2008, hasta situarse entre el 1,1% y el 1,7% en el 2009, y que repunte hasta un intervalo comprendido entre el 1,5% y el 2,1% en el 2010. El perfil en forma de «U» de la inflación reflejaría principalmente los efectos de anteriores incrementos de los precios de las materias primas (véase el recuadro 6 de la sección 3 del Boletín Mensual de diciembre del 2008). Se espera que el IAPC, excluida la energía, observe una trayectoria descendente más suave en el horizonte de las proyecciones.

Más concretamente, las presiones de los precios externos disminuirían hasta el final del 2009, reflejando principalmente la evolución pasada y futura estimada de los precios de las materias primas. Posteriormente, se espera que los efectos de la reciente depreciación del euro predominen sobre los precios de las importaciones, dando lugar a aumentos ligeramente superiores de los precios de las importaciones en el 2010.

En cuanto a las presiones internas sobre los precios, se estima que la remuneración por asalariado ha aumentado considerablemente en el 2008, como reflejo de la notable subida salarial en los convenios colectivos, tanto en el sector privado como en el público. De cara al futuro, el crecimiento de la remuneración por asalariado perderá algo de vigor durante el período comprendido entre el 2009 y el 2010, en un contexto de debilidad de los mercados de trabajo y de mayor de competencia internacional. Debido a la aceleración de los salarios y, en menor medida, al descenso cíclico de la productividad, los costes laborales unitarios aumentarán significativamente en el 2008, y disminuirán en el 2009 y en el 2010, a medida que los salarios se desaceleren y la productividad se recupere. Tras años de fuertes incrementos, se espera que los márgenes de beneficio disminuyan en el 2008 y en el 2009, absorbiendo parte de las presiones inflacionistas derivadas del alza de los costes laborales unitarios y de los precios de las importaciones, en un contexto de intensificación de la competencia y ralentización de la actividad. Los márgenes de beneficio volverán a aumentar en el 2010, en consonancia con la recuperación de la economía y el crecimiento gradual del PIB.

COMPARACIÓN CON LAS PROYECCIONES DE SEPTIEMBRE DEL 2008

Por lo que respecta al crecimiento del PIB real, los intervalos proyectados para el 2008 y el 2009 se han ajustado a la baja de forma significativa en comparación con los publicados en el Boletín Mensual de septiembre del 2008. Las revisiones son especialmente notables en relación con el 2009. Estos cambios reflejan el considerable deterioro de las perspectivas económicas a corto plazo y los ulteriores efectos internos y externos de las actuales perturbaciones financieras en el horizonte considerado.

En cuanto a la inflación medida por el IAPC, los intervalos proyectados actualmente para los dos años considerados son inferiores a los estimados en septiembre del 2008, sobre todo en el caso del 2009. La revisión se debe fundamentalmente a la importante corrección a la baja de los precios estimados de la energía y de los productos agrícolas, y también a los efectos del descenso de la actividad sobre el proceso de fijación de precios y salarios.

Recuadro 10

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 Eurosistema, 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 (véase cuadro).

Según las previsiones de otras instituciones actualmente disponibles, la tasa de crecimiento del PIB real de la zona del euro se situará en un intervalo comprendido entre el 1,0% y el 1,2% en el 2008,

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

(tasas medias de variación anuales)

	Fecha de publicación	Crecimiento del PIB			Inflación medida por el IAPC		
		2008	2009	2010	2008	2009	2010
FMI	Noviembre 2008	1,2	-0,5	n.d.	3,5	1,9	n.d.
Comisión Europea	Octubre 2008	1,2	0,1	0,9	3,5	2,2	2,1
Encuesta a expertos en previsión económica	Octubre 2008	1,2	0,3	1,4	3,4	2,2	2,0
Consensus Economics Forecasts	Noviembre 2008	1,0	-0,2	1,6	3,4	1,8	2,0
OCDE	Noviembre 2008	1,0	-0,6	1,2	3,4	1,4	1,3
Proyecciones elaboradas por los expertos del Eurosistema	Diciembre 2008	0,8-1,2	-1,0-0,0	0,5-1,5	3,2-3,4	1,1-1,7	1,5-2,1

Fuentes: Previsiones económicas de otoño del 2008 de la Comisión Europea; actualización de las Perspectivas de la Economía Mundial del FMI de noviembre del 2008 para el PIB y las perspectivas de la economía mundial, y de octubre del 2008 para el IAPC; Economic Outlook de la OCDE nº 84, noviembre del 2008 (edición preliminar); 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 Eurosistema 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 Comisión Europea y del FMI no lo están. Las demás previsiones no especifican si los datos están ajustados por días laborables.

entre el -0,6% y el 0,3% en el 2009, y entre el 0,9% y el 1,6% en el 2010. Por tanto, la mayoría de las previsiones de crecimiento disponibles son, en general, compatibles con los intervalos de las proyecciones de los expertos del Eurosistema.

Respecto a la inflación, las previsiones disponibles estiman que la tasa media de inflación anual medida por el IAPC se situará en un intervalo comprendido entre el 3,4% y el 3,5% en el 2008, entre el 1,4% y el 2,2% en el 2009 y entre el 1,3% y el 2,1% en el 2010. Algunas previsiones no se encuadran en los intervalos de las proyecciones de los expertos del Eurosistema para el 2009, ya que muy posiblemente terminaron de elaborarse cuando los precios del petróleo eran más altos y, por tanto, se basaron en supuestos de precios más elevados de las materias primas.

