

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

Los indicadores recientes confirman que la economía mundial está sufriendo una grave y sincronizada desaceleración. Las tensiones que afectan al sistema bancario se han traducido en unas condiciones de concesión de créditos más restrictivas, un rápido deterioro de la confianza y una caída de los mercados bursátiles. Al mismo tiempo, las presiones inflacionistas a escala internacional se están moderando aún más, debido al acusado descenso de los precios de las materias primas y a la desaceleración sincronizada de la economía mundial. Las perspectivas de crecimiento económico a nivel mundial siguen siendo muy inciertas, como consecuencia de la volatilidad de los mercados financieros, y los riesgos se sitúan a la baja.

I.1 EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

Los indicadores recientes confirman que la economía mundial está sufriendo una grave y sincronizada desaceleración. Las tensiones que afectan al sistema bancario se han traducido en unas condiciones de concesión de créditos más restrictivas, un rápido deterioro de la confianza y una caída de los mercados bursátiles. En diciembre, el índice general de directores de compras, que abarca la producción de todos los sectores se mantuvo en valores próximos al nivel más bajo registrado desde que se inició la encuesta en 1998. El nuevo empeoramiento de la situación económica mundial en diciembre se debió, principalmente, a la evolución del sector manufacturero, que registró una rápida caída de la producción. Sin embargo, en el sector servicios la situación no experimentó un mayor deterioro, pero siguió siendo históricamente precaria.

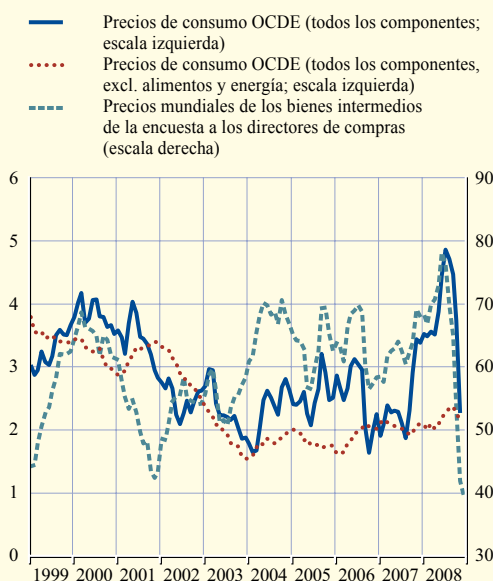
Las presiones inflacionistas a escala internacional se están moderando aún más, debido al acusado descenso de los precios de las materias primas y a la desaceleración sincronizada de la economía mundial. En los países de la OCDE, los precios de consumo se incrementaron un 2,3% en el año transcurrido hasta noviembre del 2008, en comparación con el 3,7% registrado en el mes anterior. Excluidos los alimentos y la energía, la inflación medida por los precios de consumo se elevó un 2,2% en el año transcurrido hasta noviembre, frente al 2,3% en el año transcurrido hasta octubre. El índice general de precios de los bienes intermedios, de la encuesta a los directores de compras, se redujo de nuevo en diciembre, como consecuencia del debilitamiento de los mercados de trabajo y de una nueva caída de los precios del petróleo, de los metales y de los costes del transporte (véase gráfico 1).

ESTADOS UNIDOS

La actividad económica en Estados Unidos siguió siendo muy débil; el 1 de diciembre de 2008, la Oficina Nacional de Investigación Económica (NBER en sus siglas en inglés) anunciaba que el país se encontraba en recesión desde diciembre del 2007. De acuerdo con las últimas estimaciones, el PIB real experimentó una contracción del 0,5%, en tasa anualizada, en el tercer trimestre del 2008, frente a la expansión

Gráfico 1 Evolución de los precios internacionales

(datos mensuales; tasas de variación interanual; índice de difusión)



Fuentes: OCDE y Markit.

del 2,8% registrada en el trimestre anterior. Es probable que la recesión se haya agudizado en el cuarto trimestre del 2008, al haber empeorado la situación del mercado de trabajo y haberse tornado más restrictivas las condiciones de concesión de créditos en un clima de intensificación de las tensiones en los mercados financieros. El aumento del desempleo, el deterioro de la confianza de los consumidores y la caída de la riqueza de los hogares continúan afectando al consumo privado. La contracción en curso del mercado de la vivienda y la desaceleración de la demanda exterior plantean riesgos adicionales para las perspectivas económicas. El déficit presupuestario del gobierno federal está aumentando rápidamente, dado que los ingresos tributarios han disminuido y se están incrementando los desembolsos, como consecuencia de las medidas fiscales encaminadas a sostener el sistema financiero y la economía.

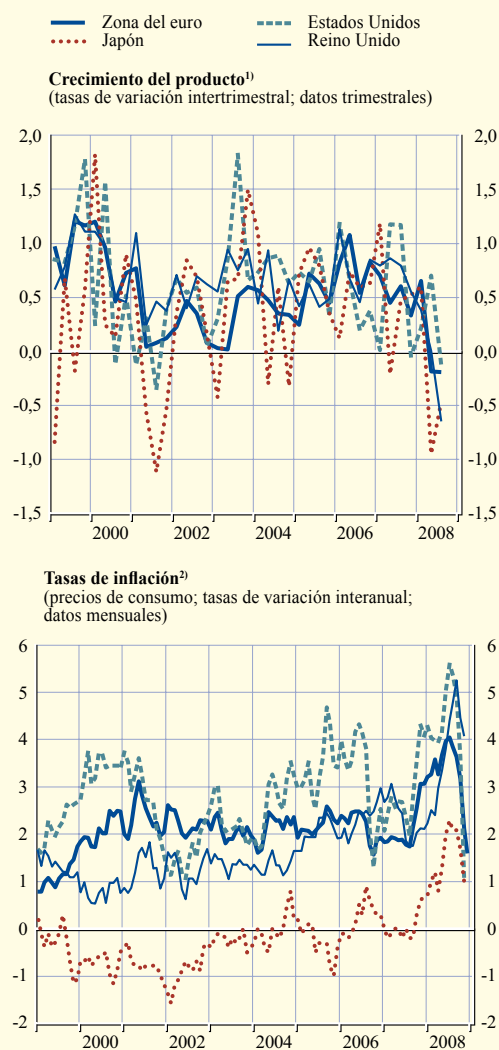
Por lo que se refiere a la evolución de los precios, la inflación interanual medida por el IPC se redujo de nuevo hasta el 1,1% en noviembre del 2008 y se sitúa actualmente muy por debajo de la media del 4,2% contabilizada para el año (véase gráfico 2). Esta desaceleración refleja los rápidos descensos de los costes de la energía y un mayor margen no utilizado de la capacidad productiva, así como efectos de base. La tasa de inflación interanual, excluidos los alimentos y la energía, se redujo hasta el 2% en noviembre, desde el 2,2% registrado en el mes anterior.

El 16 de diciembre de 2008, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal decidió bajar el tipo de interés fijado como objetivo para los fondos federales desde el 1% hasta una banda del 0% al 0,25%. Con la eficacia del tipo de interés de los fondos federales como instrumento de política monetaria aproximándose al límite —por hallarse tan cerca de cero— el Comité emitió la señal de que se prestaría cada vez más atención a las medidas no convencionales para apoyar el funcionamiento de los mercados financieros y estimular la economía.

JAPÓN

En Japón, la actividad económica ha seguido deteriorándose, mientras que la inflación sigue una trayectoria descendente. La encuesta Tankan del Banco de Japón correspondiente a diciembre del 2008 registró la mayor caída, en cifras intertrimestrales, observada desde 1975, señal de un debilitamiento sustancial del clima empresarial, tanto en el sector manufacturero como en otros sectores. El deterioro de la

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.

situación económica en Japón se refleja también en la notable revisión a la baja de las cifras del PIB correspondientes al tercer trimestre del 2008; la segunda estimación provisional indica un descenso del 0,5% en tasa intertrimestral frente al descenso del 0,1% registrado en la primera estimación publicada a finales de noviembre.

La inflación, medida por los precios de consumo, siguió descendiendo en noviembre (véase gráfico 2). Arrastrada por la moderación de los precios de la energía y el debilitamiento de la actividad económica, la inflación interanual medida por el IPC se redujo hasta el 1% en noviembre, en comparación con el 1,7% registrado en octubre. Excluidos los alimentos y la energía, la inflación interanual medida por el IPC bajó ligeramente hasta el 0%, desde el 0,2% de octubre.

En su reunión de 19 de diciembre de 2008, el Banco de Japón decidió bajar el objetivo del tipo de interés de los préstamos a un día sin garantía en 20 puntos básicos, hasta el 0,1%.

REINO UNIDO

En el Reino Unido, el PIB real se redujo un 0,6%, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre del 2008, mientras que la inflación cayó desde unos niveles relativamente altos. El descenso del PIB real fue generalizado, pero reflejó, en particular, una contracción de la demanda interna. Los indicadores de confianza sugieren que el producto podría experimentar nuevas caídas en los próximos trimestres. La corrección en el mercado de la vivienda ha continuado, como se aprecia en el Índice Halifax de precios de la vivienda, que se redujo un 14,9%, en cifras interanuales, en noviembre. Las caídas en curso en las aprobaciones de hipotecas sugieren que esta corrección de los precios de la vivienda continuará probablemente en el corto plazo. La inflación interanual, medida por el IAPC, se redujo de nuevo hasta el 4,1% en noviembre (desde el 4,5% observado en octubre) y es probable que se haya reducido de forma más acusada a partir de diciembre del 2008, debido a una bajada transitoria del tipo estándar del IVA (del 17,5% al 15% durante 13 meses).

El 4 de diciembre de 2008, el Comité de Política Monetaria del Banco de Inglaterra decidió reducir su principal tipo de interés oficial en 100 puntos básicos, hasta el 2%, y, el 8 de enero de 2009, realizó un nuevo recorte de 50 puntos básicos, situando dicho tipo en un mínimo histórico del 1,5%.

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 vinieron acompañadas de un descenso de la inflación. En Suecia, el PIB se redujo, en tasa intertrimestral, un 0,1% en el tercer trimestre del 2008 por segundo trimestre consecutivo, debido a las condiciones financieras más restrictivas, al debilitamiento de la demanda exterior y a una mayor cautela por parte de los hogares. Estos factores también están atenuando la actividad económica en Dinamarca, en donde se registró una contracción del producto del 0,4% durante el tercer trimestre, tras un incremento del 0,4% en el segundo. Los indicadores de actividad a corto plazo apuntan a un nuevo debilitamiento de la actividad económica en ambos países. Tras alcanzar un máximo a finales del verano, la inflación medida por el IAPC continuó reduciéndose en los dos países, cayendo hasta el 2,4% en Suecia y hasta el 2,8% en Dinamarca en noviembre. Se prevé que la inflación se moderará aún más en estos países, en consonancia con el debilitamiento de la actividad económica. El 4 de diciembre de 2008, el Danmarks Nationalbank redujo su principal tipo de interés oficial en 75 puntos básicos, hasta el 4,25%, y también lo redujo el Sveriges Riksbank, en 175 puntos básicos, hasta el 2%.

También comenzaron a observarse señales de debilitamiento de la actividad económica en los países más grandes de la UE de Europa central y oriental, en los que el crecimiento ha sido estable en el primer

semestre del 2008. Los datos sobre el PIB de Hungría, correspondientes al tercer trimestre, muestran una contracción de la economía del 0,1%. El crecimiento del PIB real experimentó una ligera desaceleración en el tercer trimestre en la República Checa y Polonia, hasta el 0,9% y el 1,2%, respectivamente, y los indicadores de corto plazo sugieren que se producirá una nueva desaceleración en ambos países. En Rumanía, el crecimiento del PIB real todavía fue sólido en el tercer trimestre (como consecuencia, en parte, de una buena cosecha en el sector agrícola), pero los indicadores de corto plazo apuntan a una acusada desaceleración en los últimos meses. Las perspectivas macroeconómicas se han deteriorado notablemente en los últimos meses en estos cuatro países como resultado del aumento de la aversión al riesgo en la región, del endurecimiento de las condiciones de financiación y del debilitamiento del comercio exterior. En los últimos meses, las tasas de inflación se han reducido en los cuatro países, situándose en el 6,8% en Rumanía, en el 4,1% en la República Checa y Hungría y en el 3,6% en Polonia en noviembre del 2008. La moderación de la inflación medida por el IAPC refleja, principalmente, la progresiva desaparición de los efectos de las anteriores subidas de los precios de los alimentos y la energía, así como un debilitamiento de la actividad económica. Los días 8 y 22 de diciembre, el Magyar Nemzeti Bank redujo, en dos etapas, su principal tipo de interés oficial por un total de 100 puntos básicos, hasta el 10%. El 23 de diciembre, el Narodowy Bank Polski decidió bajar su principal tipo de interés oficial en 75 puntos básicos, hasta el 5%.

ECONOMÍAS EMERGENTES DE ASIA

La actividad económica ha seguido ralentizándose en la región. Concretamente, las exportaciones de la mayoría de los países han experimentado un descenso en la demanda del exterior, lo que ha contribuido a una caída de la producción industrial. La demanda interna también se está debilitando en casi todos los países de la región. Además, la inflación medida por los precios de consumo siguió moderándose como consecuencia de la caída de los precios del petróleo y otras materias primas, lo que ha permitido a varios bancos centrales adoptar una política monetaria aún menos restrictiva.

En China, la economía ha experimentado una clara desaceleración en los últimos meses. El descenso de la demanda exterior y la ralentización del mercado inmobiliario provocaron una significativa caída, en tasa interanual, del crecimiento de la producción industrial, hasta el 5,4% en noviembre. Además, las exportaciones se redujeron en noviembre y diciembre, en comparación con los períodos correspondientes del pasado año. En noviembre del 2008, la inflación interanual medida por el IPC descendió rápidamente hasta el 2,4%, desde el 4% observado en octubre. El Banco Central de la República Popular China siguió relajando su política monetaria y, en diciembre, bajó sus tipos de interés oficiales por quinta vez desde septiembre del 2008. El tipo de interés de referencia de los préstamos a un año se redujo desde el 7,47% en septiembre hasta el 5,31%, y el de los depósitos a un año bajó desde el 4,14% en septiembre hasta el 2,25%. Durante el mismo período, se ha reducido el coeficiente de reservas mínimas obligatorias desde el 17,5% hasta el 15,5%.

AMÉRICA LATINA

En América Latina, se han venido observando algunas señales de desaceleración de la actividad económica, mientras que las presiones inflacionistas han seguido siendo relativamente elevadas en comparación con otras regiones. En Brasil, la producción industrial registró una contracción del 6,2%, en tasa interanual, en noviembre del 2008, habiendo aumentado sólo un 1,1% en octubre, tras el excepcional incremento del 9,7% en septiembre. La inflación interanual, medida por el IPC, se situó en noviembre en el 6,4%, el mismo nivel que en el mes anterior. En Argentina, la actividad económica experimentó un deterioro en noviembre: tras aumentar un 2,6% en octubre y un 5,8% en septiembre, en tasa interanual, la producción industrial no experimentó variación en cifras interanuales. La inflación medida

por el IPC se mantuvo en niveles elevados, a pesar de haberse reducido desde el 9% hasta el 7,2% en los cuatro meses transcurridos entre agosto y noviembre. En México, la actividad económica siguió siendo caracterizándose por la atonía: el crecimiento interanual de la producción industrial registró una nueva contracción, pasando de -1,6% en agosto a -2,7% en octubre. La inflación interanual aumentó desde el 5,5% en septiembre hasta el 6,2 en noviembre. Para hacer frente al aumento de las tensiones financieras, varios bancos centrales de la región han adoptado una serie de medidas encaminadas, principalmente, a mejorar la situación de liquidez en sus respectivos países.

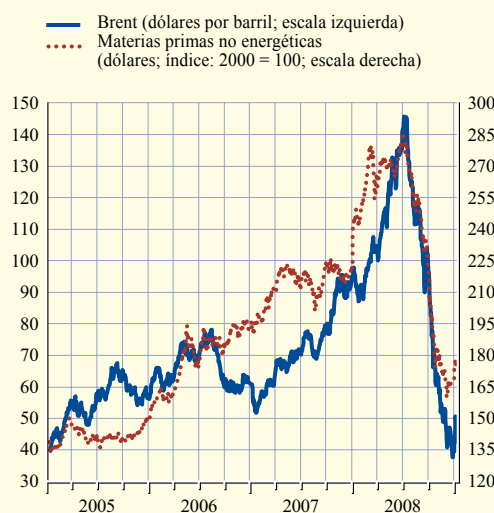
1.2 MERCADOS DE MATERIAS PRIMAS

Los precios del petróleo siguieron bajando durante el mes de diciembre, situándose, al final del mes, en 39,5 dólares estadounidenses el barril (véase gráfico 3), es decir, un 58% por debajo del nivel observado a comienzos del 2008 (en euros, el descenso es de alrededor del 54%). En la primera quincena de enero del 2009, los precios del petróleo se recuperaron inicialmente, pero después volvieron a bajar, al confirmarse el deterioro de las perspectivas de la demanda mundial. El 14 de enero de 2009, el precio del barril se situaba en 43,8 dólares estadounidenses. A medio plazo, los participantes en los mercados esperan que los precios sigan siendo elevados; actualmente, los precios de los futuros con entrega en diciembre del 2009 se sitúan en torno a 60 dólares estadounidenses.

Si se consideran las variables económicas fundamentales, la desaceleración de la economía mundial parece haber afectado gravemente a las perspectivas de la demanda, también en el caso de las economías emergentes, ya que los datos de comercio exterior de China muestran una caída de las importaciones de crudo. En este contexto, el 17 de diciembre de 2008, la OPEP anunció un nuevo recorte de la oferta de 2,2 millones de barriles al día. Dado el escepticismo generalizado respecto a la voluntad de compromiso de los países miembros de la OPEP en lo que se refiere a un recorte tan grande de la producción, el anuncio no sirvió para estimular una subida de los precios en el corto plazo. No obstante, los diferenciales entre las distintas calidades de crudo se han venido reduciendo de forma acusada, lo que es indicativo de tensiones en el mercado y de que la OPEP realmente está reduciendo su producción.

Los precios de las materias primas no energéticas también han fluctuado dentro de intervalos estrechos desde comienzos de diciembre. Los precios de los metales se han estabilizado tras una abrupta caída con respecto al máximo alcanzado en julio. No obstante, los precios de las materias primas alimenticias han aumentado, impulsados principalmente por el maíz y el trigo, que se han visto favorecidos por las condiciones meteorológicas en el hemisferio austral. En términos agregados, el índice de precios de las materias primas no energéticas (denominado en dólares estadounidenses) se situaba, a finales de diciembre, aproximadamente un 23% por debajo del nivel registrado el año anterior.

Gráfico 3 Principales indicadores de los mercados de materias primas



Fuentes: Bloomberg y HWWI.

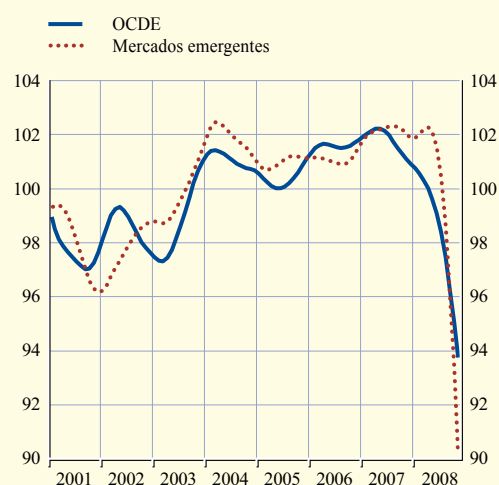
1.3 PERSPECTIVAS DEL ENTORNO EXTERIOR

La desaceleración de la economía mundial conlleva un deterioro de las perspectivas de la demanda exterior de bienes y servicios de la zona del euro. A medida que se han extendido las repercusiones de la crisis financiera, se ha producido recientemente una acusada caída de las transacciones comerciales internacionales. El indicador sintético adelantado de la OCDE correspondiente a noviembre del 2008 también apunta a fuertes desaceleraciones en las principales economías industrializadas, así como en las economías más grandes no pertenecientes a la OCDE, especialmente China, India y Rusia.

La incertidumbre que rodea a las perspectivas de la economía mundial es excepcionalmente elevada. La volatilidad de los mercados financieros ha aumentado de forma notable, lo que significa que la evaluación de dichas perspectivas está sujeta actualmente a un grado de incertidumbre muy alto. En general, los riesgos para el crecimiento se sitúan 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 intensidad y la duración de la desaceleración económica mundial dependerán esencialmente de la rapidez 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 correspondientes a noviembre del 2008 confirman la moderación actual del crecimiento del agregado monetario amplio y del crédito, reflejo del impacto de unas condiciones de financiación más restrictivas y de la ralentización del crecimiento económico. La intensificación de las tensiones en los mercados financieros desde mediados de septiembre continúa afectando a determinados componentes y contrapartidas de M3, como los valores distintos de acciones de las IFM que obran en poder del sector tenedor de dinero de la zona del euro y de no residentes. Sin embargo, otros componentes del balance de las IFM apuntan a un retorno a la situación observada en el período anterior a mediados de septiembre, es decir, antes de que se acentuaran las tensiones financieras. Por ejemplo, en noviembre se registraron adquisiciones netas de participaciones en fondos del mercado monetario por parte de residentes y de no residentes. En cuanto a la evolución del crédito, si los datos se ajustan del impacto de las operaciones de titulización fuera de balance o real, muestran un flujo continuado de préstamos bancarios al sector privado no financiero, particularmente a las sociedades no financieras. Esto es contrario al argumento que sostiene que se han producido fuertes restricciones en la disponibilidad de crédito bancario tras la intensificación de las tensiones financieras. No obstante, los préstamos han experimentado una moderación considerable con respecto al año anterior. Además, los persistentes flujos observados recientemente, en términos agregados, en los préstamos bancarios, no excluyen la posibilidad de que algunos segmentos de mercado estén afrontando restricciones de crédito.

EL AGREGADO MONETARIO AMPLIO M3

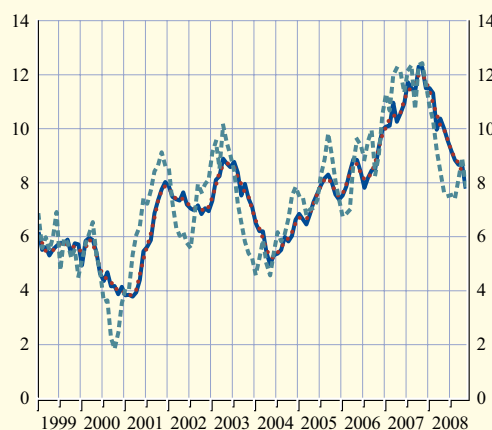
La tasa de crecimiento interanual de M3 se redujo hasta el 7,8% en noviembre del 2008, desde el 8,7% del mes precedente (véase gráfico 5). Esta evolución refleja el estancamiento de M3 en noviembre, tras el acusado crecimiento intermensual (el 1,3%) registrado en octubre. Es necesaria cierta cautela al interpretar la evolución monetaria hacia el final del año, ya que el comportamiento podría verse influenciado por consideraciones contables, con el resultado de que su evolución podría verse sometida a una incertidumbre especial. Si se consideran conjuntamente, los datos de octubre y de noviembre muestran que la tasa de expansión monetaria todavía fue sostenida, como también quedó reflejado en las tasas de crecimiento de tres meses y de seis meses anualizadas, que continúan fluctuando en torno al 8%.

Los datos monetarios correspondientes a noviembre arrojan nueva luz sobre el aumento de las tensiones en el sistema financiero tras la quiebra de Lehman Brothers a mediados de septiembre. Estas tensiones siguen siendo visibles, por ejemplo, en la nueva reducción de las tenencias de valores distintos de acciones de las IFM por parte del sector tenedor de dinero de la zona del euro y de no residentes, y las entidades de crédito siguieron sin poder acceder a esta fuente de financiación. Al mismo tiempo, también hay algunas señales de que, en noviembre, la evolución monetaria retomó el patrón observado

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.

antes de que se intensificaran las tensiones a mediados de septiembre. Por ejemplo, tanto los residentes como los no residentes adquirieron cantidades considerables de participaciones en fondos del mercado monetario de la zona, indicando un retorno al comportamiento inversor habitual.

Los datos monetarios más recientes también muestran un nuevo descenso de la tasa de crecimiento de los préstamos de las IFM al sector privado no financiero. Sin embargo, al mismo tiempo, los datos no indican que la intensificación de las tensiones financieras haya provocado una interrupción brusca del flujo de crédito bancario. Esta conclusión se basa en un análisis más detallado de la información monetaria, que pone de manifiesto que el flujo de préstamos de las IFM al sector privado, muy reducido según las estadísticas de noviembre, reflejó, en gran parte, el impacto a la baja de la eliminación de préstamos de los balances bancarios en el contexto de operaciones de titulización a gran escala. Si se tiene en cuenta este impacto, los datos muestran que las entidades de crédito siguen originando préstamos, y aunque los volúmenes son inferiores a los observados durante el reciente período de fuerte expansión del crédito, son comparables a los registrados entre finales del 2002 y principios del 2004, el último período de debilidad económica prolongada en la zona del euro. Sin embargo, esto no permite extraer conclusiones firmes acerca del acceso del sector privado no financiero a la financiación externa en los próximos meses, y tampoco implica una valoración positiva de las motivaciones subyacentes al persistente endeudamiento, que puede reflejar problemas en algunas empresas.

PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

La moderación observada en el crecimiento interanual de M3 en noviembre del 2008 estuvo impulsada por la caída de las contribuciones de M1 y de los instrumentos negociables. La mayor parte de este crecimiento tuvo su origen en la expansión de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista, que continuó siendo considerable.

La tasa de crecimiento interanual de M1 disminuyó hasta el 2,3% en noviembre, desde el 3,7% de octubre. Los subcomponentes de este agregado monetario presentaron una evolución dispar (véase cuadro 1).

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 Oct	2008 Nov
M1	42,3	5,9	3,8	2,3	0,6	3,7	2,3
Efectivo en circulación	7,5	8,0	7,8	7,8	7,5	13,0	13,5
Depósitos a la vista	34,8	5,5	3,0	1,2	-0,7	1,9	0,1
M2 - M1 (= otros depósitos a corto plazo)	43,3	16,8	18,4	19,3	18,9	15,5	16,0
Depósitos a plazo hasta dos años	26,9	40,6	41,4	40,4	37,6	29,2	29,3
Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses	16,3	-3,9	-3,3	-2,3	-2,0	-1,3	-0,7
M2	85,5	10,7	10,3	10,0	9,1	9,3	8,8
M3 - M2 (= instrumentos negociables)	14,5	19,6	16,3	10,3	8,9	5,3	2,3
M3	100,0	12,0	11,2	10,1	9,0	8,7	7,8
Crédito a residentes en la zona del euro		9,2	10,0	9,6	9,1	7,3	7,2
Crédito a las Administraciones Públicas		-4,1	-2,5	-1,2	0,6	0,7	2,5
Préstamos a las Administraciones Públicas		-1,8	-0,9	0,8	2,1	3,3	3,1
Crédito al sector privado		12,2	12,7	11,9	10,8	8,7	8,2
Préstamos al sector privado		11,1	11,1	10,5	9,1	7,8	7,1
Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas)		8,5	6,8	4,5	3,3	0,8	0,8

Fuente: BCE.

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

Por un lado, las salidas que se produjeron ese mes hicieron que la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a la vista se redujera hasta el 0,1%, desde el 1,9% de octubre. Estas salidas provocaron una inversión de la evolución observada en octubre, mes en que se registraron entradas pronunciadas, y representan un retorno a los patrones observados antes de septiembre, con desplazamientos desde los depósitos a la vista, con una remuneración reducida, hacia los depósitos a plazo. Esto sugiere que las consideraciones relativas a la remuneración han recobrado prioridad frente a las relacionadas con la liquidez que determinaron la evolución de los depósitos a la vista inmediatamente después de la quiebra de Lehman Brothers, así como la preocupación asociada sobre la seguridad del sistema bancario.

Por otro lado, la tasa de crecimiento interanual del efectivo en circulación se incrementó hasta el 13,5% en noviembre, desde el 13% del mes precedente. Por lo tanto, la intensa demanda adicional de efectivo observada en septiembre y octubre continuó en noviembre, aunque los flujos retornaron a su volumen habitual. Se dispone de información anecdótica que indica que gran parte de esta demanda adicional de efectivo registrada en noviembre puede haber procedido de no residentes.

En vista de las tensiones actuales en los mercados financieros, la evolución del crecimiento interanual de M1 en los tres últimos meses hace que sea necesario interpretar este agregado con cautela a la hora de buscar alguna indicación de que se ha producido un punto de inflexión en la actividad económica real.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista aumentó ligeramente en noviembre, hasta el 16%, desde el 15,5% de octubre, debido al incremento de sus dos subcomponentes. Los depósitos a plazo hasta dos años (es decir, depósitos a corto plazo), continuaron creciendo a una tasa interanual muy elevada en noviembre, del 29,3%, prácticamente sin variaciones con respecto al 29,2% observado en octubre. La tasa de crecimiento interanual de los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses (es decir, depósitos de ahorro a corto plazo) fue del -0,7% en noviembre, aunque se situó en niveles menos negativos que en octubre, mes en que se situó en el -1,3%. Los datos de noviembre no proporcionan evidencia de que los depositantes sean reacios a encomendar fondos a los bancos por períodos que no sean a muy corto plazo, especialmente porque las garantías aportadas por los Gobiernos para los depósitos bancarios están contribuyendo positivamente a la normalización del comportamiento de los depositantes en la asignación de carteras. La remuneración de los depósitos a plazo sigue siendo favorable, debido a los esfuerzos adicionales de las entidades por captar depósitos, y parece que continúa provocando retiradas de fondos desde otros instrumentos tanto de corto como de largo plazo.

La tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables (M3-M2) disminuyó de nuevo en noviembre, hasta el 2,3%, desde el 5,3% de octubre, como consecuencia de la caída de las tasas de crecimiento interanual de las cesiones temporales y de los valores distintos de acciones a corto plazo (esto es, valores distintos de acciones hasta dos años). Aunque la emisión bruta de valores, distintos de acciones a corto plazo por parte de las IFM fue ligeramente positiva en noviembre, si bien se benefició de las garantías aportadas por los Gobiernos, el sector tenedor de dinero de la zona del euro no incrementó sus tenencias de este tipo de valores.

Las numerosas retiradas observadas en los fondos del mercado monetario de la zona del euro en septiembre y, en menor medida, en octubre, no continuaron en noviembre. La evolución de las participaciones en estos fondos se mantuvo tranquila, y la inversión de 69 mm de euros del sector tenedor de dinero de la zona en estos fondos representa una corrección parcial de las salidas observadas en septiembre. Al mismo tiempo, las tenencias de no residentes de fondos del mercado monetario de la zona del euro que, no obstante, no forman parte de M3, también han aumentado, y en noviembre se invirtieron 21 mm de euros.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos incluidos en M3, que incluyen los depósitos a corto plazo y las cesiones temporales y que constituye el agregado monetario más amplio para el que se dispone de un detalle por sectores, se redujo en noviembre hasta el 9,1%, desde el 9,6% de octubre. Esta reducción fue algo menos pronunciada que la observada en el crecimiento de M3 en su conjunto. Los hogares continuaron siendo el sector que más contribuyó al crecimiento interanual de los depósitos incluidos en este agregado monetario, con una tasa que se incrementó hasta el 10%, desde el 9,7% del mes precedente. En cambio, las tasas de crecimiento interanual de los depósitos de M3 de las sociedades no financieras y de los intermediarios financieros no monetarios volvieron a disminuir y se situaron en el 2,9% y el 14%, respectivamente, en noviembre, desde el 4,5% y el 16,3% de octubre.

La evolución observada en la composición sectorial de las tenencias de depósitos confirma la valoración de que las sociedades no financieras y los intermediarios financieros no monetarios están utilizando de manera creciente sus reservas de liquidez a medida que la actividad económica se ralentiza. Al mismo tiempo, los hogares han aumentado sus tenencias de depósitos en las entidades de crédito, tal y como se esperaba si se tienen en cuenta las garantías aportadas recientemente por los Gobiernos y el deseo de disponer de activos líquidos en una época de considerable volatilidad en los mercados financieros (véase el recuadro 1 a continuación).

Recuadro 1

SEGUIMIENTO DE LOS EXTRAORDINARIOS DESPLAZAMIENTOS DE CARTERA HACIA ACTIVOS MONETARIOS DURANTE EL PERÍODO DE TURBULENCIAS FINANCIERAS

Las turbulencias observadas en los mercados financieros desde agosto del 2007, y su intensificación a mediados de septiembre del 2008, han aumentado la incertidumbre relativa a la evolución económica y financiera futura. Ello se refleja, por ejemplo, en la prolongada y acusada caída registrada en la confianza de los consumidores, que ha disminuido hasta situarse en niveles sin precedentes (véase gráfico A). En el período 2001-2003, otro período caracterizado por el incremento de la incertidumbre y la reducción de la confianza, los residentes en la zona del euro mostraron una fuerte preferencia por activos seguros y líquidos, preferencia que se puso de manifiesto en los extraordinarios desplazamientos de cartera hacia el agregado M3¹. Desde una perspectiva de política económica, el seguimiento de los desplazamientos mencionados es importante, pues pueden considerarse perturbaciones positivas sobre la demanda de dinero que no están relacionadas directamente con riesgos para la estabilidad de precios. En este contexto, en este recuadro se considera si el actual período de turbulencias financieras ha dado lugar a desplazamientos similares.

1 Para una evaluación detallada de este período, véase el artículo titulado «Análisis monetario en tiempo real», en el Boletín Mensual de octubre del 2004.

Gráfico A Confianza de los consumidores

(saldos netos centrados en la media; datos mensuales)



Fuente: Comisión Europea.

El período entre mediados del 2007 y el tercer trimestre del 2008

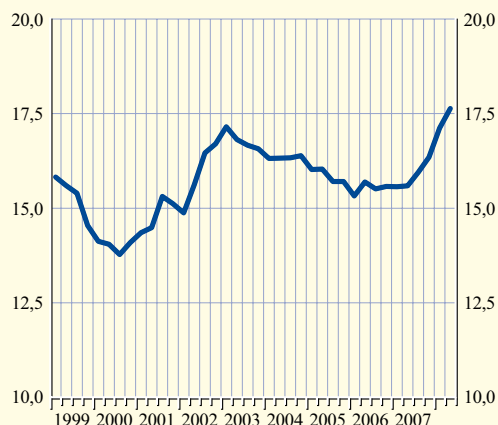
Un posible indicio de los extraordinarios desplazamientos de cartera lo constituye un significativo aumento registrado en el porcentaje de activos monetarios en los saldos vivos del total de los activos financieros del sector tenedor de dinero (véase gráfico B). En el período 2001-2003, el incremento observado en este porcentaje reflejó sobre todo la venta de tenencias de valores de renta variable extranjeros y la repatriación de fondos tras el estallido de la burbuja de la nueva economía, que produjo un cambio en las preferencias de riesgo de los inversores y dio lugar a desplazamientos hacia activos más seguros. Por el contrario, el incremento de este porcentaje entre mediados del 2007 y mediados del 2008 es atribuible a una reasignación de carteras, que supuso desplazamientos desde activos a largo plazo hacia activos monetarios basados en consideraciones de rentabilidad en el contexto de una curva de rendimientos plana². En concreto, los depósitos a corto plazo ofrecían niveles de rentabilidad relativamente atractivos, que mejoraron al continuar las turbulencias financieras, debido a que las IFM trataron de fortalecer de forma explícita su financiación a través de depósitos.

La valoración, en tiempo real, de los diversos factores que favorecieron los desplazamientos hacia activos monetarios se apoya en detallados análisis institucionales de cantidades y precios. Considerando la evolución pasada, este análisis se complementa con una descomposición estructural del crecimiento interanual de M3 basada en un modelo de equilibrio general dinámico y estocástico con fricciones financieras y un sector bancario explícito³. Este modelo tiene por objeto medir de forma simplificada las causas fundamentales de la evolución monetaria. Mide, entre otros, factores que tienen una incidencia indirecta en el dinero a través de su efecto sobre variables macroeconómicas que, como la renta, el consumo y la inflación, son importantes determinantes de la demanda de dinero. Los *shocks* de productividad o cambios en la preferencia de los tenedores de dinero por la liquidez constituyen un buen ejemplo. Por último, un modelo de este tipo necesita suponer una respuesta de política monetaria a la evolución económica y monetaria en forma de una sencilla función de reacción estimada que vincula los tipos de interés a corto plazo con una serie de variables endógenas.

Si bien cualquier modelo como este es, inevitablemente, demasiado sencillo para capturar todos los elementos de un análisis monetario amplio, la descomposición del crecimiento anterior de M3 está

Gráfico B Tenencias de M3 en porcentaje de los saldos vivos de los activos financieros totales del sector tenedor de dinero

(en porcentaje; sin desestacionalizar; datos trimestrales)



Fuente: Estimaciones del BCE.

2 Véase el recuadro 2, titulado «Recientes desplazamientos entre distintas categorías de activos financieros de los hogares», en el Boletín Mensual de junio del 2008. Véase también el recuadro 1, titulado «La evolución monetaria subyacente: Concepto e ilustración cuantitativa», en el Boletín Mensual de mayo del 2008.

3 Este modelo es similar al presentado en el recuadro 2 del artículo titulado «Interpretación de la evolución monetaria desde mediados del 2004» en el Boletín Mensual de julio del 2007. El modelo se describe en Christiano L., R. Motto y M. Rostagno (2003), «The Great Depression and the Friedman-Schwartz Hypothesis», *Journal of Money, Credit and Banking* 35(6), diciembre. Se presenta un análisis reciente en Christiano L., R. Motto y M. Rostagno (2008), «Shocks, structures or policies? The Euro Area and US after 2001», *Journal of Economic Dynamics and Control*, agosto, 32 (8), pp. 2467-2506.

actualmente en consonancia con la valoración amplia efectuada en tiempo real para el período en cuestión. En este sentido, la descomposición de los datos hasta el tercer trimestre del 2008 indica que el fuerte crecimiento de M3 observado entre finales del 2007 y el tercer trimestre del 2008 se vio influida, en gran medida, por «*shocks* de política monetaria», que aplanaron la curva de rendimientos, provocando el reequilibrio de las carteras de activos por medio del desplazamiento desde activos no incluidos en M3 hacia instrumentos incluidos en M3–M1 (véase gráfico C). Al mismo tiempo, las contribuciones de los *shocks* bancarios y sobre la demanda de dinero (que deberían capturar, entre otras cosas, los flujos hacia activos monetarios) siguieron siendo negativas a finales del 2007 y a comienzos del 2008. Las contribuciones se tornaron marginalmente positivas en el tercer trimestre del 2008. En definitiva, esto sugiere que hasta el tercer trimestre del 2008, la dinámica monetaria se vio impulsada por la reasignación de carteras debida a los efectos de la curva de rendimientos más que a los extraordinarios desplazamientos de cartera provocados por una mayor preferencia por la liquidez. Ello supone un contraste absoluto con la situación existente durante el período 2001-2003.

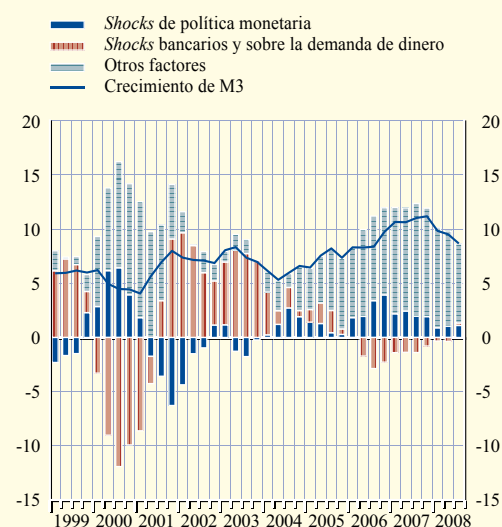
El período comprendido entre mediados de septiembre y noviembre del 2008

Tras la quiebra de Lehman Brothers a mediados de septiembre de 2008, la incertidumbre económica y financiera se incrementó enormemente, lo que pudo dar lugar a que los desplazamientos hacia activos más seguros determinaran la evolución monetaria. La valoración en tiempo real de esta cuestión se basa en un análisis detallado de los componentes y contrapartidas de M3, dado que la descomposición del crecimiento de M3 basada en el modelo descrito anteriormente no puede utilizarse, sobre todo debido a la falta de datos publicados a tiempo.

Los extraordinarios desplazamientos de cartera pueden ponerse de manifiesto en los desplazamientos hacia activos más seguros efectuados por los hogares, especialmente a la luz de las nuevas garantías públicas anunciadas en octubre para los depósitos de las IFM. El subcomponente más amplio de M3 que permite el seguimiento de la asignación de carteras de los hogares es el de depósitos a corto plazo y cesiones temporales. Los flujos mensuales desestacionalizados observados para este subcomponente en octubre y noviembre fueron, efectivamente, algo mayores que en los meses anteriores, aunque ni las pruebas estadísticas ni la simple observación sugieren que la diferencia fuera extraordinaria. No obstante, dos componentes de M3 que son, posiblemente, importantes receptores de los desplazamientos hacia activos más seguros de los hogares —participaciones en fondos del mercado monetario y efectivo en circulación— no están incluidos en este subcomponente sectorial.