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

7.1 TIPOS DE CAMBIO

La situación de los mercados de divisas ha cambiado de forma bastante significativa en los tres últimos meses en un contexto de considerable volatilidad. Tras la apreciación registrada en el primer semestre del año, el tipo de cambio efectivo euro experimentó un fuerte debilitamiento a partir de agosto y, el 3 de diciembre, se situaba un 14,3% por debajo del nivel observado a comienzos del 2008.

TIPO DE CAMBIO EFECTIVO DEL EURO

La situación de los mercados de divisas ha cambiado de forma bastante significativa en los tres últimos meses en un contexto de considerable volatilidad asociada a las actuales turbulencias financieras de

alcance mundial. Tras apreciarse en términos efectivos en el primer semestre del año, el euro comenzó a debilitarse en agosto. La presión a la baja se intensificó en octubre, como consecuencia, en gran medida, de una reevaluación de la situación económica de la zona del euro en relación con otras áreas económicas. La depreciación del euro también estuvo asociada a un aumento de la volatilidad esperada del tipo de cambio hasta máximos históricos en un entorno de creciente aversión al riesgo a escala mundial. Más recientemente, en noviembre, el euro registró una moderada apreciación frente a la mayoría de las principales monedas, en particular frente a la libra esterlina, el franco suizo, el won coreano y las

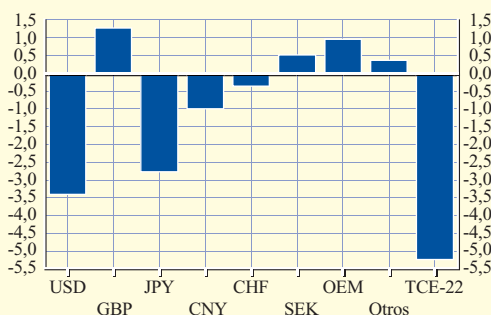
Gráfico 55 Tipo de cambio efectivo del euro y sus componentes¹⁾

(datos diarios)

Índice I 1999 = 100



Contribuciones a las variaciones del TCE²⁾
Del 29 de agosto de 2008 al 3 de diciembre de 2008
(en puntos porcentuales)



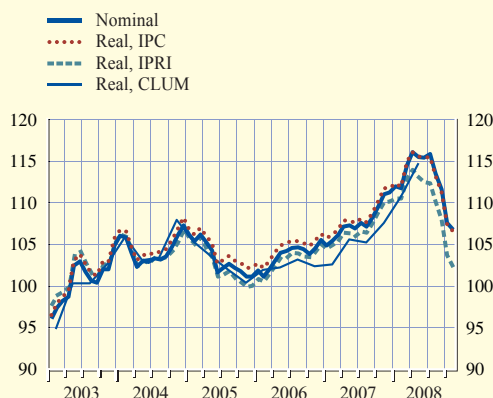
Fuente: BCE.

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

2) Se muestran las contribuciones a las variaciones del TCE-22 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-22 de los otros seis socios comerciales de la zona del euro. Las variaciones se calculan aplicando las correspondientes ponderaciones por el comercio.

Gráfico 56 Tipos de cambio efectivos nominal y real del euro¹⁾

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



Fuente: BCE.

1) Un aumento de los índices de los TCE-22 supone una apreciación del euro. Las observaciones mensuales más recientes corresponden a noviembre del 2008. En el caso de los TCE-22 reales basados en los CLUM, la última observación, basada en parte en estimaciones, corresponde al segundo trimestre del 2008.

monedas de algunos de los Estados miembros más recientes de la UE, aunque esta apreciación se contrarrestó, en parte, con una depreciación frente al yen japonés.

El 3 de diciembre de 2008, el tipo de cambio efectivo nominal del euro —medido frente a las monedas de 22 de los socios comerciales importantes de la zona del euro— se situaba un 5,3% por debajo del nivel observado a finales de agosto y un 0,4% por debajo de la media del 2007. Este debilitamiento tuvo su origen en una depreciación notable y generalizada, en términos nominales bilaterales, frente al dólar estadounidense, el yen japonés, el renminbi chino, el dólar de Hong Kong y el franco suizo. Estos movimientos se compensaron, en parte, con una apreciación del euro frente a la libra esterlina, el won coreano, la corona sueca y las monedas de algunos de los Estados miembros más recientes de la UE (véase gráfico 55).

Por lo que respecta a los indicadores de competitividad internacional de la zona del euro en términos de precios y costes, en noviembre del 2008, el tipo de cambio efectivo real del euro se situó, en promedio, un 3% por debajo de la media del 2007, sobre la base de la evolución de los precios de consumo y de los precios industriales (véase gráfico 56).