Gráfico C Descomposición del crecimiento interanual de M3

(tasas de variación interanual, contribuciones en puntos porcentuales)



Fuente: Estimaciones del BCE.

Notas: Para una desagregación de los otros factores, véase el recuadro 2 del artículo titulado «Interpretación de la evolución monetaria desde mediados del 2004», en el Boletín Mensual del julio del 2007.

Debido al coste relativamente reducido de pasar de participaciones en fondos de inversión a participaciones en fondos del mercado monetario, los desplazamientos hacia participaciones en fondos del mercado monetario desempeñaron un papel significativo en los flujos hacia activos más seguros registrados durante el período 2001-2003. Este hecho no se ha observado durante las actuales turbulencias financieras, y la evolución relativamente volátil de las participaciones en fondos del mercado monetario ha reflejado, en su lugar, la percepción de los inversores con respecto a los riesgos asociados a este instrumento, así como el comportamiento en la asignación de carteras (véase gráfico D). En cuanto al efectivo en circulación, el flujo mensual de este componente se incrementó significativamente (en torno a 35 mm de euros) en octubre, lo que a primera vista avala la opinión de que los hogares efectuaron importantes desplazamientos hacia activos más seguros. No obstante, existe información que apunta a una demanda significativa de billetes en euros por parte de no residentes en la zona del euro en los meses de octubre y noviembre, lo que supone que los mencionados incrementos de efectivo reflejan, en gran medida, el hecho de que el efectivo de residentes y no residentes no puede registrarse por separado, y no los desplazamientos de cartera efectuados por los hogares de la zona del euro.

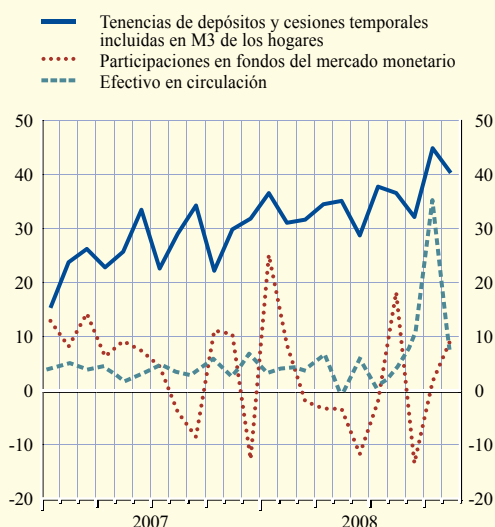
En conclusión, existen ciertos indicios iniciales relativos a que la intensificación de las turbulencias en los mercados financieros observadas desde la quiebra de Lehman Brothers a mediados de septiembre provocó un desplazamiento hacia activos monetarios en octubre y noviembre de 2008. Si bien es demasiado pronto para efectuar estimaciones cuantitativas, conviene realizar un seguimiento de este tema en los meses próximos. No obstante, como el porcentaje de activos monetarios en el total de activos financieros es ya considerablemente mayor que el existente al comienzo de anteriores períodos caracterizados por desplazamientos de cartera, en igualdad de condiciones, ello podría limitar en cierta medida la magnitud de los desplazamientos futuros.

PRINCIPALES CONTRAPARTIDAS DE M3

En cuanto a las contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento del crédito total otorgado por las IFM a residentes en la zona del euro se situó en el 7,2% en noviembre, prácticamente sin modificaciones con respecto al 7,3% de octubre (véase cuadro 1). Esta estabilidad oculta un cambio en la composición de esta contrapartida, en la que se observa un desplazamiento del sector privado al sector público. Ciertamente, la tasa de crecimiento del crédito a las Administraciones Públicas se incrementó hasta el 2,5% en noviembre, desde el 0,7% del mes precedente. Aunque los préstamos concedidos por las IFM al sector público se redujeron, estas instituciones adquirieron grandes cantidades de valores emitidos por este sector. El aumento observado en noviembre en las tenencias de valores del sector público por parte de las IFM compensó en gran medida las salidas observadas en el período comprendido entre agosto y octubre.

Gráfico D Flujos mensuales hacia algunos componentes de M3

(mm de euros, desestacionalizados, datos mensuales)



Fuentes: BCE y estimaciones del BCE.

Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual del crédito de las IFM al sector privado disminuyó de nuevo en noviembre, hasta el 8,2%, desde el 8,7% de octubre. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos, el principal componente del crédito al sector privado, siguió descendiendo, hasta el 7,1%, desde el 7,8% observado el mes precedente. El crecimiento de estos préstamos puede verse moderado por la baja de préstamos del balance en el contexto de las operaciones de titulización fuera de balance. De igual modo, en la medida en que los valores resultantes son retenidos por las entidades de crédito que han originado estos préstamos, el aumento de las tenencias de valores quedará reflejado en el crecimiento del crédito otorgado por las IFM al sector privado que, por tanto, no se verá afectado por estas operaciones. Los préstamos a las sociedades no financieras y a los hogares fueron los que más contribuyeron al descenso del crecimiento, aunque las respectivas tasas de crecimiento se situaron en niveles muy diferentes (véase cuadro 2). Los principales factores determinantes de la desaceleración en el crecimiento de los préstamos son unas condiciones de financiación más restrictivas y el deterioro de las perspectivas relativas a la actividad económica.

Al mismo tiempo, los datos monetarios de noviembre continúan sin proporcionar indicaciones de que la intensificación de las tensiones financieras haya provocado un agotamiento inmediato de la disponibilidad de crédito al sector privado. El hecho de que los flujos de préstamos de las IFM a este sector fueran prácticamente inexistentes en noviembre refleja fundamentalmente el impacto estadístico a la baja de la eliminación de préstamos del balance de las entidades en un contexto de operaciones de titulización fuera de balance. En consecuencia, la evolución del crecimiento de los préstamos a hogares y sociedades no financieras, especialmente en el corto plazo, debe interpretarse con cautela, ya que resulta afectada por los distintos grados de baja de préstamos del balance de las entidades en el tiempo. Si se tiene en cuenta este impacto, el flujo de préstamos al sector privado alcanzó un total de 29 mm de euros en noviembre. Por tanto, las entidades de crédito todavía están originando préstamos, aunque en volúmenes inferiores a los observados durante el reciente periodo de fuerte expansión del crédito, pero comparables a los registrados entre finales del 2002 y principios del 2004, el último periodo de debilidad económica prolongada en la zona del euro. Esta evolución disipa algunos de los temores de que la originación de préstamos bancarios se haya paralizado totalmente desde mediados de septiembre.

Cuadro 2 Préstamos de las IFM al sector privado

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

	Saldo vivo en porcentaje del total ¹⁾	Tasas de crecimiento interanual					
		2007 IV	2008 I	2008 II	2008 III	2008 Oct	2008 Nov
Sociedades no financieras	44,5	14,0	14,6	14,5	12,8	11,9	11,1
Hasta un año	28,6	11,9	12,9	12,9	10,9	10,4	8,8
De uno a cinco años	20,1	21,0	22,6	20,9	18,7	16,2	15,6
Más de cinco años	51,2	12,7	12,8	13,0	11,8	11,1	10,6
Hogares²⁾	45,3	6,6	5,9	5,0	4,0	3,3	2,5
Crédito al consumo ³⁾	12,8	5,3	5,3	5,1	4,3	3,4	2,8
Préstamos para adquisición de vivienda ³⁾	71,5	7,6	6,7	5,6	4,2	3,5	2,5
Otras finalidades	15,6	3,1	2,7	2,2	2,5	2,3	1,9
Empresas de seguros y fondos de pensiones	0,9	22,0	6,5	-1,6	-7,8	-9,5	-6,9
Otros intermediarios financieros no monetarios	9,3	23,4	24,7	24,9	22,3	15,0	13,9

Fuente: BCE.

Notas: Sector IFM, incluido el Eurosistema; clasificación por sectores basada en el SEC 95. Para más información, véanse las notas técnicas pertinentes.

1) A fin del último mes disponible. Préstamos a los sectores, en porcentaje del total de préstamos de las IFM al sector privado; detalle por plazo y por finalidad, en porcentaje de los préstamos concedidos por las IFM a los sectores respectivos. Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo.

2) Según la definición del SEC 95.

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

En noviembre, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras volvió a disminuir ligeramente, hasta el 11,1%, desde el 11,9% de octubre. La tasa de crecimiento de tres meses anualizada (un indicador de la evolución a más corto plazo) experimentó un descenso más acusado. Si se considera el detalle por plazos correspondiente a noviembre, la moderación observada en la evolución de los préstamos a las sociedades no financieras fue prácticamente generalizada en todos los plazos de vencimiento. En términos de flujos mensuales, los préstamos a plazos más largos (es decir, a más de cinco años) representaron más de la mitad del total de flujos, lo que indica que las sociedades no financieras siguieron obteniendo financiación a plazos de vencimiento relativamente largos.

Los flujos positivos observados en noviembre en los préstamos a las sociedades no financieras sugieren que las empresas obtuvieron préstamos de las IFM, si bien no permiten extraer conclusiones firmes acerca del acceso del sector privado no financiero a la financiación externa en los próximos meses, y tampoco implican una valoración positiva de las motivaciones subyacentes al persistente endeudamiento. A este respecto, para finales de noviembre, el deterioro de las perspectivas relativas a la actividad económica en la zona del euro hizo que la financiación adicional con fines de inversión se redujera considerablemente. En este contexto, las empresas recurrirán a sus reservas de liquidez, como puede verse en los flujos de salida mensuales observados en las tenencias de depósitos de M3.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares se redujo de nuevo en noviembre, hasta el 2,5%, desde el 3,3% de octubre, en consonancia con el deterioro de las perspectivas económicas y las relativas al mercado de la vivienda, y con el endurecimiento de las condiciones de financiación. La evolución a más corto plazo, medida por la tasa de crecimiento de tres meses anualizada, experimentó una pronunciada desaceleración. No obstante, esta evolución debe interpretarse con cautela, ya que refleja, en gran medida, el impacto de la baja de préstamos del balance como consecuencia de las operaciones de titulización fuera de balance. La moderación observada en el crecimiento interanual de los préstamos en noviembre estuvo determinada tanto por los préstamos para adquisición de vivienda como por el crédito al consumo (cuyas tasas de crecimiento interanual se redujeron hasta el 2,5% y el 2,8%, respectivamente, desde el 3,5% y el 3,4% de octubre).

En cuanto a las demás contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM (excluidos capital y reservas) se situó en el 0,8% en noviembre, sin variaciones con respecto al mes anterior, mientras que la tasa de crecimiento intermensual fue nula, tras dos meses de crecimiento negativo. Esta evolución oculta un nuevo descenso de las tenencias de valores distintos de acciones a más de dos años de las IFM, que se vio compensado por el aumento de los depósitos disponibles con preaviso superior a tres meses. Los datos mensuales sobre los valores distintos de acciones emitidos por las IFM confirman que las entidades de crédito no han logrado obtener financiación mediante este tipo de valores fuera del sector de IFM.

La tasa de crecimiento interanual del capital y las reservas se incrementó hasta el 12% en noviembre, desde el 10,7% de octubre. Parte de estas elevadas entradas mensuales (que ascendieron a un total de 32 mm de euros) puede explicarse por el capital adicional captado mediante colocaciones entre inversores y por las inyecciones de capital de los Gobiernos con el fin de reforzar el balance de las entidades de crédito.

Si se considera la evolución de los activos exteriores y los pasivos del sector de las IFM se observan cuantiosas salidas en ambos lados del balance. Estas salidas confirman la valoración de que las actividades de negocio de las IFM con no residentes en la zona del euro están disminuyendo, y con ello están contribuyendo a la reducción del endeudamiento de las entidades de crédito. En noviembre, el hecho de

que los pasivos cayeran con mayor intensidad que los activos se tradujo en unas entradas netas por importe de 11 mm de euros en la oposición acreedora neta frente al exterior de las IFM. No obstante, en el período de doce meses transcurrido hasta noviembre, las IFM aumentaron sus activos exteriores en 21 mm de euros, en comparación con un incremento de 179 mm de euros en sus pasivos frente a no residentes en la zona del euro. Por tanto, la oposición acreedora neta frente al exterior de las IFM se redujo en 158 mm de euros en los doce meses transcurridos hasta noviembre, frente a un descenso de 146 mm de euros en los doce meses transcurridos hasta octubre.

En resumen, aunque los datos de noviembre proporcionan nueva evidencia de que la reciente intensificación de las tensiones en los mercados financieros ha causado un impacto sobre determinadas contrapartidas de M3, no existen indicaciones de que se haya producido una interrupción que conllevaría, por ejemplo, una paralización inmediata del crédito al sector privado no financiero. No obstante, esto no permite extraer conclusiones firmes acerca del acceso del sector privado no financiero a la financiación externa en los próximos meses, y tampoco implican una valoración positiva de las motivaciones subyacentes al persistente endeudamiento. Al mismo tiempo, la evidencia de la reducción de los niveles de endeudamiento de las entidades de crédito es patente en la disminución de sus actividades de negocio con no residentes en la zona del euro.

2.2 EMISIONES DE VALORES

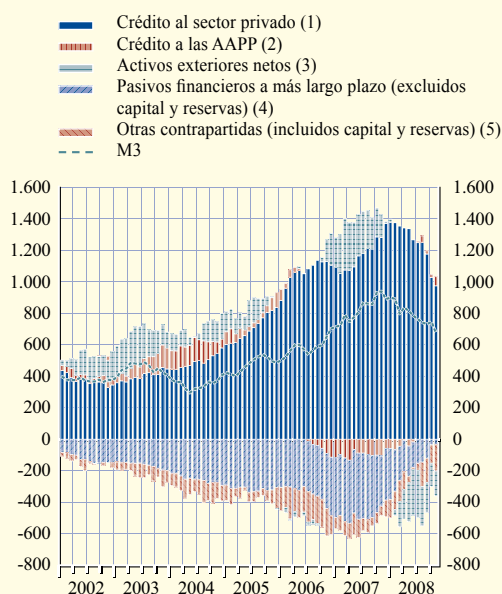
La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro prácticamente no experimentó variaciones en octubre del 2008. Aunque las tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por las IFM, otras instituciones financieras y sociedades no financieras se redujo ligeramente, la tasa de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por las Administraciones Públicas aumentó considerablemente. La tasa de crecimiento de la emisión de acciones cotizadas se mantuvo prácticamente invariable en octubre del 2008.

VALORES DISTINTOS DE ACCIONES

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro prácticamente no se modificó en octubre del 2008 y se situó en el 7%, en comparación con el 7,1% del mes precedente (véase cuadro 3). En cuanto a la estructura de vencimientos de la emisión de este tipo de valores, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores a corto plazo se incremen-

Gráfico 6 Contrapartidas de M3

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



Fuente: BCE.

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

tó 2,1 puntos porcentuales, hasta el 20,4%, en octubre del 2008, mientras que la de los valores a largo plazo experimentó una reducción moderada, de 0,4 puntos porcentuales, situándose en el 5,3%. La emisión de valores a más largo plazo puede descomponerse en valores a tipo de interés variable y a tipo de interés fijo. Como consecuencia de factores de demanda, los tipos de interés variables tienden a verse favorecidos frente a los fijos en períodos caracterizados por una curva de rendimientos plana. Esto explica, en parte, el hecho de que, pese a que la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores a tipo de interés variable se redujo ligeramente en octubre del 2008 (al igual que en meses precedentes), fue considerablemente superior (del 11,8%) a la tasa de crecimiento de la emisión de valores a tipo de interés fijo, que ese mes fue del 2,8%.

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las sociedades no financieras disminuyó hasta el 3,9% en octubre del 2008, desde el 5,6% de septiembre, posiblemente reflejando la situación particularmente difícil imperante en los mercados de capitales tras la quiebra de Lehman Brothers, el banco de inversión estadounidense, a mediados de septiembre del 2008. Desde una perspectiva a más largo plazo, aunque la actual actividad emisora de las sociedades no financieras se ha mantenido sólida pese a la intensificación de la crisis financiera, es notablemente más reducida que en el período inmediatamente anterior al estallido de la crisis, a mediados del 2007, cuando la emisión de este tipo de valores por parte de las sociedades no financieras alcanzó una tasa de crecimiento interanual de alrededor del 10%. En cuanto a la estructura de vencimientos de las emisiones, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a largo plazo emitidos por el citado sector experimentó un descenso de 0,8 puntos porcentuales, hasta el 3,2%, en octubre del 2008, mientras que la de las emisiones a corto plazo cayó de manera pronunciada, hasta el 7,6%, desde aproximadamente el 15% del mes precedente.

Si se consideran datos desestacionalizados (que son más adecuados para evaluar las tendencias a corto plazo), la tasa de crecimiento de seis meses anualizada de la emisión de valores distintos de acciones aumentó 0,7 puntos porcentuales en octubre del 2008, hasta el 8,9%, impulsada, en gran parte, por el incremento de las emisiones de la Administración Central. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento de seis meses anualizada de los valores distintos de acciones emitidos por las sociedades no financieras se

Cuadro 3 Valores emitidos por residentes en la zona del euro

Sector emisor	Saldo vivo (mm de euros) 2008 Oct	Tasas de crecimiento interanual ¹⁾					
		2007 IV	2008 I	2008 II	2008 III	2008 Sep	2008 Oct
Valores distintos de acciones:	12.887	8,9	8,1	6,9	7,3	7,1	7,0
IFM	5.314	10,8	9,3	7,7	8,1	6,9	5,4
Instituciones financieras no monetarias	1.732	26,6	24,9	21,8	23,6	24,6	21,7
Sociedades no financieras	694	7,9	8,6	5,7	3,9	5,6	3,9
Administraciones Públicas	5.147	3,0	2,7	2,2	2,4	2,6	4,8
De las cuales:							
Administración Central	4.818	2,8	2,7	2,3	2,4	2,6	4,9
Otras Administraciones Públicas	330	5,2	2,7	1,3	3,0	2,3	2,8
Acciones cotizadas:	3.734	1,3	1,2	0,9	0,6	0,7	0,7
IFM	450	1,3	0,8	1,5	2,8	3,7	4,2
Instituciones financieras no monetarias	280	2,8	2,6	2,4	2,5	2,6	2,8
Sociedades no financieras	3.004	1,2	1,2	0,6	0,0	0,0	-0,1

Fuente: BCE.

1) Para más información, véanse las notas técnicas relativas a las secciones 4.3 y 4.4 de las «Estadísticas de la zona del euro».

redujo ligeramente ese mes, hasta el 3,4%, desde el 4,9% de septiembre del 2008 (véase gráfico 7). No obstante, los datos desestacionalizados indican que las emisiones de valores distintos de acciones a corto plazo por parte de las sociedades no financieras continuaron siendo elevadas.

En cuanto al sector financiero, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las IFM se redujo hasta el 5,4% en octubre del 2008, desde el 6,9% de septiembre del 2008. Este descenso quedó reflejado, en particular, en un acusado descenso de la emisión de valores a corto plazo, con una tasa de crecimiento interanual del 10,9% en octubre del 2008, en comparación con tasas superiores al 20% durante los tres primeros trimestres del 2008. La tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo por parte de las IFM experimentó una disminución moderada en octubre, hasta el 4,4%. Es posible que la fuerte caída de la emisión de valores a corto plazo por el citado sector se deba al aumento de la incertidumbre en relación con el sector bancario tras la quiebra de Lehman Brothers.

La magnitud de este efecto puede valorarse con mayor precisión si se examinan los datos desestacionalizados. Ciertamente, los datos de seis meses desestacionalizados indican que la tasa de crecimiento de los valores distintos de acciones a corto plazo y a largo plazo emitidos por las IFM se redujo 3,2 puntos porcentuales (hasta el 9%) y 1,3 puntos porcentuales (hasta el 6,1%), respectivamente, en octubre del 2008.

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las instituciones financieras no monetarias experimentó un ligero descenso en octubre del 2008, hasta el 21,7%, frente al 24,6% del mes precedente, confirmando con ello la intensa actividad emisora de este sector. Gran parte de esta actividad está relacionada con las diversas operaciones de titulización realizadas por sociedades instrumentales (entidades, generalmente patrocinadas por entidades de crédito, creadas para cumplir objetivos temporales). No obstante, la evolución a corto plazo que muestra la tasa de crecimiento de seis meses anualizada apunta a una ralentización considerable de la actividad emisora de este sector, con una tasa de crecimiento del 24,5% en octubre del 2008, en comparación con el 30% de mediados del 2007, lo que posiblemente esté relacionado con las dificultades que actualmente están atravesando los mercados de titulización.

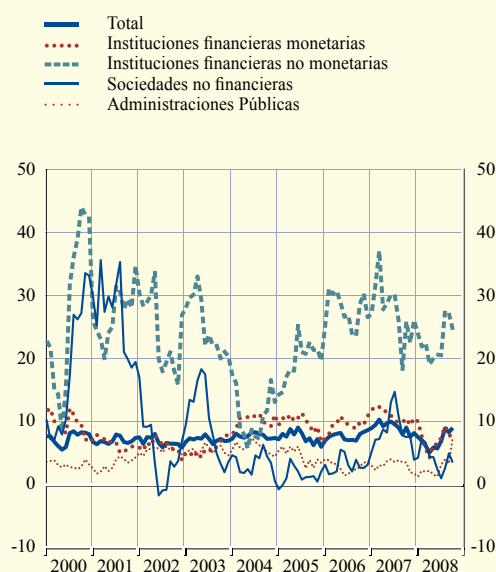
La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las Administraciones Públicas aumentó considerablemente en octubre del 2008, hasta el 4,8%, el nivel más alto observado en tres años, desde el 2,6% de septiembre del 2008. Esta evolución se debió, en líneas generales, al aumento de la tasa de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por la Administración Central y las Administraciones Locales.

ACCIONES COTIZADAS

La tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro fue del 0,7% en octubre del 2008, sin variaciones con respecto al mes anterior (véase cuadro 3).

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

(tasas de crecimiento de seis meses anualizadas desestacionalizadas)



Fuente: BCE.

Esta estabilidad es atribuible, en líneas generales, al estancamiento de la tasa de crecimiento de las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras, que se situó en el $-0,1\%$, mientras que la tasa de crecimiento de la emisión por parte de las instituciones financieras no monetarias aumentó ligeramente, desde el $2,6\%$ hasta el $2,8\%$. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por las IFM registró un nuevo incremento y alcanzó el $4,2\%$ en octubre del 2008, reflejando los esfuerzos de las entidades de crédito de la zona del euro por reponer sus reservas de capital para hacer frente a las fuertes reducciones del valor de sus valores observadas el año pasado (véase gráfico 8).

2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

Los tipos de interés del mercado monetario con garantías experimentaron un acusado descenso en diciembre, una evolución acorde con la revisión a la baja de las expectativas de los mercados en relación con la evolución futura de los tipos de interés oficiales del BCE y reflejo de la considerable reducción de estos tipos a principios del mes de diciembre. Los tipos de interés sin garantías también disminuyeron, pero en mayor medida, lo que se tradujo en un estrechamiento del diferencial entre los tipos de interés del mercado monetario con garantías y sin garantías. Con todo, este diferencial se mantiene en niveles elevados. Aunque los efectos de fin de año influyeron en los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario, su impacto fue más moderado que en años anteriores, debido principalmente a la política de gestión de la liquidez adoptada por el Euro-sistema en octubre.

Los tipos de interés del mercado monetario sin garantías experimentaron un acusado descenso entre el 5 de diciembre de 2008 y el 14 de enero de 2009, fecha en que los tipos EURIBOR a un mes, a tres meses, a seis meses y a doce meses se situaron en el $2,28\%$, el $2,57\%$, el $2,63\%$ y el $2,70\%$, respectivamente, es decir, 95, 99, 99 y 100 puntos básicos por debajo de los niveles del 5 de diciembre (véase gráfico 9). Esta reducción se produjo a un ritmo relativamente constante para todos los plazos, con el resultado de que el diferencial entre los tipos EURIBOR a doce meses y a un mes se situaba en 42 puntos básicos el 14 de enero, prácticamente sin variación con respecto al 5 de diciembre (véase gráfico 9).

Los tipos *swap* del EONIA también disminuyeron durante el mes, pero a un ritmo más moderado. Esta caída refleja el recorte de 75 puntos básicos de los tipos de interés oficiales del BCE anunciado el 4 de diciembre y las expectativas de los mercados de nuevas reducciones en los próximos meses. En consecuencia, el diferencial entre el EURIBOR sin garantías y el índice del EONIA *swap* se redujo hasta situarse en niveles observados por última vez a finales de septiembre, antes de alcanzar el máximo registrado a principios de octubre. Entre el 5 de diciembre y el 14 de enero, el diferencial entre el EURIBOR a tres meses

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

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

y el índice del EONIA *swap* al mismo plazo se redujo de 151 puntos básicos a 108 puntos básicos.

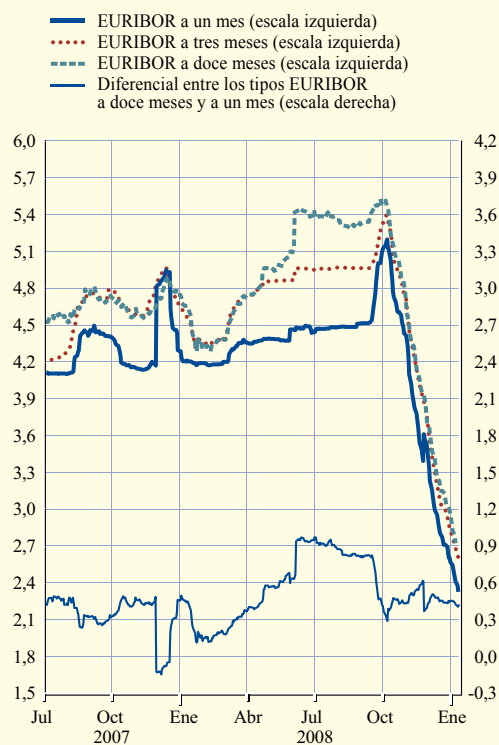
El 14 de enero, los tipos de interés implícitos en los precios de los futuros del EURIBOR a tres meses con vencimiento en marzo, junio y septiembre del 2009 se situaban en el 1,975%, el 1,770% y el 1,765%, respectivamente, lo que constituye una caída de 70, 67 y 68,5 puntos básicos, con respecto a los niveles del 5 de diciembre. Estas pronunciadas caídas de los tipos de interés implícitos en los futuros del EURIBOR a tres meses reflejan, en parte, una fuerte disminución de las expectativas en cuanto a la evolución futura de los tipos de interés oficiales del BCE, así como de una nueva reducción del diferencial previsto entre los tipos con garantías y sin garantías.

El 4 de diciembre, el Consejo de Gobierno acordó reducir 75 puntos básicos los tipos de interés oficiales del BCE, lo que hizo que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación (OPF) del Eurosistema se situara en el 2,50%. Además, el 18 de diciembre, el BCE anunció que las OPF del Eurosistema continuarían realizándose mediante un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena con posterioridad al período de mantenimiento que finalizó el 20 de enero de 2009, y al menos hasta el final del tercer período de mantenimiento del 2009. Se anunció asimismo que la banda de las facilidades permanentes del Eurosistema se ampliará simétricamente a partir del 21 de enero, por lo que el tipo de interés de la facilidad de depósito se reduciría 50 puntos básicos con respecto al tipo de interés de la OPF, y el tipo de interés de la facilidad marginal de crédito se incrementaría en 50 puntos básicos.

A principios del duodécimo período de mantenimiento del 2008 (que finalizó el 20 de enero de 2009), el EONIA experimentó un acusado descenso, en consonancia con el recorte de los tipos de interés oficiales (véase gráfico 10). El EONIA continuó cayendo durante el período mantenimiento, aunque con aumentos repentinos al final de año señalando los habituales efectos estacionales. Sin embargo, el pico de fin de año fue relativamente limitado este año, ya que la abundante liquidez proporcionada por el Eurosistema en el contexto de las subastas a tipo de interés fijo con adjudicación plena suavizó la transición al nuevo año. Tras situarse en torno al 2,9% hacia el final del período de mantenimiento anterior, el EONIA descendió hasta el 2,225%, antes de aumentar ligeramente y situarse en el 2,352% al final del año, y luego retroceder inmediatamente hasta el 2,115% el 14 de enero. Durante ese período de mantenimiento, el EONIA se mantuvo constantemente por debajo del tipo de interés de las operaciones principales de financiación, situándose, en promedio, 27 puntos básicos por debajo de dicho tipo, y registró un mínimo de 14,8 puntos básicos al final del año y un máximo de 38,5 puntos básicos el 14 de enero. Este comportamiento es acorde con la provisión de abundantes volúmenes de liquidez en el

Gráfico 9 Tipos de interés del mercado monetario

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



Fuentes: BCE y Reuters.

contexto de la política de adjudicación plena a tipo de interés fijo.

Como consecuencia de la política del Eurosistema de utilizar un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena en las OPF, el volumen de liquidez proporcionado al mercado estuvo determinado únicamente por las pujas presentadas por las entidades en las subastas. En las OPF de los días 9, 16, 22 y 30 de diciembre, y 5 y 13 de enero, las entidades de contrapartida presentaron pujas por importe de 22,4 mm de euros, 296,2 mm de euros, 335,2 mm de euros, 363,6 mm de euros, 373,1 mm de euros y 331,8 mm de euros por encima de las respectivas adjudicaciones de referencia, obteniendo con ello más liquidez de la que hubiera sido necesaria para cumplir las exigencias de reservas.

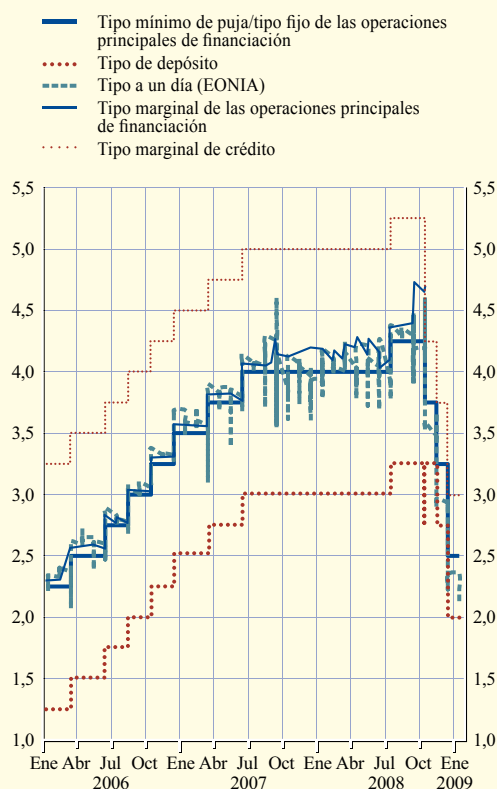
El recurso a la facilidad de depósito aumentó considerablemente durante este período de mantenimiento. Como consecuencia de la situación de liquidez holgada y de que no se realizaron operaciones de ajuste, el recurso medio diario a esta facilidad fue de unos 231 mm de euros durante ese período, con una clara tendencia al alza. Al mismo tiempo, el recurso diario a la facilidad marginal de crédito se redujo de unos 7 mm de euros, el 10 de diciembre, a alrededor de 1,7 mm de euros el 14 de enero, con un aumento reseñable en torno a final del año. El recurso medio a esta facilidad fue de alrededor de 2,3 mm de euros durante el período en su conjunto.

Además, haciendo uso de los acuerdos recíprocos de divisas (líneas *swap*) con la Reserva Federal, el Eurosistema continuó proporcionando financiación en dólares estadounidenses, respaldada por activos de garantía admitidos por el Eurosistema, en operaciones con vencimiento a una semana realizadas los días 10 y 17 de diciembre y 7 y 14 de enero, una operación con vencimiento a dos semanas el 23 de diciembre, operaciones con vencimiento a un mes el 16 de diciembre y el 13 de enero, y una operación con vencimiento a tres meses el 30 de diciembre. El BCE también proporcionó a las entidades de contrapartida del Eurosistema financiación en dólares estadounidenses y en francos suizos a cambio de euros a través de operaciones de *swap* de divisas.

En las operaciones de financiación a plazo más largo complementarias del Eurosistema realizadas los días 10 de diciembre y 7 de enero (con adjudicación plena y un tipo de interés fijo equivalente al tipo de interés de las operaciones principales de financiación del Eurosistema), el BCE proporcionó 7,5 mm de euros y 38,1 mm de euros, respectivamente, con vencimiento a tres meses, y 9,4 mm de euros y 55,9 mm de euros, respectivamente, con vencimiento a seis meses. En la operación de financiación a plazo más largo del 17 de diciembre (que también se llevó a cabo con adjudicación plena y a un tipo fijo del 2,50%, así como vencimiento a tres meses), el importe adjudicado ascendió a 50,7 mm de euros.

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

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

En diciembre del 2008 y a comienzos de enero del 2009, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo descendió moderadamente en la zona del euro y de forma acusada en Estados Unidos. Las tasas de inflación implícitas a largo plazo de la zona del euro repuntaron, debido, en gran medida, a la normalización de las anteriores fluctuaciones atípicas de los precios de los bonos indicados con la inflación. Los mercados de renta fija siguieron registrando una elevada volatilidad implícita a ambos lados del Atlántico.

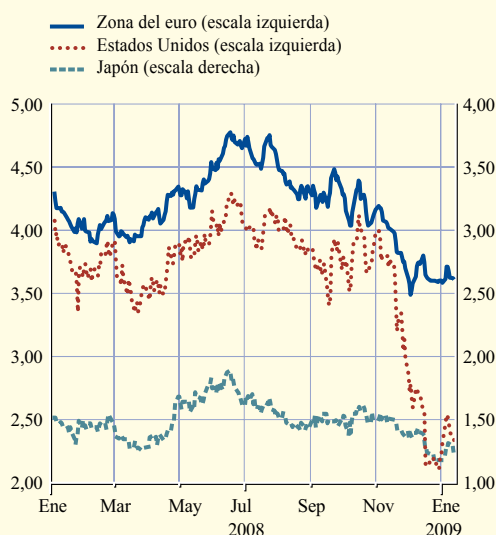
En relación con los niveles de finales de noviembre, el rendimiento de la deuda pública a diez años disminuyó en la zona del euro y en Estados Unidos, en torno a 10 y 75 puntos básicos, hasta situarse en el 3,6% y el 2,2%, respectivamente, el 14 de enero (véase gráfico 11). En consecuencia, el diferencial entre el rendimiento nominal de la deuda pública a diez años en Estados Unidos y en la zona del euro se amplió, hasta situarse alrededor de -140 puntos básicos al final del período considerado. En Japón, el rendimiento de la deuda pública a diez años se redujo en 15 puntos básicos, situándose en el 1,3% a principios de enero. En diciembre y a primeros de enero, pese a quedar a ambos lados del Atlántico muy por debajo de los máximos alcanzados a mediados de noviembre, la volatilidad implícita de los mercados de renta fija siguió manteniéndose en niveles elevados.

En Estados Unidos, el rendimiento de los bonos continuó mostrando la tendencia descendente iniciada a comienzos de noviembre. En la semana de diciembre en la que el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal anunció que el tipo de referencia de los fondos federales se situaría entre el 0,0% y el 0,25%, el rendimiento de los bonos a diez años cayó unos 50 puntos básicos. Parte de este fuerte descenso puede deberse a que el citado Comité anunciara también que mantendría probablemente el tipo de referencia en un nivel reducido durante un largo período de tiempo.

En la zona del euro, los desplazamientos de fondos hacia activos de mayor calidad disminuyeron ligeramente, en comparación con el mes de noviembre, lo que atemperó en alguna medida la presión sobre el rendimiento de la deuda a largo plazo. En el contexto del anticipado recorte de 75 puntos básicos de los tipos de interés oficiales del BCE, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro sólo experimentó un moderado descenso. Los diferenciales de rendimiento entre los bonos a diez años de los distintos países de la zona del euro y los de Alemania volvieron a ampliarse en general, alcanzando nuevos máximos a finales de diciembre y principios de enero. Los elevados niveles de los diferenciales de deuda soberana entre los países de la zona del euro parecen seguir siendo resultado de una mayor aversión al riesgo por parte de los inversores en renta fija, unida a un nivel de liquidez in-

Gráfico 11 Rendimiento de la deuda pública a largo plazo

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: Bloomberg y Reuters.

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

usualmente bajo en algunos mercados de deuda soberana y a la preocupación por la carga fiscal de los planes de rescate¹.

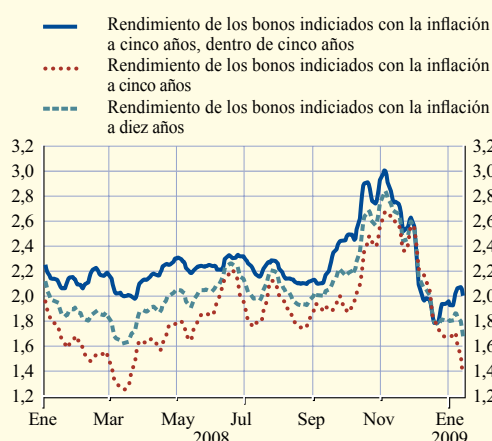
El rendimiento de la deuda pública a largo plazo indiciada con la inflación de la zona del euro disminuyó de forma significativa en diciembre y a comienzos de enero. Tras los pronunciados aumentos registrados en septiembre y octubre, reflejo de la presión vendedora derivada del desapalancamiento llevado a cabo por varias instituciones financieras, el rendimiento real ha evolucionado más en línea con las debilitadas perspectivas macroeconómicas. Esta normalización se tradujo en una reducción de 115 y 85 puntos básicos del rendimiento real *spot* a cinco y diez años, respectivamente (véase gráfico 12).

Unida al ligero descenso del rendimiento nominal de la deuda pública a largo plazo, esta normalización indujo un marcado repunte de las tasas de inflación implícitas *spot* a cinco y diez años, que se elevaron unos 75 puntos básicos, en ambos casos, situándose, a primeros de enero, en el 1,3% y el 1,8%, respectivamente. En consecuencia, los tipos *forward* a cinco años, dentro de cinco años, aumentaron unos 70 puntos básicos, hasta situarse en torno al 2,4%. En cierta medida, estas fluctuaciones pueden considerarse como reflejo de la corrección, impulsada por factores técnicos, que se produjo en los mercados de bonos indiciados con la inflación. Sin embargo, existe todavía una considerable incertidumbre respecto a la medida en que las actuales tensiones en los mercados financieros están distorsionando la fijación de los precios relativos de los bonos nominales convencionales en relación con los bonos indiciados con la inflación, que se caracterizan por una menor liquidez. Así pues, estos factores técnicos siguen dificultando la interpretación de las tasas de inflación implícitas como reflejo de las expectativas de inflación de los participantes en el mercado y de las correspondientes primas de riesgo.

La evolución de la estructura temporal de los tipos *forward* a corto plazo de la zona del euro

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

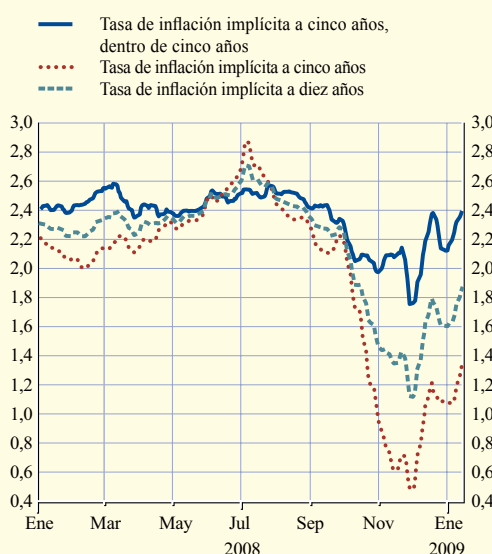
(en porcentaje; medias móviles de cinco días de datos diarios; datos desestacionalizados)



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

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

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



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

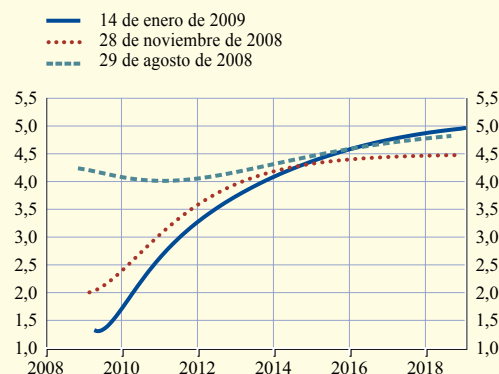
¹ Véase el recuadro titulado «Ampliación reciente de los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana de la zona del euro», en el Boletín Mensual de noviembre del 2008.

muestra que el comportamiento general del rendimiento de la deuda pública a largo plazo de la zona puede desagregarse entre los cambios de las expectativas de tipos de interés (y de las correspondientes primas de riesgo) para distintos plazos (véase gráfico 14). El nivel prácticamente estable del rendimiento de la deuda pública a largo plazo, en comparación con el observado a finales de noviembre, es resultado de una revisión a la baja de las expectativas de tipos de interés a corto plazo para horizontes más próximos, que se vio compensada con las expectativas de elevación de los tipos de interés y un probable aumento de las primas de riesgo para horizontes más dilatados.