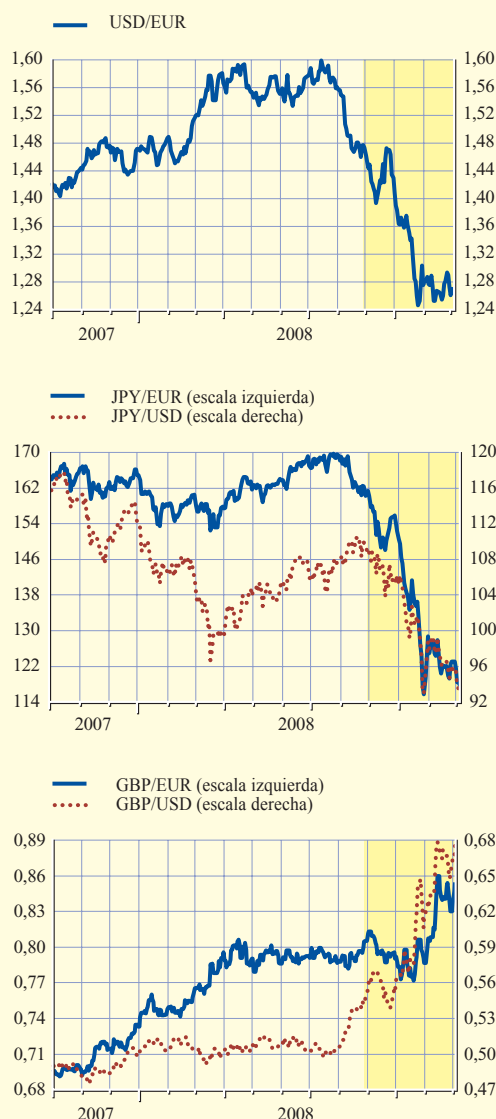
DÓLAR ESTADOUNIDENSE/EURO

Tras apreciarse a comienzos del año y alcanzar máximos históricos frente al dólar estadounidense en abril y julio del 2008, el euro comenzó a depreciarse de forma bastante pronunciada a principios de agosto. Si bien la apreciación estuvo asociada, sobre todo, a las expectativas de los mercados respecto a un aumento de los diferenciales de tipos de interés a favor de los activos de la zona del euro, la posterior reversión del tipo de cambio entre ambas monedas fue, en gran medida, resultado de una reevaluación de las perspectivas económicas relativas de Estados Unidos y de la zona del euro.

Más concretamente, con la excepción de un episodio transitorio de apreciación en la segunda mitad de septiembre, el euro se ha depreciado de forma acusada en los tres últimos meses y, en octubre, registró el nivel más bajo observado en más de dos años. Al mismo tiempo, la volatilidad esperada alcanzó máximos históricos. El notable debilitamiento del euro en octubre podría atribuirse, en parte, al aumento de las tenencias de dólares estadounidenses en los centros financieros ra-

Gráfico 57 Evolución de los tipos de cambio

(datos diarios)



Fuente: BCE.

Nota: La zona sombreada corresponde al período comprendido entre el 29 de agosto y el 3 de diciembre de 2008.

dicados fuera de Estados Unidos y a las repatriaciones de fondos a Estados Unidos en un contexto de desapalancamiento financiero sostenido. Algunos factores técnicos de los mercados de divisas también podrían haber contribuido a respaldar el dólar. En noviembre, la depreciación llegó a su fin y el euro prácticamente se estabilizó, como consecuencia de un deterioro de las expectativas de los mercados respecto al crecimiento económico tanto de Estados Unidos como de la zona del euro. El 3 de diciembre de 2008, el euro cotizaba a 1,26 dólares estadounidenses, un 14,3% por debajo del nivel observado a finales de agosto y un 7,9% por debajo de la media del 2007 (véase gráfico 57).

YEN JAPONÉS/EURO

El euro también se ha depreciado de forma acusada frente al yen japonés en los tres últimos meses, tras un gradual fortalecimiento en el primer semestre del año. En general, a lo largo del 2008, el tipo de cambio entre las dos monedas ha fluctuado dentro de un intervalo inusualmente amplio de unos 116 a 170 yenes por euro. La pronunciada depreciación de la moneda única en los tres últimos meses se asocia, principalmente, a un aumento de la volatilidad implícita del tipo de cambio —como señalan los indicadores basados en el precio de las opciones— hasta máximos históricos. Ello ha favorecido al yen japonés en la medida en que ha reducido su atractivo como moneda de financiación de las actividades de *carry trade*, es decir, operaciones consistentes en contraer préstamos en una moneda de baja rentabilidad en términos de tipos de interés (como el yen japonés) e invertir el producto en una moneda que, en dichos términos, ofrezca una elevada rentabilidad. Además, la reevaluación de las perspectivas relativas de crecimiento económico de las diversas áreas económicas parece haber afectado también al tipo de cambio entre el yen y el euro. En conjunto, la depreciación del euro ha sido más pronunciada frente al yen japonés que frente al dólar estadounidense. El 27 de octubre los ministros de finanzas y los gobernadores de bancos centrales del G-7 emitieron un comunicado en el que manifestaban su inquietud ante la excesiva volatilidad mostrada recientemente por el tipo de cambio del yen y sus posibles consecuencias negativas para la estabilidad económica y financiera. En noviembre, el euro continuó depreciándose, aunque a una tasa más baja que en octubre y, el 3 de diciembre, cotizaba a 117,39 yenes, es decir, un 26,7% por debajo del nivel observado a finales de agosto (véase gráfico 57).