Los diferenciales de renta fija privada permanecieron en niveles muy altos en diciembre y a principios de enero. A finales de diciembre, los diferenciales de los bonos con calificación BBB de las sociedades no financieras alcanzaron un nuevo máximo (en relación con el período transcurrido desde 1999). Sin embargo, en comparación con finales de noviembre, los diferenciales entre el rendimiento de los bonos de las sociedades no financieras y el rendimiento de la deuda pública han disminuido ligeramente en todas las calificaciones crediticias. Los diferenciales de los bonos de las instituciones financieras con calificaciones más altas se redujeron también, mientras que los de los bonos de las instituciones con calificaciones más bajas volvieron a aumentar. En general, el nivel todavía elevado de los diferenciales de renta fija privada refleja la persistente preocupación de los inversores respecto a la solvencia de las sociedades no financieras y de las instituciones financieras.

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

(en porcentaje; datos diarios)



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

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

2.5 TIPOS DE INTERÉS DE LOS PRÉSTAMOS Y DE LOS DEPÓSITOS

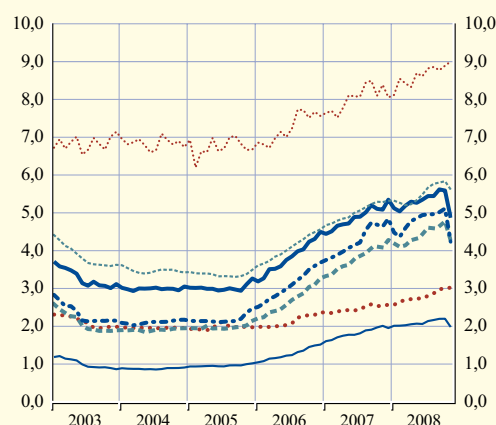
En noviembre del 2008, casi todos los tipos de interés a corto y a largo plazo aplicados por las IFM a los nuevos préstamos a hogares y a sociedades no financieras se redujeron considerablemente. De igual modo, la mayor parte de los tipos de interés aplicados por este sector a los nuevos depósitos disminuyeron de modo significativo en noviembre del 2008, tras los pronunciados aumentos de los meses anteriores.

En noviembre del 2008, con la excepción de los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM al crédito al consumo, que se incrementaron ligeramente, todos los tipos a corto plazo aplicados por este sector a los préstamos a los hogares y a las sociedades no financieras disminuyeron considerablemente, poniendo fin a la tendencia al alza observada en los meses precedentes (véase gráfico 15). De igual modo, en noviembre del 2008, los tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos a corto plazo (esto es, depósitos a plazo hasta un año) de las sociedades no financieras y de los hogares experimentaron un descenso significativo. Es muy probable que esta evolución estuviera impulsada por las caídas paralelas y

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

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

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

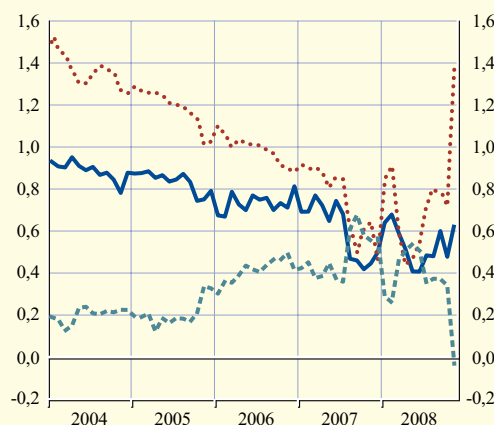


Fuente: BCE.

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

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

- Diferenciales entre los préstamos a las sociedades no financieras por importe superior a un millón de euros sin fijación del tipo y un periodo inicial de fijación inferior o igual a un año y el tipo a tres meses del mercado monetario
- Diferenciales entre los préstamos a hogares para adquisición de vivienda sin fijación del tipo y un periodo inicial de fijación inferior o igual a un año y el tipo a tres meses del mercado monetario
- - - Diferenciales entre los depósitos hasta un año de los hogares y el tipo a tres meses del mercado monetario



Fuente: BCE.

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

más pronunciadas de los tipos de mercado con períodos similares de fijación del tipo de interés. Como consecuencia de las reducciones de los tipos de interés oficiales del BCE y de un leve alivio de las tensiones en los mercados monetarios, el EURIBOR a tres meses disminuyó acusadamente en noviembre y diciembre del 2008². Esto se tradujo en una ampliación entre los diferenciales de los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a los préstamos y los tipos a corto plazo del mercado monetario, mientras que el diferencial entre los tipos de interés del mercado monetario y los tipos a corto plazo de los depósitos de las IFM se redujo a cero en noviembre del 2008 (véase gráfico 16). Es probable que estos movimientos reflejen la lentitud habitual de la transmisión de las variaciones en los tipos de interés de mercado a los tipos aplicados por las entidades a su clientela, el endurecimiento de los criterios aplicados en la concesión de préstamos y, en cuanto al estrechamiento del diferencial de los depósitos, a la persistente e intensa competencia entre entidades por captar financiación a través de este tipo de instrumentos.

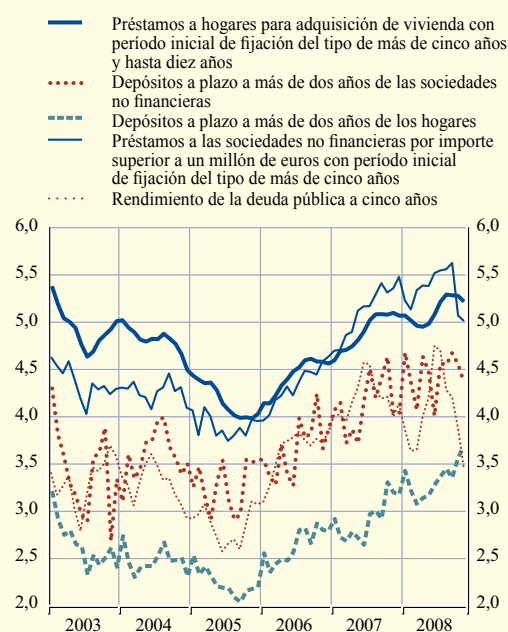
Los tipos de interés a más largo plazo aplicados por las IFM experimentaron una evolución similar. En consecuencia, todos los tipos de interés aplicados por este sector a los préstamos con periodo ini-

2 Para un análisis de la transmisión de los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela ante las tensiones observadas en el mercado monetario de la zona del euro, véase el recuadro titulado «Consecuencias de las tensiones observadas en el mercado monetario en el proceso de transmisión de los tipos de interés aplicados por las IFM», en el Boletín Mensual de diciembre del 2008.

cial de fijación del tipo de más de un año disminuyeron en noviembre del 2008 (véase gráfico 17). Estos descensos fueron especialmente pronunciados en el caso de los tipos a largo plazo aplicados a los préstamos a las sociedades no financieras, interrumpiendo la tendencia al alza observada en los meses precedentes, mientras que la reducción de los tipos a largo plazo de los préstamos a los hogares fue algo más limitada. Es muy probable que esta evolución se deba al hecho de que las entidades de crédito comenzaron a ajustarse a los considerables descensos de los tipos de mercado registrados desde septiembre del 2008. Por ejemplo, entre agosto y noviembre del 2008, el tipo *swap* a cinco años de la zona del euro se redujo alrededor de 140 puntos básicos. En este contexto, las disminuciones observadas, en general, en los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos entre agosto y noviembre fueron más moderadas, posiblemente como consecuencia de la inercia habitual en el ajuste de los tipos de interés aplicados por las entidades a su clientela y de la preocupación acerca de las perspectivas en lo que respecta a la situación de los prestatarios bancarios. Al mismo tiempo, los tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos a largo plazo de los hogares continuaron incrementándose, probablemente como reflejo del hecho de que la competencia para obtener refinanciación mediante depósitos continuó aumentando en un entorno en el que el acceso a otras fuentes de financiación bancaria siguió planteando muchas dificultades. En el recuadro 2 se presentan algunas medidas de los diferenciales entre los tipos de interés del crédito y de los depósitos de las IFM, que constituyen una importante fuente de rentabilidad de las entidades de crédito, y se analiza la evolución a más largo plazo de estos márgenes.

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

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



Fuente: BCE.

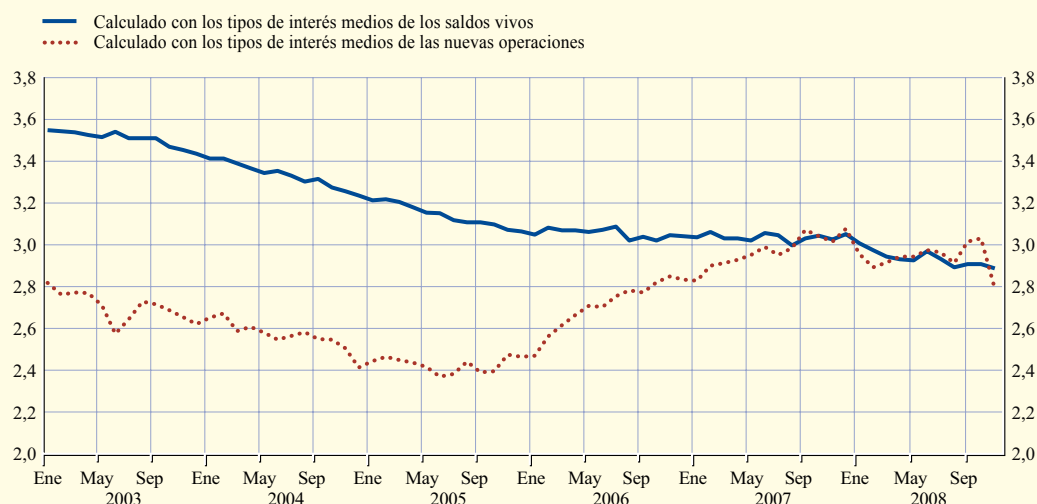
Recuadro 2

EL DIFERENCIAL ENTRE LOS TIPOS DE INTERÉS DEL CRÉDITO Y DE LOS DEPÓSITOS EN LA ZONA DEL EURO

En este recuadro se analiza la evolución del diferencial entre los tipos de interés del crédito y de los depósitos de las IFM, definido como la diferencia entre la media de los tipos de interés aplicados a los préstamos y la correspondiente a los tipos de los depósitos. Dicho diferencial proporciona información sobre la capacidad de las entidades de crédito de la zona del euro para generar ingresos por intereses. En las dos últimas décadas, la importancia de los ingresos netos por intereses (o margen de intermediación) ha disminuido con respecto a otras fuentes de ingresos (es decir, los ingresos no procedentes de intereses), a medida que las entidades han pasado a basar su modelo de negocio, de manera creciente, en actividades que generan comisiones y otros ingresos de explotación, aunque

Diferencial entre los tipos de interés del crédito y de los depósitos

(en porcentaje anualizado)



Fuente: BCE.

Nota: El «diferencial basado en los tipos de interés medios de los saldos vivos» se calcula como la diferencia entre la media ponderada del tipo de interés aplicado a los préstamos concedidos a las sociedades no financieras y a los hogares, y la media ponderada del tipo aplicado a los depósitos de estos dos sectores (utilizando los saldos vivos como ponderaciones). El «diferencial basado en los tipos de interés medios de las nuevas operaciones» se calcula obteniendo primero la media ponderada de los tipos de interés aplicados en las nuevas operaciones de préstamos y de depósitos (excluidos los tipos de interés de los descubiertos en cuenta, los depósitos a la vista y los depósitos disponibles con preaviso), utilizando los volúmenes de nuevas operaciones como ponderaciones. En una segunda fase, la media ponderada del tipo de interés aplicado a las nuevas operaciones de préstamos se combina con los tipos de interés de los descubiertos en cuenta de las sociedades no financieras y los hogares (utilizando los saldos vivos como ponderaciones) y, de igual modo, la media ponderada del tipo de interés aplicado a las nuevas operaciones de depósitos se combina con los tipos de los depósitos a la vista y de los depósitos disponibles con preaviso (de nuevo utilizando los saldos vivos como ponderaciones). La diferencia entre los dos constituye el diferencial basado en los tipos de interés de las nuevas operaciones.

siguen siendo el principal componente de los ingresos totales de las entidades¹. Además, la caída de los ingresos netos por intereses también puede haber estado impulsada por la fuerte competencia y por el hecho de que la curva de rendimientos haya sido relativamente plana en los últimos años. Dado que la contribución de los ingresos netos por intereses a la rentabilidad de los bancos todavía es significativa, el diferencial entre los tipos de interés del crédito y de los depósitos de las IFM se analiza regularmente, conjuntamente con el análisis periódico de la evolución de los propios tipos de interés aplicados por las IFM.

Los ingresos netos por intereses a los que hace referencia este recuadro únicamente están relacionados con los préstamos y los depósitos de los sectores privados no financieros, según figuran en las estadísticas de tipos de interés aplicados por las IFM. No obstante, dado que, en noviembre del 2008, los préstamos y los depósitos de los sectores privados no financieros representaban el 30% y el 21%, respectivamente, del total de activos y pasivos de las IFM, es probable que sean el origen de la mayor parte del margen de intermediación de las IFM de la zona del euro. Se calculan dos medidas sintéticas del citado diferencial: una basada en los tipos de interés medios de los saldos vivos (ponderados por el volumen de los saldos vivos de préstamos y depósitos) y otra basada en

¹ Según el informe *Bank Profitability Statistics* de la OCDE, el margen de intermediación suponía un 60% de los ingresos totales de las entidades de crédito en el 2005, en comparación con alrededor del 80% a finales de la década de los ochenta; véase también BCE (2003), «Structural analysis of the EU banking sector», noviembre, y el artículo titulado «El papel de las entidades de crédito en el mecanismo de transmisión de la política monetaria», en el Boletín Mensual de agosto del 2008.

los tipos de interés medios aplicados por estas instituciones en las nuevas operaciones de préstamo y de depósito (ponderados utilizando una combinación de volúmenes de nuevas operaciones y saldos vivos). Ambas medidas plantean algunos inconvenientes. Por un lado, dado que se basa en los saldos vivos y por ello sus ponderaciones se ven afectadas por evoluciones pasadas, es posible que el margen basado en los tipos de interés de los saldos vivos presente cierto sesgo cuando se producen cambios estructurales importantes en el proceso de fijación del precio de los préstamos y los depósitos bancarios. En consecuencia, el margen basado en las nuevas operaciones, que es menos inercial por definición, puede captar de manera más adecuada la evolución reciente de los ingresos por intereses de las entidades de crédito. Por otro lado, el margen basado en los tipos de interés de las nuevas operaciones puede verse afectado por el considerable volumen de operaciones de renovación periódica (*roll-over*) y, por tanto, presentar un sesgo hacia las operaciones de financiación a corto plazo.

El gráfico muestra la evolución de las dos medidas del diferencial entre los tipos de interés del crédito y de los depósitos de las IFM desde enero del 2003. En el 2008, ambas medidas fluctuaron en torno a un nivel del 3%. Aunque el diferencial basado en las nuevas operaciones, que refleja mejor la evolución contemporánea de los tipos de interés bancarios, fue inferior al basado en los saldos vivos en el período 2003-2007, la brecha entre las dos medidas se redujo hacia el final de este período, de forma paralela a las subidas de los tipos de interés a corto plazo.

Si se analiza con más detalle, el diferencial medido sobre los saldos vivos disminuyó ligeramente en el 2008, y en noviembre se situaba en el 2,9%. Esta reducción parece tener su origen en los aumentos de los tipos aplicados tanto a los préstamos como a los depósitos, aunque la media de los tipos de los depósitos ha experimentado un incremento relativamente mayor, debido, en parte, a desplazamientos desde los depósitos a la vista a los depósitos a plazo, cuyos tipos de interés son más sensibles a cambios en los tipos de mercado correspondientes. Desde una perspectiva a más largo plazo, el diferencial calculado sobre los saldos vivos se ha reducido ininterrumpidamente desde enero del 2003, descendiendo en total unos 60 puntos básicos hasta noviembre del 2008. La disminución registrada en la primera mitad del período transcurrido desde el año 2003 fue principalmente resultado de un descenso más acusado de los tipos aplicados a los préstamos que el de los tipos de los depósitos, lo que posiblemente fue reflejo del bajo nivel general de los tipos de interés y del estrechamiento de los diferenciales de crédito en este período.

El diferencial basado en los tipos de interés aplicados en las nuevas operaciones, que suele ser más volátil, se mantuvo estable, en líneas generales, en el 2008, reflejo del hecho de que las medias ponderadas de los tipos aplicados en las nuevas operaciones de préstamos y de depósitos aumentaron más o menos en paralelo durante este período. No obstante, los últimos datos disponibles, correspondientes a noviembre del 2008, mostraron un descenso de 20 puntos básicos en el citado diferencial, principalmente como consecuencia de la fuerte caída de los tipos de interés aplicados por las IFM en las nuevas operaciones de préstamos. Desde una perspectiva a más largo plazo, en la actualidad, este diferencial se sitúa ligeramente por encima del nivel observado a principios del 2003, aunque aproximadamente 40 puntos básicos por encima del registrado en el segundo semestre del 2005. El aumento del diferencial relativo a las nuevas operaciones de préstamo y de depósito observado entre el final del 2005 y el final del 2007 tuvo su origen, fundamentalmente, en un incremento más pronunciado del tipo de interés sintético de los préstamos que el correspondiente a los depósitos.

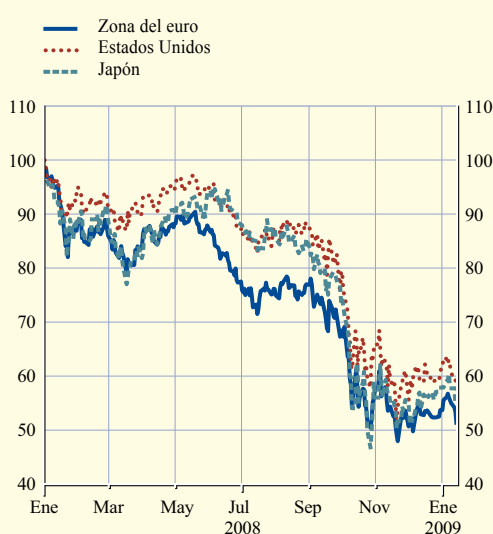
2.6 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

Entre finales de noviembre y el 14 de enero, las cotizaciones bursátiles bajaron en la zona del euro y en Estados Unidos, un 5% y un 6%, respectivamente. Los beneficios de las empresas cotizadas sufrieron un nuevo e intenso deterioro en la zona del euro y en Estados Unidos, contribuyendo así a una mayor depreciación de las acciones. Aunque se situó en niveles considerablemente inferiores a los máximos alcanzados en octubre y noviembre, la volatilidad de los mercados de renta variable siguió siendo elevada tanto en los plazos más cortos como en los más largos, reflejo de la incertidumbre respecto a la profundidad y duración de las recesiones a ambos lados del Atlántico.

Entre finales de noviembre y el 14 de enero, las cotizaciones bursátiles volvieron a caer de forma significativa en los mercados internacionales. Tras experimentar inicialmente una calma relativa en diciembre, después de los acusados descensos y de las marcadas fluctuaciones que caracterizaron los meses anteriores, los precios de las acciones bajaron nuevamente en la segunda y tercera semanas de enero. Entre finales de noviembre y el 14 de enero, las cotizaciones de la zona del euro, medidas por el índice Dow Jones EURO STOXX amplio perdieron un 5%, las de Estados Unidos, medidas por el índice Standard and Poor's 500, retrocedieron un 6%, y las de Japón, medidas por el índice Nikkei 225, bajaron un 1% (véase gráfico 18). Pese a descender por debajo de los máximos alcanzados en octubre y noviembre, la volatilidad implícita a corto plazo, obtenida de las opciones sobre acciones, siguió siendo históricamente alta (véase gráfico 19). Por otra parte, la volatilidad esperada del índice Dow Jones EURO STOXX 50 para horizontes temporales de uno y dos años sólo se redujo ligeramente, lo que sugiere que

Gráfico 18 Índices bursátiles

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

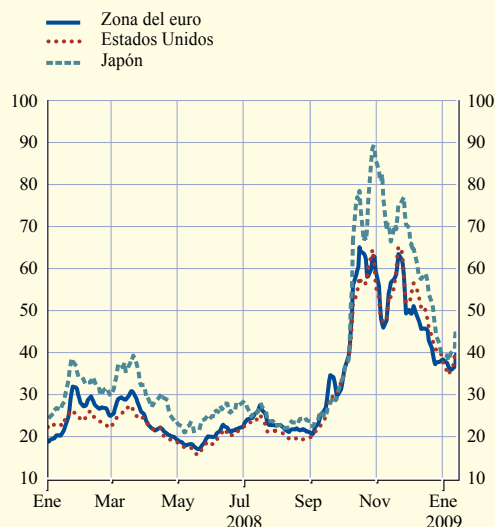


Fuentes: Reuters y Thomson Financial Datastream.

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

Gráfico 19 Volatilidad implícita de los mercados de renta variable

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



Fuente: Bloomberg.

Notas: Las series de volatilidad implícita representan la desviación típica esperada de las tasas de variación de las cotizaciones bursátiles en un 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.

los participantes en el mercado siguen albergando bastante incertidumbre respecto a la evolución de los mercados de renta variable, incluso más allá del muy corto plazo.

En el período analizado, el comportamiento de los mercados de renta variable estuvo básicamente determinado por los temores respecto a la duración y profundidad de la recesión a ambos lados del Atlántico. En Estados Unidos, la caída generalizada de los mercados bursátiles fue impulsada, en gran medida, por la situación del sector financiero, que registró un descenso del 14%, y especialmente por la de las entidades bancarias, cuyas acciones cayeron un 25%. Por lo que se refiere a los factores determinantes, los fuertes recortes de los tipos de interés, que en igualdad de condiciones deberían sostener los precios de las acciones, fueron contrarrestados por las todavía elevadas primas de riesgo exigidas por los inversores y por la persistente debilidad de las perspectivas macroeconómicas. Por ejemplo, las estadísticas de desempleo de Estados Unidos anunciadas el 9 de enero se situaron en un nivel que no se observaba desde hacía 16 años, poniendo de manifiesto la profundidad de la recesión en curso, que se refleja también en las cifras de beneficios, ya que las tasas de crecimiento de los beneficios efectivos por acción de las empresas incluidas en el índice Standard and Poor's 500 volvieron a bajar en diciembre, hasta situarse en el torno al -15%. También descendieron las tasas de crecimiento de los beneficios esperados de estas empresas, aunque, al situarse en torno al 10%, estas tasas apuntan, en alguna medida, a que se espera un repunte de los beneficios empresariales en un plazo de un año.

Asimismo, en la zona del euro las cotizaciones bursátiles bajaron tanto en el sector no financiero como en el financiero, un 3% y un 6%, respectivamente, entre finales de diciembre y el 14 de enero. Al final del período examinado, los precios de las acciones de las entidades bancarias habían caído un 10%. El principal factor favorable para los precios de las acciones fue el recorte de los tipos de interés. Aunque registraron al principio una evolución relativamente moderada, con ganancias en todos los sectores hasta los primeros días de enero, los mercados de renta variable de la zona del euro experimentaron posteriormente fuertes pérdidas, en el contexto de la publicación de datos negativos para el sector bancario y de evidencias de desaceleración de la actividad económica. Al mismo tiempo, los inversores siguieron exigiendo elevadas primas de riesgo para las acciones. A este respecto, la encuesta de Merrill Lynch a los gestores internacionales de fondos correspondiente al mes de diciembre del 2008 reveló un nuevo deterioro de la tolerancia al riesgo, tras la ligera recuperación observada en noviembre. En general, los mercados de renta variable de la zona del euro parecen haber estado notablemente influidos por el alto nivel de aversión al riesgo, en términos históricos, y por el bajo nivel de confianza de los inversores.

En lo que respecta a la evolución de los beneficios de las empresas cotizadas, el crecimiento interanual de los beneficios efectivos por acción de las empresas incluidas en el índice Dow Jones EURO STOXX se situó en el -13% en diciembre, frente al -4% de noviembre. Aunque se espera todavía que las tasas de crecimiento futuras de los beneficios del índice Dow Jones EURO STOXX agregado sean positivas, han vuelto a descender: la tasa de crecimiento de los beneficios por acción prevista para los próximos doce meses cayó desde el 4% de noviembre hasta el 3% de diciembre.

En diciembre, la evolución de los beneficios por sectores mostró un marcado contraste entre el sector no financiero y el sector financiero. Mientras que el primero registró una tasa de crecimiento interanual de los beneficios por acción del -9%, el sector financiero registró una tasa de crecimiento del -38%. Sin embargo, se espera un repunte del 15% de los beneficios por acción del sector financiero en un horizonte temporal de un año. En el sector no financiero, la tasa esperada de crecimiento de los beneficios por acción se sitúa en el -3%, lo que apunta a unas perspectivas de escasa rentabilidad en el futuro.

3 PRECIOS Y COSTES

Tras el fuerte descenso, hasta el 2,1%, registrado en noviembre del 2008, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro volvió a disminuir, hasta el 1,6%, en diciembre. Al mismo tiempo, existen señales de que las presiones sobre los precios a lo largo de la cadena de suministro se han atenuado notablemente en los últimos meses, en relación con los elevados niveles alcanzados a mediados de año. Por el contrario, el crecimiento de los costes laborales de la zona del euro se aceleró en el tercer trimestre del 2008. De cara al futuro, las pronunciadas caídas de los precios de las materias primas y el actual debilitamiento de la demanda sugieren que la tasa de inflación interanual medida por el IAPC seguirá bajando en los próximos meses. Los acusados efectos de base de la anterior volatilidad de los precios de las materias primas contribuirán a originar un mayor descenso transitorio de la inflación medida por el IAPC hacia mediados del 2009. Haciendo abstracción de tal volatilidad, los riesgos para la estabilidad de precios en el medio plazo están, en general, equilibrados. Si los precios de las materias primas vuelven a bajar de forma inesperada o si la economía experimenta una desaceleración mayor de lo previsto, podrían generarse presiones a la baja sobre la inflación, mientras que se materializarían riesgos al alza para la estabilidad de precios, especialmente si la reciente caída de los precios de las materias primas se invirtiera o si las presiones sobre los precios internos resultasen ser más fuertes de lo esperado.

3.1 PRECIOS DE CONSUMO

La inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro volvió a disminuir, hasta el 1,6%, en diciembre del 2008, tras el marcado descenso, hasta el 2,1%, registrado en noviembre (véase cuadro 4). El detalle del índice de diciembre indica que la intensa desaceleración de la inflación interanual medida por el IAPC observada en ese mes puede atribuirse, en gran medida, a un nuevo descenso de la tasa de crecimiento interanual del componente energético (véase gráfico 20), originado por una importante reducción de la tasa de variación intermensual de los precios de la energía, especialmente de los productos energéticos derivados del petróleo, como los combustibles para automóviles y el gasóleo para calefacción. Por el contrario, los precios del gas y de la energía calórica subieron en tasa intermensual en diciembre, posiblemente como reflejo de los efectos retardados de los anteriores aumentos de los precios del petróleo.

En el mes de diciembre, la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos volvió a disminuir en la zona del euro, como consecuencia de la reducción de la correspondiente tasa de los precios de los

Cuadro 4 Evolución de los precios

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

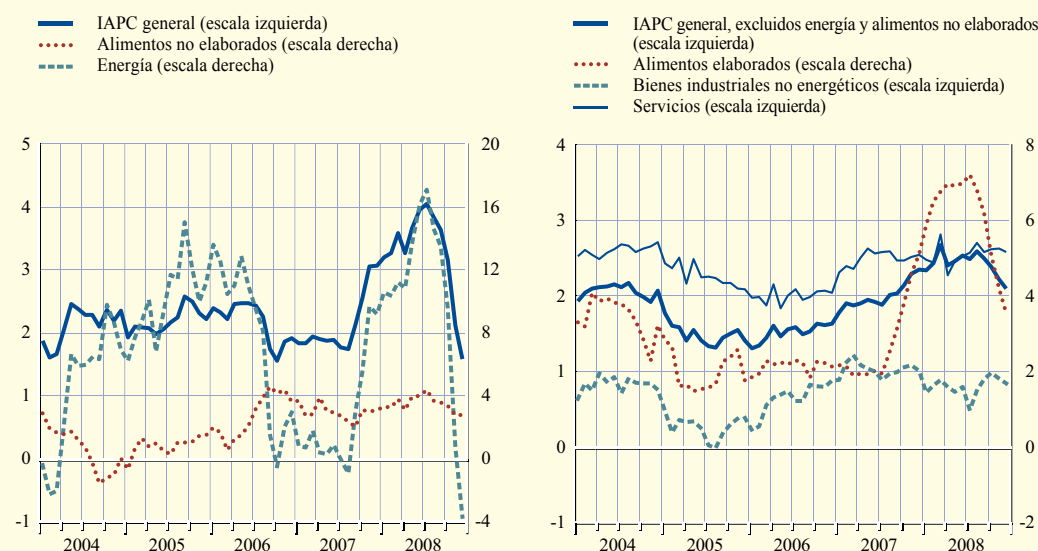
	2007	2008	2008 Jul	2008 Ago	2008 Sep	2008 Oct	2008 Nov	2008 Dic
IAPC y sus componentes								
Índice general	2,1	3,3	4,0	3,8	3,6	3,2	2,1	1,6
Energía	2,6	10,3	17,1	14,6	13,5	9,6	0,7	-3,7
Alimentos no elaborados	3,0	3,5	4,4	3,7	3,6	3,4	2,8	2,8
Alimentos elaborados	2,8	6,1	7,2	6,8	6,2	5,1	4,2	3,5
Bienes industriales no energéticos	1,0	0,8	0,5	0,7	0,9	1,0	0,9	0,8
Servicios	2,5	2,6	2,6	2,7	2,6	2,6	2,6	2,6
Otros indicadores de precios								
Precios industriales	2,8	.	9,2	8,5	7,9	6,3	3,4	.
Precios del petróleo (euro/barril)	52,8	65,9	85,3	77,0	70,0	55,2	43,1	32,1
Precios de las materias primas no energéticas	9,2	4,4	9,8	10,5	5,5	-7,4	-7,7	-17,1

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

Nota: Los datos de los precios industriales se refieren a la zona del euro, incluida Eslovaquia.

Gráfico 20 Desagregación del IAPC por principales componentes

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

alimentos elaborados, que cayó al 3,5%, desde el máximo del 7,2% alcanzado en julio, en un entorno de abaratamiento de las materias primas agrarias. El descenso registrado en diciembre obedeció, principalmente, a la evolución de los precios de los componentes de pan y cereales, productos lácteos, y aceite y grasas, como reflejo, básicamente, de un efecto de base favorable. La tasa de variación interanual de los precios de los alimentos no elaborados se mantuvo sin cambios en el 2,8% en diciembre. Sin embargo, los distintos componentes de los alimentos no elaborados experimentaron movimientos de signo contrario, observándose una desaceleración del crecimiento interanual de los precios de la carne, el pescado y las frutas, y una aceleración, en el caso de las hortalizas.

La inflación medida por el IAPC, excluidos los alimentos y la energía (que representan el 30% de la cesta del IAPC) disminuyó ligeramente, hasta el 1,8%, en diciembre, desde el 1,9% registrado en los tres meses precedentes. La tasa de variación interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos volvió a descender levemente, por segunda vez consecutiva, desde el 1% de octubre hasta el 0,8% de diciembre, tras haber mostrado cierta tendencia al alza en los meses anteriores. El último descenso fue consecuencia, fundamentalmente, de la evolución de los precios de los automóviles (que representan el 15% del componente de bienes industriales no energéticos). La caída de la tasa de variación interanual de los precios de los automóviles hasta cero observada en diciembre obedeció, en parte, a un efecto de base y, en parte probablemente, a un ligero descenso intermensual debido a la contracción de la demanda de automóviles. La tasa de variación interanual de los precios de los servicios se mantuvo en el 2,6% en diciembre, sin cambios desde septiembre y generalmente en línea con la media registrada en el periodo transcurrido desde enero del 2007. No obstante, la estabilidad del mes de noviembre ocultó tendencias opuestas de los distintos componentes. En particular, la tasa de variación interanual del componente de servicios de transporte aumentó ligeramente, lo que parecía estar en contradicción con el reciente comportamiento de los precios del petróleo. Ello se compensó con una pronunciada caída de la tasa de variación interanual de los precios de las vacaciones organizadas. En

general, tal y como se indica en el recuadro 3, en los últimos años varios factores estructurales han contribuido a mantener la inflación en los precios de los servicios de la zona del euro en un nivel más elevado que el de la inflación en los precios de los bienes industriales no energéticos.

Recuadro 3

¿POR QUÉ LA INFLACIÓN EN LOS SERVICIOS ES SUPERIOR A LA INFLACIÓN EN LOS BIENES EN LA ZONA DEL EURO?

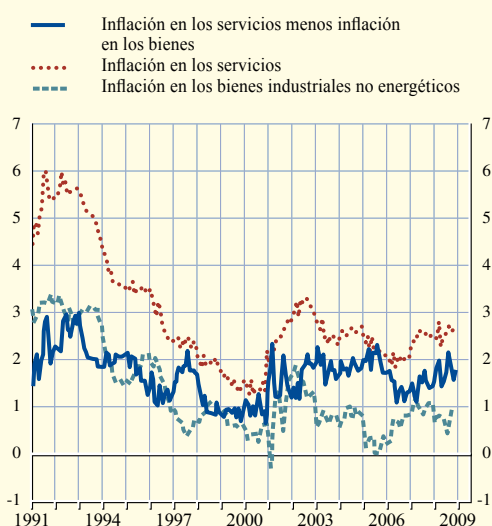
Cuando se analizan las actividades económicas, se suele distinguir entre servicios y bienes. En este recuadro se examina la naturaleza y las posibles explicaciones de la brecha existente en la zona del euro entre la inflación en los precios de los servicios y en los precios de los bienes industriales, centrándose especialmente en la tendencia de esta brecha a persistir en el tiempo.

En las dos o tres últimas décadas, los precios de los servicios han subido más rápidamente que los de los bienes en la zona del euro. Los últimos datos de la base EU KLEMS ponen de relieve esta diferencia tanto en el IAPC como en los deflatores del valor añadido bruto (véanse gráfico y cuadro, respectivamente)¹. El concepto de «bienes» utilizado aquí se refiere a la categoría de manufacturas de la contabilidad nacional, en la base de datos EU KLEMS, y a los bienes industriales no energéticos, en el IAPC. Para ambas clases de datos, la brecha entre la inflación en los precios de los servicios de mercado y en los precios de los bienes ha mostrado una persistente tendencia a ser positiva a lo largo del tiempo, oscilando en torno a 2 puntos porcentuales en los datos del IAPC (1991-2008) y a 1,2 puntos porcentuales en la base de datos EU KLEMS (1981-2005). Además, la brecha entre la inflación en los precios de los servicios y en los precios de los bienes se ha mantenido, con independencia de la tasa de inflación. Por ejemplo, el crecimiento de los precios de los servicios ha sido superior al de los precios de los bienes tanto en períodos con una inflación relativamente elevada (en los años ochenta y a principios de los noventa) como con una inflación más baja (a partir de mediados de la década de los noventa).

Existen varias razones por las que los precios de los servicios tienden a subir más rápidamente que los precios de los bienes. Un argumento que se esgrime a veces es que la demanda de servicios crece

Brecha entre la inflación en el IAPC de servicios y el IAPC de bienes

(tasas de variación interanual)



Fuente: Eurostat.

Nota: Los últimos datos disponibles corresponden a noviembre del 2008.

¹ En relación con la base de datos EU KLEMS, véase Timmer, M., van Moergaestel, T., Stuijvenwold, E., Ypma, G., O'Mahony, M. y Kangasniemi, M.: EU KLEMS Growth and Productivity Accounts Version 1.0, marzo del 2007. Aunque los datos de contabilidad nacional del SEC 95 ofrecidos por Eurostat son más puntuales, se utiliza aquí la base de datos EU KLEMS por dos razones. En primer lugar, los datos de la base EU KLEMS abarcan un período de tiempo más largo (desde 1970) que los del SEC 95 (sólo a partir de comienzos de los años noventa). En segundo lugar, la base de datos EU KLEMS incluye la productividad del trabajo por hora trabajada, mientras que las estadísticas del SEC 95 sólo incluyen la productividad del trabajo por persona ocupada. Para un análisis de los datos del SEC 95 sobre la inflación en los servicios, véase el recuadro titulado «Evaluación de la evolución de la inflación sectorial a partir de los datos de contabilidad nacional», en el Boletín Mensual de mayo del 2008.

Inflación, productividad y competencia

(medias de cinco años; tasas de variación interanual)

	1981-2005	1981-1985	1986-1990	1991-1995	1996-2000	2001-2005
Deflactor del valor añadido bruto						
Servicios de mercado	3,8	7,2	4,2	3,7	1,4	2,5
Manufacturas	2,6	6,2	3,1	2,0	1,0	0,7
Servicios de mercado menos manufacturas	1,2	1,0	1,1	1,7	0,4	1,7
Crecimiento de la productividad del trabajo por hora trabajada						
Servicios de mercado	1,5	1,5	2,0	1,9	1,2	0,8
Manufacturas	2,8	3,7	2,4	3,3	2,6	2,1
Servicios de mercado menos manufacturas	-1,3	-2,2	-0,4	-1,4	-1,4	-1,3
Margen de beneficio						
Servicios de mercado	36,4	32,7	36,5	38,3	37,9	36,7
Manufacturas	10,2	9,9	11,9	9,6	10,0	9,6
Servicios de mercado menos manufacturas	26,2	22,8	24,7	28,7	27,9	27,1

Fuente: EU KLEMS.

Nota: El margen de beneficio se define como la ratio entre los costes de producto y los costes de producción. Los datos de la zona del euro no incluyen Chipre, Malta, Eslovaquia y Eslovenia.

a medida que crece la renta per cápita y que envejece la población. La participación de los servicios en el valor añadido bruto aumentó desde algo más del 60% en el año 1980 a un 70% en el 2005 (en torno al 50% en los servicios de mercado y al 20% en los servicios no de mercado). El incremento de la demanda de servicios en relación con la de bienes puede explicar, en ocasiones, algunas subidas a corto plazo de los precios de los servicios respecto a los de los bienes. No obstante, este factor no explica este fenómeno en el medio a largo plazo, ya que la oferta debería poder responder al aumento tendencial de la demanda a lo largo del tiempo.

Por lo que respecta a los factores por el lado de la oferta que pudieran explicar la persistente brecha entre la inflación en los precios de los servicios y en los precios de los bienes, ésta podría deberse a los diferenciales de crecimiento sectorial de la productividad. En lo que se refiere al crecimiento de los precios en términos de valor añadido bruto y de la productividad del trabajo, puede observarse, en promedio, una brecha cuantitativamente similar entre los servicios de mercado y las manufacturas (véase cuadro). Para el período 1981-2005, la inflación interanual en el valor añadido bruto en los servicios de mercado fue superior a la relativa a las manufacturas en 1,2 puntos porcentuales. La brecha correspondiente entre las manufacturas y los servicios fue de 1,3 puntos porcentuales para el crecimiento de la productividad del trabajo.

Otro factor que podría elevar los precios relativos de los servicios es un mayor margen, inducido por la falta de competencia en este sector². A este respecto, parece que unos aumentos de los márgenes en los servicios de mercado superiores a los observados en las manufacturas contribuyeron a producir la brecha de inflación entre los dos sectores desde el inicio de los años ochenta hasta mediados de los noventa, tal y como indica la ampliación de la brecha en los márgenes de beneficio (véase cuadro). Mientras que, desde mediados de los noventa, este ya no es el caso, cabe señalar que los servicios de mercado han seguido registrando unos márgenes relativamente elevados. En efecto, en el período 1996-2005 el «margen de beneficio», es decir, la ratio entre los costes de producto y los costes de

² En la práctica, la competencia afecta no sólo a los márgenes sino también a la productividad. Véanse Grupo de Trabajo del Comité de Política Monetaria del SEBC: «Competition, productivity and prices in the euro area services sector», Occasional Paper n.º 44, BCE, 2006; y el artículo titulado «Competencia y evolución económica en el sector servicios de la zona del euro», en el Boletín Mensual de mayo del 2007.

producción, se situó, en promedio, en torno al 37,3% en los servicios de mercado, en comparación con el nivel mucho más bajo del 9,8% observado en las manufacturas.