MONEDAS DE LOS ESTADOS MIEMBROS DE LA UE

En los tres últimos meses, la mayoría de las monedas que participan en el MTC II se han mantenido estables y han seguido cotizando al tipo de cambio correspondiente a las respectivas paridades centrales o en torno a dichas paridades (véase gráfico 58), con la excepción de la corona eslovaca que, tras la revaluación de su paridad central en el MTC II con efectos a partir del 29 de mayo de 2008, ha venido cotizando, de forma constante, en un nivel ligeramente inferior a su nueva paridad central de 30,1260 coronas por euro, para situarse, el 3 de diciembre, un 0,3% por debajo de dicha paridad. El lats letón, tras cotizar en la zona fuerte de su banda de fluctuación en los primeros meses del año, se ha depreciado ligeramente y, el 3 de diciembre, cotizaba un 0,9% por debajo de su paridad central.

Por lo que respecta a las monedas de otros Estados miembros de la UE que no participan en el MTC II, el euro, que se mantuvo en general estable frente a la libra esterlina en el segundo y tercer trimestres, se apreció de forma bastante acusada en noviembre. Tras la decisión del Comité de Política Monetaria del Banco de Inglaterra de reducir su principal tipo de interés oficial en 150 puntos básicos, hasta el 3%, el 6 de noviembre, el euro alcanzó el nivel más alto observado desde su introducción. Entre finales de agosto y el 3 de diciembre de 2008, la moneda única se apreció un 6,2% frente a la libra esterlina. Durante el mismo período, se apreció un 14,9% frente al zloty polaco y un 10,4% frente al forint húngaro al persistir la preocupación en los mercados respecto a los factores externos de vulnerabilidad de la economía de Hungría en el contexto de las turbulencias financieras en curso y de la rebaja de algunas calificaciones crediticias del país. Además, el euro se apreció un 10,8% frente a la corona sueca y un 8,7% frente al leu rumano.

OTRAS MONEDAS

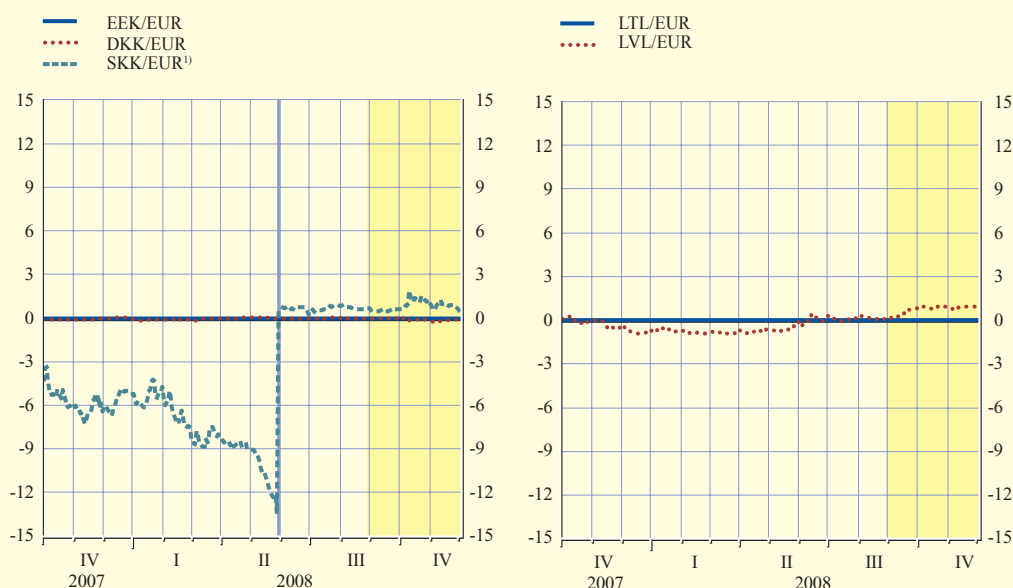
El euro se depreció drásticamente frente al franco suizo en octubre, lo que también podría guardar relación con el aumento de la volatilidad esperada del tipo de cambio y la corrección de las posiciones de *carry trade*. Además, la moneda suiza también ha servido de refugio seguro en el contexto de las actuales turbulencias financieras. Como resultado, entre finales de agosto y el 3 de diciembre, el euro se depreció un 5,1% frente al franco suizo. Durante este período, la moneda única también se depreció en torno a un 15% frente al dólar de Hong Kong y un 14% frente al renminbi chino, que están vinculados al dólar estadounidense, y un 7% frente al dólar de Singapur. Además, el euro se apreció alrededor de un 15% frente al won coreano y frente al dólar australiano, casi un 12% frente a la corona noruega y en torno a un 2% frente al dólar canadiense.

7.2 BALANZA DE PAGOS

La balanza por cuenta corriente, acumulada de doce meses hasta septiembre del 2008, registró un déficit de 35,8 mm de euros (0,3% del PIB), frente al superávit de 48,7 mm de euros contabilizado un año antes. Este cambio de signo refleja, en gran medida, un descenso del superávit de la balanza de bienes, debido sobre todo a efectos de precios más que de volúmenes. Si bien, en términos reales, tanto las exportaciones como las importaciones experimentaron una contracción en el contexto de la desaceleración económica mundial, los precios de importación se incrementaron de forma acusada como consecuencia del incremento de los precios de las materias primas. En la cuenta financiera,

Gráfico 58 Evolución de los tipos de cambio en el MTC II

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



Fuentes: BCE.

Nota: Una desviación positiva (negativa) de la paridad central frente al euro implica que la moneda se sitúa en la parte 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 $\pm 15\%$.