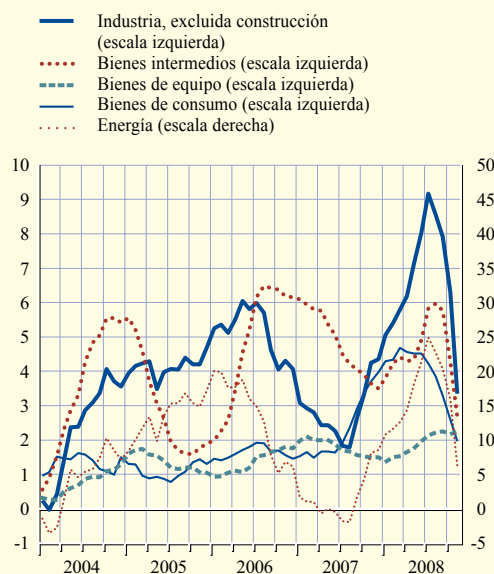
Por último, se mencionan a veces dos factores relacionados con la economía abierta, concretamente la mayor apertura al comercio exterior y el valor del euro. En lo que respecta a la mayor apertura al comercio exterior, se argumenta que el aumento de la competencia mundial afecta más a la inflación en los precios de los bienes que en los precios de los servicios, debido a la mayor envergadura del comercio internacional de bienes. El grado de apertura del comercio de la zona del euro (medido en términos de exportaciones más importaciones, en porcentaje del PIB) ha crecido de forma constante, desde un 20% del PIB en el año 1990 hasta un 35% en el 2008 (excluido el comercio dentro de la zona del euro). Este aumento ha sido impulsado por la contribución de las regiones con costes laborales más bajos, especialmente los nuevos Estados miembros de la Unión Europea y los países de Asia Sudoriental, que producen y venden bienes a precios relativamente reducidos. Para mantener la competitividad en términos de precios, las empresas de la zona del euro deben encontrar el modo de recortar sus costes y rebajar sus precios. Los precios reducidos de los bienes producidos en los países de bajo coste y vendidos dentro de la zona del euro y las respuestas de los productores de la zona en términos de precios contribuyen a rebajar los precios de los productos manufacturados y a ampliar la brecha entre la inflación en los precios de los servicios y en los precios de los bienes. Sin embargo, en la práctica a la mayor apertura del comercio de la zona del euro que se ha venido registrando desde los años noventa no se ha correspondido una tendencia observable en la brecha de inflación. Esta falta de correlación es evidente en el medio plazo, aunque pueden aparecer algunos movimientos coincidentes en períodos de tiempo más cortos.

En cuanto al valor del euro, una apreciación del tipo de cambio nominal debería reducir la inflación general en los bienes de consumo, al abaratar las importaciones. Ya que el comercio internacional de bienes es mucho más amplio que el de servicios, un aumento del valor del euro podría hacer bajar los precios de los bienes en relación con los de los servicios, contribuyendo a acentuar la brecha de inflación. Por el contrario, una depreciación del tipo de cambio debería estrechar la brecha de inflación entre los servicios y los bienes. Sin embargo, desde los años noventa el valor del euro ha venido experimentando marcadas fluctuaciones, sin mostrar ninguna tendencia clara. Por lo tanto, el tipo de cambio no puede explicar la persistencia de la brecha de inflación en el medio a largo plazo. No obstante, en algunos casos las fluctuaciones del tipo de cambio pueden haber influido transitoriamente en la evolución de la brecha de inflación.

En resumen, a lo largo de las dos o tres últimas décadas en la zona del euro la inflación en los precios de los servicios ha sido superior a la observada en los precios de los bienes. La existencia de una persistente brecha de inflación entre los servicios y los bienes se ha asociado a un escaso crecimiento de la productividad del trabajo. Otros factores parecen haber influido de forma transitoria en elevar la inflación en los servicios por encima de la inflación en los bienes. Entre estos factores pueden citarse una mayor demanda de servicios en relación con la demanda de bienes, circunstancias derivadas de la economía abierta (como una mayor competencia internacional y fluctuaciones del tipo de cambio del euro) y el aumento de los márgenes. Por lo que respecta a este último factor, cabe destacar que el sector servicios ha venido registrando márgenes relativamente elevados desde mediados de los años noventa. Todo ello sugiere que unas reformas estructurales encaminadas a intensificar el crecimiento de la productividad y a reducir los márgenes de beneficio, como un aumento de la competencia de mercado en el sector servicios, contribuirían a flexibilizar los precios relativos y a atemperar las presiones inflacionistas generales derivadas de los precios de los servicios en la zona del euro.

Gráfico 21 Desagregación de los precios industriales

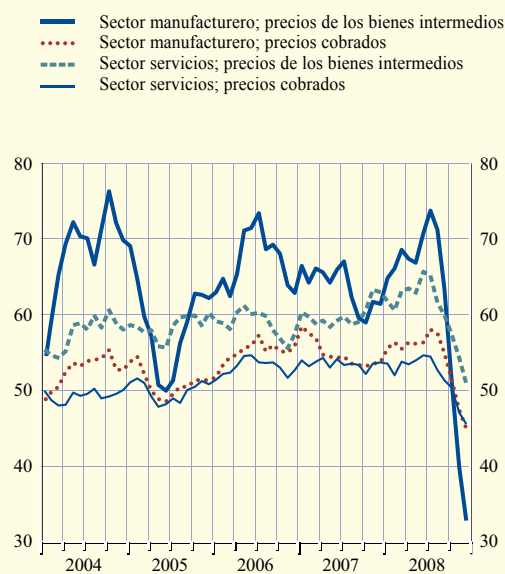
(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.
Nota: Los datos se refieren a la zona del euro, incluida Eslovaquia.

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

(índices de difusión; datos mensuales)



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

3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

Las presiones sobre los precios a lo largo de la cadena de suministro han ido disminuyendo de forma continuada desde los altísimos niveles alcanzados en el verano del 2008. La tasa de variación interanual de los precios industriales, excluida la construcción, experimentó una acusada caída, desde el 6,3% de octubre, hasta el 3,4% de noviembre (véase gráfico 21). Este descenso podría atribuirse, en parte, a un fuerte efecto de base del componente energético, siendo así que la tasa de variación interanual de los precios industriales de la energía bajó hasta el 6,3% en noviembre del 2008, desde el 15,9% de octubre. Si se excluyen la energía y la construcción, la inflación en los precios industriales disminuyó hasta el 2,3%. Aunque este descenso reflejó tasas de inflación más reducidas en casi todas las principales ramas de actividad, se observó una caída particularmente acentuada en la tasa de variación interanual de los precios de los bienes intermedios, desde el 4,3% de octubre, hasta el 2,7% de noviembre. Ello fue resultado, probablemente, de la reducción de los precios de las materias primas industriales, que ha estado ejerciendo un efecto a la baja en la evolución a corto plazo de los precios industriales a lo largo de la cadena de producción. Más adelante en la cadena, la tasa de variación interanual de los precios de los bienes de consumo volvió a disminuir en noviembre, hasta el 2%, como consecuencia de la menor inflación en los componentes de bienes de consumo duradero y no duradero.

Los últimos datos de las encuestas sobre fijación de precios por parte de las empresas sugieren que los precios se vieron sometidos a menores presiones a lo largo de la cadena de suministro en diciembre del 2008 (véase gráfico 22). Según el último índice de directores de compras, tras la marcada caída de los índices de precios de los bienes intermedios y de los precios de venta, la mayor parte de los indicadores de presiones

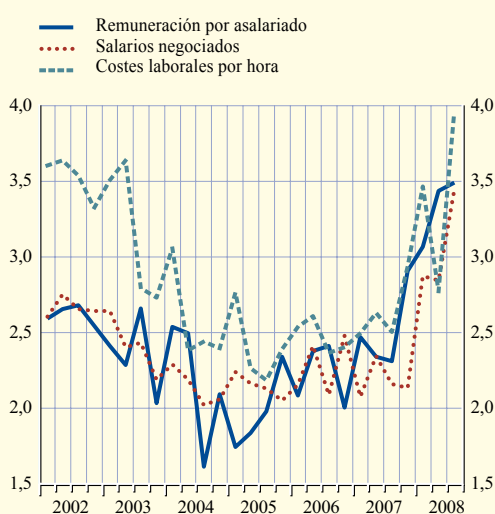
sobre los precios en los sectores de manufacturas y de servicios se situaron a finales del 2008 en cotas próximas a mínimos históricos, en claro contraste con los elevados niveles registrados a mediados de año.

3.3 INDICADORES DE COSTES LABORALES

Los datos disponibles sugieren que los salarios de la zona del euro siguieron registrando un fuerte ritmo de crecimiento a lo largo de la mayor parte del 2008. Las tasas de crecimiento interanual de los salarios negociados, de los costes laborales por hora y de la remuneración por asalariado permanecieron en niveles elevados en el tercer trimestre del año (véanse gráfico 23 y cuadro 5). Los salarios negociados crecieron un 3,4%, como resultado, probablemente, de las pasadas tensiones registradas en los mercados de trabajo y de los efectos de segunda vuelta que la iniciación de los salarios con tasas de inflación temporalmente altas provocó en algunos países de la zona del euro. En el tercer trimestre se observó una aceleración de la tasa de crecimiento interanual de los costes laborales por hora, que alcanzó el 4%. Este elevado crecimiento de los costes laborales por hora, que se produjo en todos los sectores (véase gráfico 24) puede haber sido, en cierta medida, reflejo, por un lado, de un ajuste de las horas trabajadas en respuesta al debilitamiento de la demanda, que no estuvo acompañado de un ajuste similar de los salarios, y, por otro, de una corrección de las horas trabajadas, que quedaron distorsionadas en el segundo trimestre, debido a las fechas tempranas en que cayó la Semana Santa en el 2008. La tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado, del 3,5%, unida a la contracción de la productividad de la zona del euro observada en el mismo trimestre, aceleró el crecimiento interanual de los costes laborales unitarios hasta el 3,7%, el nivel más alto alcanzado en más de una década. Así pues, los costes laborales siguieron registrando un crecimiento relativamente fuerte, en un período de desaceleración de la actividad. Sin embargo, parece muy probable que el crecimiento de los costes laborales vuelva a desacelerarse, en vista de las débiles perspectivas de crecimiento económico de la zona del euro.

Gráfico 23 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

Nota: Los datos de la remuneración por asalariado y de los costes laborales por hora se refieren a la zona del euro, incluida Eslovaquia.

Cuadro 5 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	2,8	4,0
Remuneración por asalariado	2,2	2,5	2,3	2,9	3,1	3,4	3,5
<i>Pro memoria:</i>							
Productividad del trabajo	1,2	0,8	0,7	0,4	0,5	0,2	-0,1
Costes laborales unitarios	1,0	1,7	1,6	2,5	2,6	3,2	3,6

Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

Nota: Los datos de los salarios negociados no incluyen Eslovaquia.

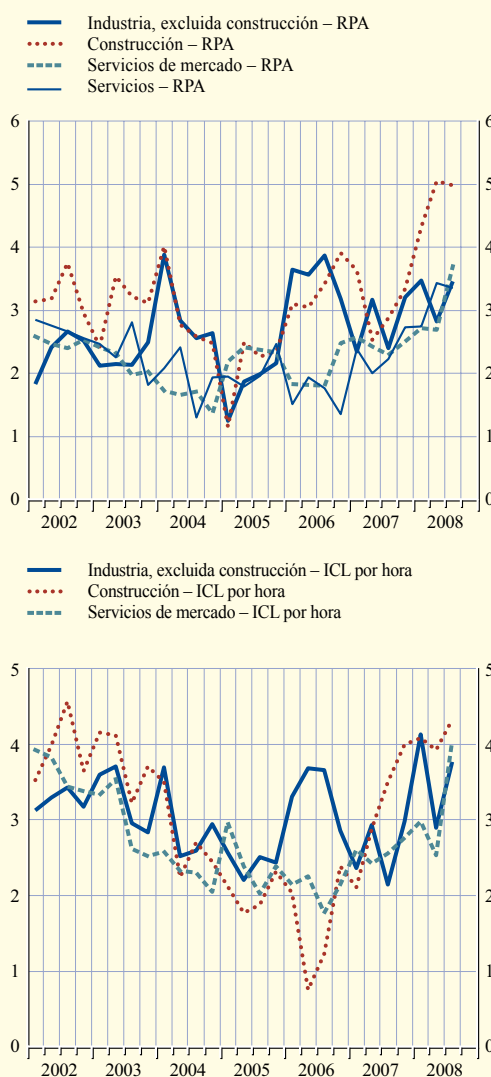
3.4 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

Tras registrar un fuerte descenso en noviembre del 2008, mes en el que se situó en el 2,1%, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro disminuyó hasta el 1,6% en diciembre. Al mismo tiempo, existen señales de que las presiones sobre los precios a lo largo de la cadena de suministro se han reducido de forma significativa en los últimos meses, en relación con los elevados niveles alcanzados a mediados de año. Por el contrario, el crecimiento de los costes laborales de la zona del euro se aceleró en el tercer trimestre del 2008.

De cara al futuro, las pronunciadas caídas de los precios de las materias primas y el actual debilitamiento de la demanda sugieren que la tasa de inflación interanual medida por el IAPC seguirá bajando en los próximos meses. Los acusados efectos de base de la anterior volatilidad de los precios de las materias primas contribuirán a originar un mayor descenso transitorio de la inflación medida por el IAPC hacia mediados del 2009. Asimismo, los efectos de base contribuirán a elevar las tasas de inflación en el segundo semestre del año. Ello conllevará una alta probabilidad de que las tasas de inflación medidas por el IAPC registren fuertes fluctuaciones en el 2009. Haciendo abstracción de tal volatilidad, los riesgos para la estabilidad de precios en el medio plazo están, en general, equilibrados. Si los precios de las materias primas vuelven a bajar de forma inesperada o si la economía experimenta una desaceleración mayor de lo previsto, podrían generarse presiones a la baja sobre la inflación, mientras que se materializarían riesgos al alza para la estabilidad de precios, especialmente si la reciente caída de los precios de las materias primas se invirtiera o si las presiones sobre los precios internos resultasen ser más fuertes de lo esperado.

Gráfico 24 Evolución de los costes laborales por sectores

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Los datos se refieren a la zona del euro, incluida Eslovaquia. RPA = remuneración por asalariado; ICL = índice de costes laborales.

4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

El ritmo de la actividad económica en la zona del euro se redujo de forma acusada en el segundo semestre del 2008, al propagarse cada vez más las tensiones del sector financiero a la economía real. Los datos procedentes de las encuestas y los indicadores mensuales apuntan al mantenimiento de la debilidad de la actividad en torno a finales de año. Las perspectivas para la actividad económica son extraordinariamente inciertas, debido en gran medida a las turbulencias en los mercados financieros. Se espera que la debilidad de la economía mundial y el significativo estancamiento de la demanda en la zona del euro persistan durante los siguientes trimestres, al mantenerse el efecto de las tensiones existentes en los mercados financieros sobre la actividad. Al mismo tiempo, se espera que la caída registrada en los precios de las materias primas favorezca la renta real disponible en el futuro próximo. Además, la zona del euro debería beneficiarse con el tiempo de los efectos de las medidas de política económica anunciadas en las últimas semanas. En general, los riesgos para el crecimiento económico siguen siendo claramente a la baja, y están relacionados principalmente con la posibilidad de que las turbulencias en los mercados financieros tengan un impacto mayor en la economía real, así como con las preocupaciones relativas a la aparición e intensificación de presiones proteccionistas y a una posible evolución adversa de la economía global derivada de una corrección desordenada de los desequilibrios mundiales.

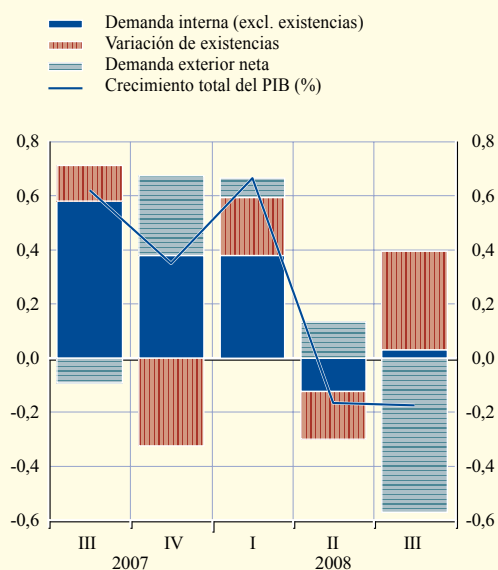
4.1 PIB REAL Y COMPONENTES DE LA DEMANDA

El ritmo de la actividad económica en la zona del euro se redujo de forma acusada en el segundo semestre del 2008. En términos trimestrales, el PIB real cayó un 0,2% en el tercer trimestre del 2008, tras experimentar un retroceso similar en el trimestre anterior (véase gráfico 25). Los datos de las encuestas sobre la evolución futura apuntan a una contracción de la actividad mucho más profunda hacia finales de año.

La desagregación del gasto para el tercer trimestre indicaba un estancamiento de la demanda interna, excluida la variación de existencias, con un descenso de la inversión y un crecimiento moderado del consumo privado compensados parcialmente por un gasto público creciente. Se confirmó que la contribución de la demanda interna, excluida la variación de existencias, fue nula. La demanda exterior neta se redujo al mantenerse la debilidad que las exportaciones y recuperarse el crecimiento de las importaciones. Como consecuencia de una revisión a la baja de las exportaciones y de una ligera revisión al alza de las importaciones, la contribución de la demanda exterior neta se corrigió a la baja en 0,1 puntos porcentuales, situándose en estos momentos en -0,6 puntos porcentuales. La contribución de las existencias al crecimiento total se revisó ligeramente al alza, pasando de 0,3 a 0,4 puntos porcentuales.

Gráfico 25 Crecimiento del PIB real y contribuciones

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



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Los datos se refieren a la zona del euro, incluida Eslovaquia.

Tras haber tenido un mal comportamiento en relación con sus principales determinantes desde mediados del 2006 hasta finales del 2007, el crecimiento del consumo privado ha evolucionado de conformidad con los fundamentos económicos desde comienzos del 2008. En el período posterior a las turbulencias financieras de agosto del 2007, la contribución de la riqueza financiera se había tornado negativa ya a finales del 2007. Además, la contribución de la renta real disponible pasó a ser negativa en el tercer trimestre del 2008, como consecuencia de la elevada inflación provocada por la subida de los precios de las materias primas.

El consumo privado se mantuvo prácticamente sin cambios en el tercer trimestre del 2008, tras haber caído en el segundo trimestre. La evolución reciente experimentada en el comercio al por menor, junto con la confianza de los consumidores y las matriculaciones de automóviles, apuntan a una persistente debilidad del gasto en consumo en el último trimestre del 2008 y en los primeros meses del 2009. El volumen de ventas del comercio al por menor se elevó un 0,6%, en tasa intermensual, en noviembre, tras una reducción del 1% en octubre. En termino de medias móviles de tres meses, el crecimiento de las ventas del comercio al por menor siguió siendo negativo (véase gráfico 26). Además, las matriculaciones de automóviles continuaron el acusado descenso observado en los últimos meses. La confianza de los consumidores se deterioró en diciembre y alcanzó el nivel más bajo desde que se inició la encuesta en 1985.

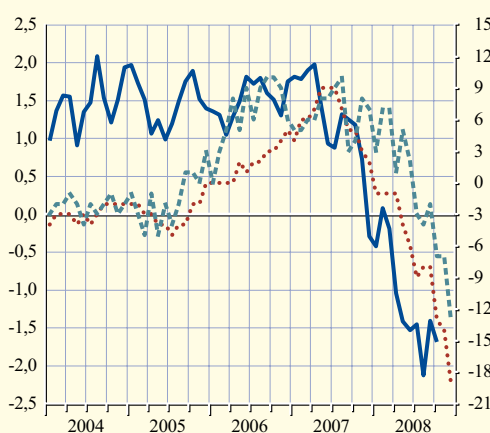
El crecimiento de la inversión también se moderó en el tercer trimestre del 2008, como consecuencia de una marcada contracción de la inversión en construcción y de una caída de menor magnitud de la inversión empresarial. La desagregación de la formación bruta de capital fijo para el tercer trimestre del 2008 publicada recientemente indica que la reducción del 0,6%, en tasa intertrimestral, observada en la inversión total se debió a un fuerte descenso (1%) de la inversión en construcción, tras una reducción del 1,7% en el trimestre anterior, y a un retroceso del 0,3% de la inversión excluida la construcción, comparado con un crecimiento del 0,1% en el segundo trimestre del 2008.