1) La línea vertical indica el 29 de mayo de 2008, fecha en que la paridad central de la corona eslovaca se revaluó de 35,4424 a 30,1260 coronas por euro.

el agregado de inversiones directas y de cartera registró salidas netas acumuladas por importe de 107 mm de euros en los doce meses transcurridos hasta septiembre del 2008, frente a las entradas netas de 166 mm de euros contabilizadas un año antes. Este cambio tuvo su origen, en gran medida, en el descenso de las compras netas de valores de la zona del euro por inversores no residentes a lo largo del 2008, así como en la pronunciada desinversión en valores de la zona del euro por este tipo de inversores en septiembre del mismo año, como consecuencia de las turbulencias financieras.

COMERCIO Y BALANZA POR CUENTA CORRIENTE

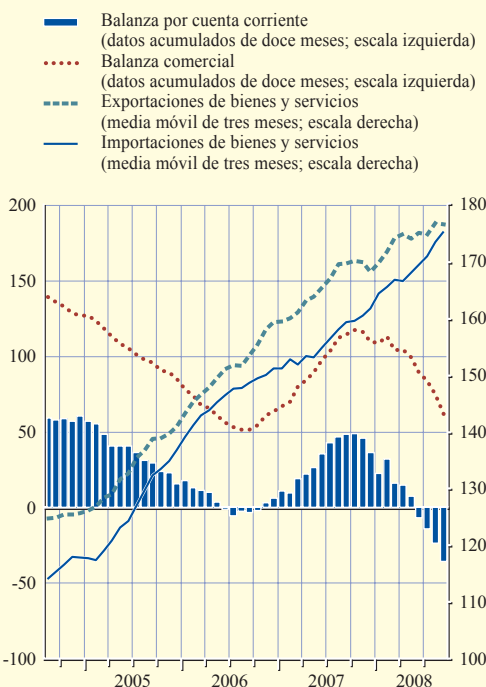
El déficit de la balanza por cuenta corriente acumulada de doce meses, que ascendía a 35,8 mm de euros (en cifras desestacionalizadas y ajustadas por días laborables) en septiembre del 2008, equivalentes al 0,3% del PIB, ha aumentado en los cuatro últimos meses, continuando así la tendencia negativa de la balanza por cuenta corriente iniciada en octubre del 2007, cuando el superávit por cuenta corriente alcanzó un máximo de 48,9 mm de euros. Esta evolución puede atribuirse a la acusada contracción del superávit de la balanza de bienes (véase gráfico 59).

El descenso del superávit de la balanza de bienes (en 56,8 mm de euros en los doce meses transcurridos hasta septiembre del 2008, en comparación con el mismo período un año antes) tuvo su origen, principalmente, en una combinación de dos factores: el debilitamiento de las exportaciones y el sólido crecimiento de las importaciones en términos nominales. Durante el pasado año, tanto las exportaciones como las importaciones se han reducido drásticamente en términos reales, como consecuencia del debilitamiento de la demanda exterior y de la demanda interna, respectivamente, mientras que los precios de importación han registrado un fuerte incremento, debido a la subida de los precios de las materias primas.

Más recientemente, en un contexto de debilitamiento de la demanda exterior, el crecimiento de las exportaciones nominales de bienes se redujo al 0,8% y al 0,9%, en el segundo y tercer trimestres del 2008, respectivamente, tras haberse situado en un excepcional 4,6% en el primer trimestre (véase cuadro 12). La desaceleración del crecimiento de las exportaciones de bienes puede explicarse, en su mayor parte, por la evolución de la demanda mundial. Concretamente, tras un repunte transitorio en el primer trimestre del 2008, las exportaciones de la zona del euro a Estados Unidos y otros países de la OCDE, así como las que se dirigen a China y a los Estados miembros que se han incorporado a la UE desde el año 2004, registraron un notable descenso en el segundo y tercer trimestres al perder impulso la demanda proveniente de estos países. Al mismo tiempo, el crecimiento de las exportaciones a los países de la OPEP siguió siendo bastante vigoroso. En conjunto, en el verano del 2008, la caída de las exportaciones reales fue, en términos agregados, ligeramente menor que el aumento de los precios de

Gráfico 59 Balanza por cuenta corriente y balanza comercial de la zona del euro

(mm de euros; datos mensuales; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

Cuadro 12 Principales partidas de la balanza de pagos de la zona del euro

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

			Media móvil de tres meses Período que finalizó en				Acumulado de 12 meses Período que finalizó en	
	2008 Ago	2008 Sep	2007 Dic	2008 Mar	2008 Jun	2008 Sep	2007 Sep	2008 Sep
<i>mm de euros</i>								
Cuenta corriente	-5,3	-10,6	-1,2	-2,2	-2,3	-6,3	48,7	-35,8
Bienes	-1,9	-5,6	2,0	2,0	1,2	-2,6	64,7	7,9
Exportaciones	137,1	131,6	126,5	132,3	133,3	134,6	1.492,5	1.580,2
Importaciones	138,9	137,2	124,5	130,3	132,1	137,2	1.427,8	1.572,4
Servicios	4,7	2,1	4,4	5,4	4,4	3,9	50,1	54,2
Exportaciones	43,0	42,4	41,8	42,0	41,9	42,1	474,9	503,3
Importaciones	38,3	40,3	37,3	36,6	37,5	38,3	424,8	449,1
Rentas	-1,3	-0,4	0,1	-0,9	-0,9	-0,8	15,5	-7,8
Transferencias corrientes	-6,9	-6,6	-7,7	-8,7	-6,9	-6,8	-81,6	-90,1
Cuenta financiera ¹⁾	-29,6	10,5	-24,4	-1,5	29,1	-8,3	72,4	-15,2
Total inversiones directas y de cartera netas	-28,0	38,6	-16,1	-11,1	-4,9	-3,5	166,5	-106,8
Inversiones directas netas	-9,8	-18,5	8,3	-35,7	-16,4	-13,5	-175,2	-171,8
Inversiones de cartera netas	-18,2	57,1	-24,4	24,6	11,4	10,0	341,6	65,0
Acciones y participaciones	-1,8	-59,6	-17,1	30,2	-17,2	-20,7	117,1	-74,6
Valores distintos de acciones	-16,5	116,7	-7,3	-5,5	28,6	30,7	224,6	139,6
Bonos y obligaciones	17,7	40,5	5,8	13,0	25,3	19,3	255,4	190,4
Instrumentos del mercado monetario	-34,2	76,2	-13,1	-18,6	3,3	11,4	-30,8	-50,8
<i>variaciones porcentuales sobre el período anterior</i>								
Bienes y servicios								
Exportaciones	2,2	-3,4	-0,9	3,6	0,5	0,9	10,7	5,9
Importaciones	3,2	0,2	1,5	3,1	1,6	3,5	7,4	9,1
Bienes								
Exportaciones	1,5	-4,0	-1,5	4,6	0,8	0,9	11,0	5,9
Importaciones	2,5	-1,2	1,4	4,6	1,4	3,9	6,7	10,1
Servicios								
Exportaciones	4,8	-1,4	0,9	0,4	-0,3	0,7	9,8	6,0
Importaciones	5,8	5,4	1,9	-1,9	2,3	2,1	9,8	5,7

Fuente: BCE.

Nota: Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo.

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

exportación, de tal modo que casi se compensaron entre sí en lo que respecta a sus efectos sobre las exportaciones nominales.

A pesar de la caída que experimentaron durante el verano, los precios del petróleo se mantenían por encima de los 70 euros en septiembre del 2008. Los elevados precios del petróleo y de las materias primas no energéticas fueron el factor determinante del fuerte crecimiento de las importaciones en términos nominales. Concretamente, en cifras acumuladas de doce meses, el déficit comercial del petróleo ascendía a 223 mm de euros en agosto del 2008 y ha aumentado de forma sostenida desde el último trimestre del 2002.

La desagregación del comercio de bienes por volúmenes y precios, disponible hasta agosto del 2008, indica un aumento sostenido de los precios de importación desde el cuarto trimestre del 2007, mientras que las importaciones en términos reales se han reducido constantemente, en particular, las de bienes intermedios. En el recuadro 11 se presentan los nuevos índices de precios industriales de importación y de exportación de la zona del euro.

Por lo que respecta a otras rúbricas de la balanza por cuenta corriente, en cifras acumuladas de doce meses hasta septiembre del 2008, el superávit de la balanza de servicios se incrementó ligeramente

hasta 54,2 mm de euros, desde los 50,1 mm de euros contabilizados un año antes. Al mismo tiempo, la balanza de rentas registró un deterioro, pasando de un superávit de 15,5 mm de euros a un déficit de 7,8 mm de euros, mientras que la balanza de transferencias corrientes pasó de 81,6 mm de euros en los doce meses transcurridos hasta septiembre del 2007 a 90,1 mm de euros.

Recuadro II

NUEVOS ÍNDICES DE PRECIOS INDUSTRIALES DE IMPORTACIÓN Y DE PRECIOS INDUSTRIALES DE EXPORTACIÓN PARA LA ZONA DEL EURO

Eurostat ha publicado recientemente nuevos índices de precios industriales de importación y de precios industriales de exportación para la zona del euro que, a partir de ahora, se incluirán en la sección «Estadísticas de la zona del euro» del Boletín Mensual. A continuación, se presentan los nuevos datos y su fundamento estadístico, y se examina la evolución reciente de los precios del comercio de la zona del euro.

Los precios de importación son un indicador importante de las presiones de precios provenientes del exterior. Pueden afectar a la inflación medida por los precios de consumo, tanto directamente, a través de los bienes de consumo importados, como indirectamente, a través de los bienes básicos e intermedios importados, en su calidad de consumos intermedios en los procesos de producción de los productores residentes en la zona del euro. Los precios de exportación son útiles para evaluar la competitividad de la economía de la zona del euro. Además, las estadísticas de precios de importación y exportación pueden utilizarse como base para la preparación de otras estadísticas, por ejemplo, para elaborar medidas fiables, en volumen, del comercio transfronterizo en las cuentas nacionales.

Comparación con los índices de valor unitario y fundamento estadístico

Los nuevos índices de precios sustituyen a los índices de valor unitario de las estadísticas de comercio exterior y se incluyen en la Sección 7.5 de las «Estadísticas de la zona del euro». Los índices de precios son más relevantes para el seguimiento de la evolución de los precios que los índices de valor unitario, ya que a estos últimos les afectan no sólo las variaciones de los precios, sino también las variaciones en la composición y la calidad de los productos intercambiados¹. Por ejemplo, si entre dos periodos consecutivos se importa una mayor cantidad de televisores de pantalla plana, más costosos, y menos televisores tradicionales, más baratos, el índice de valor unitario de los televisores indicaría un incremento de precios, aunque los precios de los televisores de pantalla plana y los de los televisores tradicionales no hayan variado. Por lo tanto, si aumenta (disminuye) la calidad de los productos, el índice de valor unitario presentará un sesgo al alza (a la baja). Por el contrario, los índices de precios tipo Laspeyres siguen el llamado principio de los modelos compensados, lo que significa que se define una cesta de bienes en el período que se toma como base y, posteriormente, la misma cesta se vuelve a valorar en cada uno de los períodos siguientes. Si varían las características de los productos, los estadísticos tratan de cuantificar el cambio en la calidad, de tal manera que sólo se refleje en el índice la variación de los precios propiamente dicha.

1 Los nuevos índices se diferencian también de los índices de valor unitario en lo relativo al ámbito de los datos y a las clasificaciones utilizadas. Mientras que los datos sobre comercio exterior abarcan todos los bienes que se intercambian, los nuevos índices de precios se limitan a los bienes industriales. Además, los nuevos índices se publican conforme a la desagregación por Grandes Sectores Industriales, que difiere de la desagregación por Grandes Categorías Económicas utilizada para los datos de comercio exterior. La principal diferencia estriba en que los productos energéticos figuran en una rúbrica independiente dentro de los Grandes Sectores Industriales, mientras que en las Grandes Categorías Económicas se presentan agrupados junto con los bienes intermedios y de consumo.

Tras una revisión del Reglamento del Consejo de la UE relativo a las estadísticas coyunturales en el 2005², los institutos nacionales de estadística de los países miembros de la zona del euro están obligados a elaborar índices de precios industriales de importación e índices de precios industriales de exportación, incluida una desagregación entre el comercio internacional dentro y fuera de la zona del euro. A su vez, esos datos se utilizan para compilar índices generales para toda la zona, relativos a los bienes intercambiados entre agentes de la zona del euro y agentes no pertenecientes a la misma. Estos índices incluyen los precios de los bienes industriales, es decir, todos los bienes salvo los productos agrícolas y forestales, pero no los servicios. El índice de precios industriales de exportación de la zona del euro proporciona una aproximación a un índice completo de precios de exportación; incluye las exportaciones realizadas por los productores, pero excluye las realizadas por los mayoristas y las reexportaciones. Los precios registrados en los nuevos índices de precios industriales de importación y de exportación se expresan en euros y, por lo tanto, tienen en cuenta las fluctuaciones de los tipos de cambio. Eurostat publica estos índices mensualmente.

El índice de precios industriales de importación está disponible aproximadamente 45 días después del período de referencia. Para aliviar la carga de los informantes, los institutos nacionales de estadística sólo están obligados a proporcionar datos sobre aquellos grupos de productos para los que la participación del país miembro en las importaciones totales de la zona del euro es significativa. Así, por ejemplo, Francia ha de facilitar datos sobre 92 grupos de productos, mientras que Eslovenia sólo tiene que hacerlo sobre un grupo de productos. Con este enfoque se garantiza una calidad suficiente para los agregados de la zona del euro; no se facilita una desagregación nacional completa. Dado que algunos países, especialmente Italia, no han declarado aún datos a Eurostat, los índices de la zona del euro abarcan en la actualidad el 70%, aproximadamente, de las importaciones de bienes industriales de la misma. Una vez que todos los países cumplan sus obligaciones legales, la cobertura será de alrededor del 85%. El índice se pondera por las cuotas de importación y comienza en el 2005. El índice de precios industriales de exportación está disponible aproximadamente 30 días después del período de referencia y presenta una cobertura por países de más del 90%. El índice se pondera por la proporción del volumen de operaciones correspondiente a los bienes exportados a clientes de fuera de la zona del euro y comienza en el año 2000.

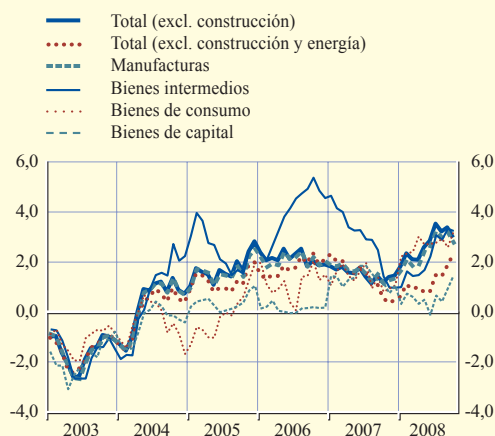
Evolución de los precios industriales de exportación y de los precios industriales de importación

A nivel agregado, los nuevos índices de precios de exportación y de importación ofrecen una imagen similar a la de los índices de valor unitario. La inflación total de la zona del euro, medida por los precios de exportación (excluida la construcción) repuntó recientemente, situándose en el 2,9% en octubre del 2008, tras reducirse desde una tasa de crecimiento interanual de alrededor del 2% a comienzos del 2006 hasta menos del 1,5% a finales del 2007 (véase gráfico A). Si bien este aumento fue generalizado, el principal factor determinante fue el incremento de los precios de exportación de los bienes energéticos, que también dio lugar a un aumento de los costes de los bienes energéticos intermedios. Además, en los últimos meses, se han atenuado en cierta medida las presiones competitivas, debido a la depreciación del euro y a la subida de los precios de exportación (en euros) de los competidores de la zona del euro. Por consiguiente, los exportadores de la zona del euro podrían tratar de incrementar sus márgenes de beneficio elevando sus precios de exportación (en euros).

2 Véase Reglamento (CE) n° 1158/2005 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 6 de julio de 2005, por el que se modifica el Reglamento (CE) n° 1165/98 sobre estadísticas coyunturales.

Gráfico A Precios industriales de exportación

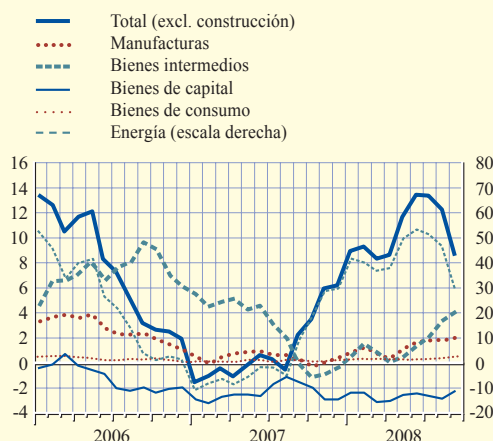
(tasas de variación interanual)



Fuente: Eurostat.

Gráfico B Precios industriales de importación

(tasas de variación interanual)



Fuente: Eurostat.

La subida de los precios de la energía y de las materias primas fue también el principal factor determinante del fuerte incremento de los precios de importación totales de la zona del euro, que alcanzaron un máximo del 13,3% en junio del 2008 (véase gráfico B). La acusada caída que han registrado recientemente los precios del petróleo dio lugar a una ligera desaceleración de la inflación interanual total medida por los precios de importación, que se situó en el 8,5% en septiembre del 2008. Por el contrario, los precios de todas las demás categorías de bienes se han mantenido estables o se han reducido en los últimos años, debido principalmente a factores estructurales. En particular, la globalización ha venido acompañada de una mayor participación de los países con bajos costes como proveedores de importaciones de bienes manufacturados para la zona del euro. Hasta hace poco, esta circunstancia ha presionado ligeramente a la baja sobre los precios de importación totales de la zona del euro³. La creciente competencia internacional podría explicar también el descenso sostenido de los precios de importación de los bienes de capital. De cara al futuro, estos factores estructurales intensificarán el impacto de la caída de los precios de las materias primas sobre la inflación medida por los precios de importación.

3 Véase también el recuadro titulado «¿Está disipándose el efecto moderador de la globalización sobre los precios de importación?» en el Boletín Mensual de junio del 2007.

CUENTA FINANCIERA

En los doce meses transcurridos hasta septiembre del 2008, el agregado de inversiones directas y de cartera de la zona del euro registró salidas netas por importe de 106,8 mm de euros, frente a las entradas netas de 166,5 mm de euros contabilizadas un año antes. Las inversiones de cartera fueron el factor determinante de este cambio de signo de la cuenta financiera, en la medida en que las entradas netas experimentaron una contracción de 276,6 mm de euros. Por el contrario, las salidas netas de inversiones directas se mantuvieron prácticamente estables en torno a 170 mm de euros durante el mismo período (véase gráfico 60).

Las turbulencias financieras que se iniciaron a principios de agosto del 2007 como resultado de la crisis originada por las hipotecas de alto riesgo (*subprime*) en Estados Unidos, han creado incertidumbre en los mercados financieros, habiéndose reducido la liquidez en algunos segmentos clave. Las decisiones resultantes respecto a la asignación de las carteras a nivel mundial han afectado a las

inversiones de cartera transfronterizas de la zona del euro. Los inversores internacionales han reducido sus inversiones en valores de la zona del euro porque las perspectivas en relación con los beneficios empresariales se han deteriorado en la zona del euro, pero también —según los informes de los mercados— porque los participantes en los mercados esperaban una depreciación del euro. Durante el tercer trimestre del 2008, los inversores internacionales vendieron valores de renta variable de la zona del euro e incrementaron sus inversiones en instrumentos de renta fija, lo que refleja una estrategia de huida hacia la calidad, que tiene su origen en la incertidumbre imperante en los mercados financieros. Concretamente, en septiembre del 2008, ha aumentado la volatilidad en los principales mercados, lo que ha exacerbado la incertidumbre respecto a las perspectivas mundiales. En este contexto, la cuenta financiera registró, en septiembre del 2008, ventas netas inusualmente altas, tanto de acciones y otras participaciones de la zona del euro por parte de no residentes (86,3 mm de euros) como de valores extranjeros de renta variable por parte de residentes en la zona del euro (26,7 mm de euros).

En conjunto, en el segundo y tercer trimestres del 2008, la cuenta de inversiones de cartera de la zona del euro registró entradas netas de instrumentos de deuda fija, que quedaron contrarrestadas, en parte por las salidas netas de acciones y participaciones, mientras que las inversiones directas en el exterior siguieron siendo sólidas. La fortaleza del tipo de cambio del euro hizo que a los inversores extranjeros les resultase más caro invertir en acciones y otras participaciones de la zona del euro y favoreció las inversiones de la zona del euro en el exterior.

Gráfico 60 Total de inversiones directas y de cartera de la zona del euro

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



Fuente: BCE.