De cara al futuro, se espera que la debilidad de la inversión continúe hacia finales del 2008 y durante gran parte del 2009, tanto en la inversión en construcción como en la inversión excluida la construcción. El ajuste que se está produciendo actualmente en los mercados de la vivienda de varios países de la zona del euro probablemente modere la inversión residencial durante los próximos trimestres. Los nuevos préstamos para adquisición de vivienda en la zona del euro han mostrado variaciones anuales negativas desde los primeros meses del 2007, pero la contracción se ha acelerado durante el año 2008, al endurecerse las condiciones para la concesión de créditos aplicadas por las entidades de crédito. Es probable que, junto con la debilidad actual de la renta disponible de los hogares y el pro-

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

(datos mensuales)

- Total ventas del comercio al por menor¹⁾ (escala izquierda)
- Conf. consumidores²⁾ (escala derecha)
- Conf. comercio al por menor²⁾ (escala derecha)



Fuentes: Encuestas de opinión de la Comisión Europea y Eurostat.
Nota: Los datos de las ventas del comercio al por menor se refieren a la zona del euro, incluida Eslovaquia.

1) Tasas de variación interanual; medias móviles de tres meses; datos ajustados por días laborables.

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

longado deterioro de la confianza de los consumidores, persista durante algún tiempo la debilidad de los mercados de la vivienda de la zona del euro.

La inversión empresarial también puede que se siga moderando. El descenso de la demanda ya ha hecho caer la rentabilidad. La menor demanda también ha reducido las restricciones de la capacidad productiva, lo que posiblemente ha frenado la necesidad de las empresas de ampliar su capacidad productiva. Además, el endurecimiento de los criterios de concesión de créditos ha aumentado los diferenciales de financiación, lo que tenderá a contener el crecimiento de la inversión.

4.2 PRODUCTO, OFERTA Y MERCADO DE TRABAJO

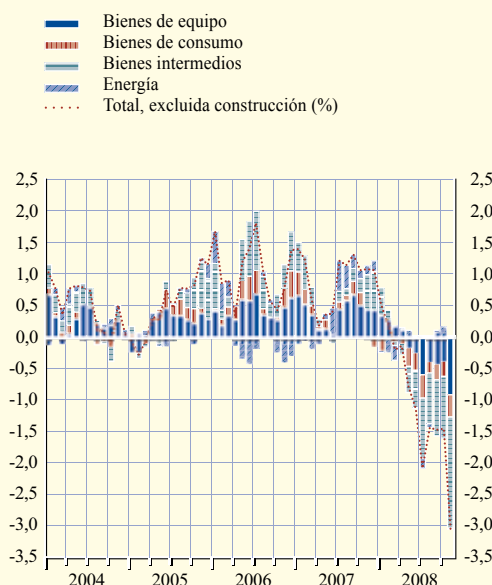
El deterioro de la actividad económica en el tercer trimestre reflejó, fundamentalmente, caídas en las manufacturas y en la construcción. El crecimiento intertrimestral del valor añadido real de la industria se revisó al alza, pasando del $-1,4\%$ al $-1,3\%$. Como consecuencia, la contribución de la industria al crecimiento del valor añadido total, en términos reales, se revisó, asimismo, al alza, hasta $-0,3$ puntos porcentuales. El crecimiento del valor añadido en la rama de los servicios fue ligeramente más resistente, registrando un tímido crecimiento positivo. La contribución de los servicios al crecimiento agregado del valor añadido real se situó en $0,1$ puntos porcentuales.

Los datos recientes sugieren un acusado debilitamiento de la actividad durante el cuarto trimestre. La producción industrial en la zona del euro (excluida la construcción) apunta a una pronunciación y aceleración de la contracción durante el mencionado trimestre. La producción se redujo un $1,6\%$, en tasa intermensual, en noviembre, tras marcadas caídas en octubre y septiembre (véase gráfico 27). La reducción mensual observada en la producción de la zona del euro en noviembre tuvo su origen en los importantes descensos registrados en la producción de bienes intermedios y de bienes de equipo, mientras que la producción de bienes de consumo retrocedió ligeramente. Desde una perspectiva de más largo plazo, la producción industrial de la zona del euro (excluida la construcción), en términos interanuales, disminuyó un $6,9\%$ en octubre y, desde entonces ha retrocedido hasta situarse en un nivel comparable con el alcanzado a comienzos del 2006.

La producción de la construcción en la zona del euro se redujo un $0,1\%$, en tasa intermensual, en octubre, tras haber sufrido una caída más importante en septiembre. La información procedente de las licencias de obras concedidas en la zona del euro, que constituyen un indicador adelantado de la evolución de la oferta de viviendas, sugiere que es probable que la construcción residencial se debilite en los meses próximos.

Gráfico 27 Crecimiento de la producción industrial y contribuciones

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



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Los datos mostrados se calculan como medias móviles de tres meses, frente a la media correspondiente a los tres meses anteriores. Los datos se refieren a la zona del euro, incluida Eslovaquia.

Cuadro 6 Crecimiento del empleo

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

	Tasas interanuales		Tasas intertrimestrales				
	2006	2007	2007 III	2007 IV	2008 I	2007 II	2008 III
Total de la economía	1.6	1.8	0.5	0.3	0.4	0.2	0.0
<i>Del cual:</i>							
Agricultura y pesca	-1.9	-1.2	-1.0	-0.4	0.5	-1.2	-0.8
Industria	0.6	1.4	0.0	0.1	0.2	-0.3	-0.7
Excluida la construcción	-0.3	0.3	0.0	0.1	0.3	0.1	-0.3
Construcción	2.7	3.9	-0.1	0.0	0.0	-1.2	-1.5
Servicios	2.2	2.1	0.7	0.4	0.4	0.4	0.2
Comercio y transporte	1.7	1.8	0.8	0.1	0.5	0.3	0.1
Finanzas y empresas	3.9	4.1	0.8	0.8	0.8	0.4	0.0
Administración pública ¹⁾	1,9	1,4	0,5	0,5	0,1	0,5	0,5

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Los datos se refieren a la zona del euro, incluida Eslovaquia.

1) Incluye también educación, salud y otros servicios.

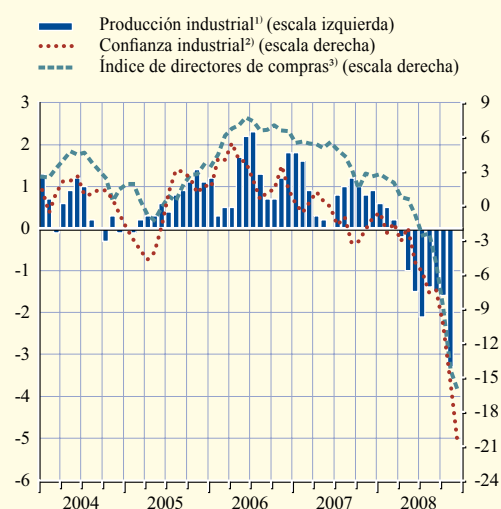
Las encuestas de opinión han registrado nuevos descensos más significativos y generalizados (véase gráfico 28). Las encuestas a los directores de compras y de la Comisión Europea relativas a la actividad en las ramas industrial y de servicios mostraron un empeoramiento en diciembre, registrando la encuesta de la Comisión el nivel más bajo observado desde que se inició en 1985. La nueva pérdida observada en la confianza empresarial en diciembre del 2008 fue generalizada en las manufacturas, los servicios, el comercio al por menor y la construcción. En las manufacturas, aunque en diciembre el retroceso del índice de directores de compras fue manifiestamente menor que los descensos extraordinariamente importantes observados en los dos meses anteriores, éste continuó mostrando una aceleración de la contracción en la actividad manufacturera de la zona del euro. En general, las últimas encuestas sugieren que el ritmo subyacente del crecimiento sigue deteriorándose y apunta a una caída del crecimiento del PIB real en el último trimestre del 2008 más elevada que en el trimestre anterior.

MERCADO DE TRABAJO

La situación de los mercados de trabajo de la zona del euro siguió deteriorándose. El empleo no experimentó ninguna variación intertrimestral en el tercer trimestre del 2008, tras el crecimiento del 0,2% del trimestre anterior (véase cuadro 6). Sin embargo, los indicadores más recientes, tales como el índice de empleo de la encuesta a los directores de compras para diciembre, muestran significativas reducciones de empleo en las manufacturas y en la

Gráfico 28 Producción industrial, confianza industrial e índice de directores de compras

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuentes: Eurostat, encuestas de opinión de la Comisión Europea, Markit y cálculos del BCE.

Notas: Todas las series se refieren a las manufacturas. Los datos de la producción industrial se refieren a la zona del euro, incluida Eslovaquia.

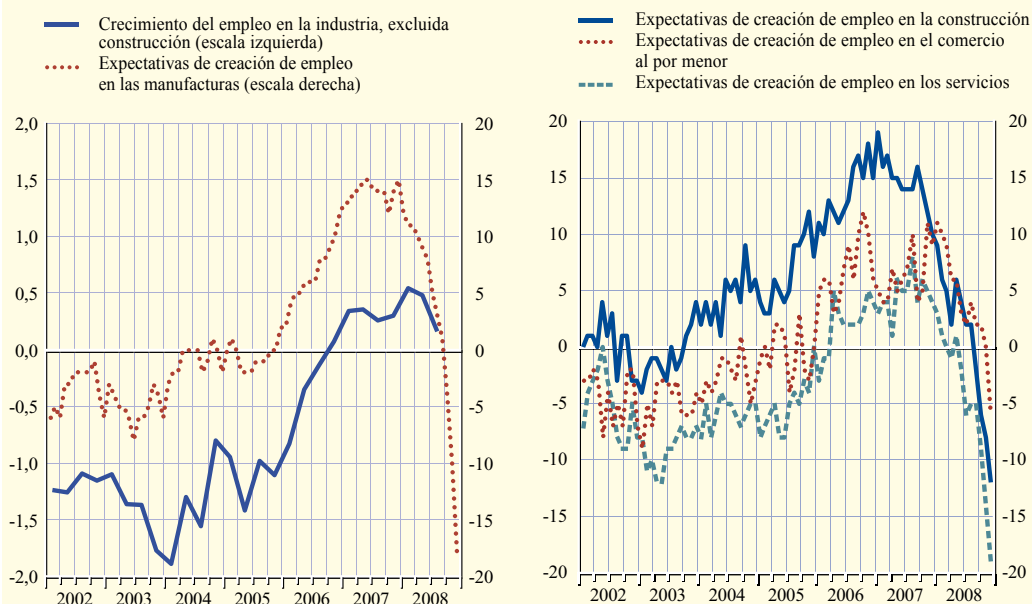
1) Tasas de variación intertrimestral.

2) Saldos netos; variaciones en comparación con tres meses antes.

3) Índice de directores de compras; desviaciones con respecto al valor 50.

Gráfico 29 Crecimiento del empleo y expectativas de creación de empleo

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



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

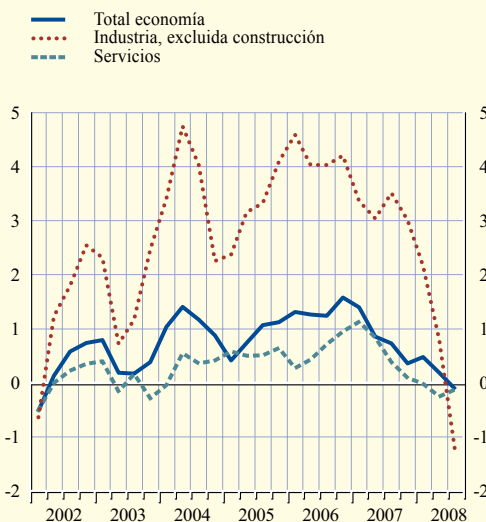
Nota: Los saldos netos están ajustados a la media. Los datos de crecimiento del empleo se refieren a la zona del euro, incluida Eslovaquia.

rama de servicios. En concreto, el fuerte deterioro observado en el índice para los servicios indica que la menor demanda de servicios está comenzando a tener efectos importantes sobre el empleo. Las encuestas sobre las intenciones de creación de empleo de las empresas sugieren una continuación de las moderadas perspectivas para el empleo en los próximos meses (véase gráfico 29).

Al contraerse la actividad, la productividad del trabajo se redujo (véase gráfico 30). El crecimiento interanual de la productividad del trabajo (por persona ocupada) fue del $-0,1\%$ en el tercer trimestre del 2008, frente al $0,2\%$ registrado en el trimestre anterior. El crecimiento de la productividad del trabajo se sitúa actualmente en su tasa más reducida desde comienzos del 2002. De cara al futuro, los últimos datos para noviembre, procedentes del índice de productividad de la encuesta a los directores de compras, sugieren un deterioro del crecimiento de la productividad del trabajo. El índice se sitúa actualmente en su nivel más reducido desde creación en 1988.

Gráfico 30 Productividad del trabajo

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Los datos se refieren a la zona del euro, incluida Eslovaquia.

La tasa de desempleo en la zona del euro se ha incrementado desde comienzos de año, pasando del 7,2% registrado en el primer trimestre del año al 7,8% en noviembre (véase gráfico 31). El aumento de la tasa de paro en la zona del euro en ese mes refleja nuevos avances del desempleo en varios países de la zona del euro, sobre todo España, Francia, y una pequeña subida en Irlanda. A diferencia de en los meses anteriores, en noviembre no se observaron notables reducciones que compensaran este incremento en ningún país de la zona del euro. El número de parados en la zona del euro se elevó en noviembre por octavo mes consecutivo.

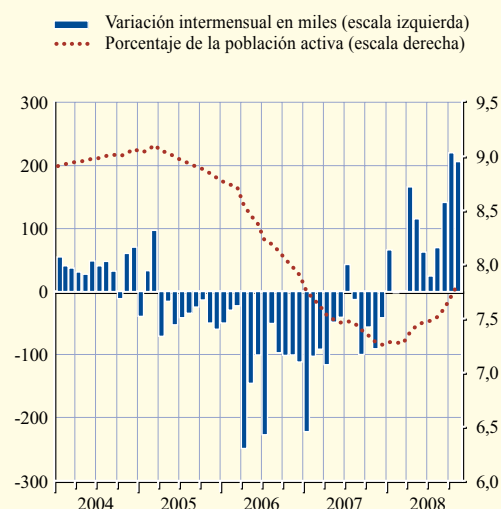
4.3 PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

El ritmo de la actividad económica en la zona del euro se redujo de forma acusada en el segundo semestre del 2008, al propagarse cada vez más las tensiones del sector financiero a la economía real.

Los datos procedentes de las encuestas y los indicadores mensuales apuntan al mantenimiento de la debilidad de la actividad en torno a finales de año. 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 espera que la debilidad de la economía mundial y el significativo estancamiento de la demanda en la zona del euro persistan durante los siguientes trimestres, al mantenerse el efecto de las tensiones existentes en los mercados financieros sobre la actividad. Al mismo tiempo, se espera que la caída registrada en los precios de las materias primas favorezca la renta real disponible en el futuro próximo. Además, la zona del euro debería beneficiarse con el tiempo de los efectos de las medidas de política económica anunciadas en las últimas semanas. En general, los riesgos para el crecimiento económico siguen siendo claramente a la baja, y están relacionados principalmente con la posibilidad de que las turbulencias en los mercados financieros tengan un impacto mayor en la economía real, así como con las preocupaciones relativas a la aparición e intensificación de presiones proteccionistas y a una posible evolución adversa de la economía global derivada de una corrección desordenada de los desequilibrios mundiales.

Gráfico 31 Desempleo

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

Nota: Los datos se refieren a la zona del euro, incluida Eslovaquia.

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

5.1 TIPOS DE CAMBIO

En los tres últimos meses, los tipos de cambio bilaterales han registrado fuertes oscilaciones en un clima de considerable volatilidad. En términos efectivos nominales, el euro se depreció en octubre y se mantuvo, en general, estable, en noviembre, mientras que, en diciembre recuperó parte del terreno perdido anteriormente.

TIPO DE CAMBIO EFECTIVO DEL EURO

El 14 de enero de 2009, el tipo de cambio efectivo nominal del euro —medido frente a las monedas de 21 de los socios comerciales importantes de la zona del euro— se situaba, aproximadamente, al mismo nivel que a finales de septiembre y alrededor de un 1,5% por debajo de la media del 2008 (véase gráfico 32). El tipo de cambio efectivo nominal del euro ha fluctuado significativamente en los tres últimos meses, en un clima de aumento persistente de la volatilidad esperada, para mantenerse, en general, bastante estable. No obstante, esta estabilidad oculta tendencias un tanto divergentes de los tipos de cambio bilaterales. De hecho, la fuerte depreciación del euro frente al dólar estadounidense, el yen japonés, el franco suizo y el renminbi chino se ha compensado con una apreciación frente a la mayoría de las otras principales monedas, en particular, la libra esterlina, la corona sueca y las monedas de algunos de los nuevos Estados miembros de la UE.

DÓLAR ESTADOUNIDENSE/EURO

Tras depreciarse de forma acusada frente al dólar estadounidense en octubre y estabilizarse, en general, en noviembre, como consecuencia de un deterioro de las expectativas de los mercados respecto al crecimiento económico, tanto en Estados Unidos como en la zona del euro, el euro repuntó en diciembre, en la medida en que la desinversión financiera y los factores técnicos desempeñaron, aparentemente, un papel menos destacado y la política monetaria en Estados Unidos se tornó aún menos restrictiva. No obstante, en la primera quincena de enero del 2009, el euro volvió a debilitarse, posiblemente porque los mercados estaban descontando las consecuencias de la batería de medidas fiscales previstas para estimular el crecimiento económico en Estados Unidos, mien-

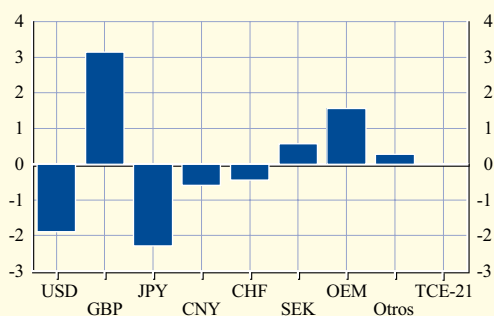
Gráfico 32 Tipo de cambio efectivo del euro y sus componentes¹⁾

(datos diarios)



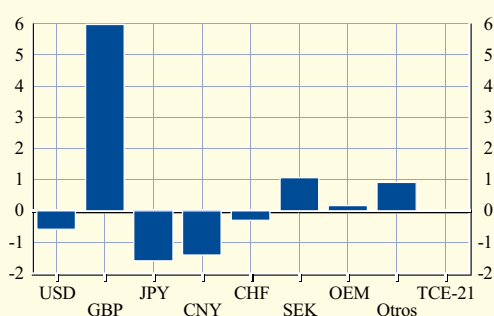
Contribuciones a las variaciones del TCE²⁾

Del 30 de septiembre de 2008 al 14 de enero de 2009
(en puntos porcentuales)



Contribuciones a las variaciones del TCE²⁾

Del 3 de enero de 2005 al 14 de enero de 2009
(en puntos porcentuales)



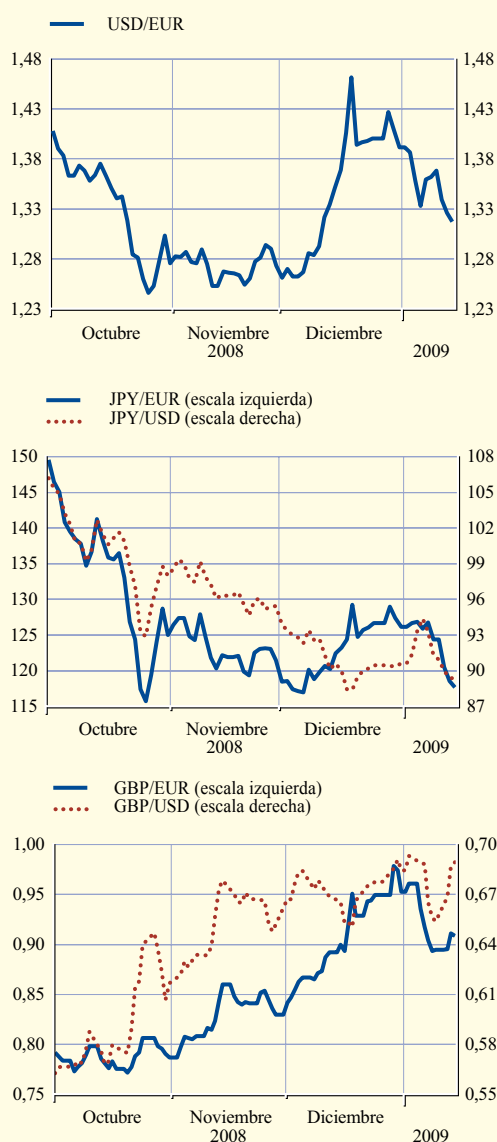
Fuente: BCE.

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

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

Gráfico 33 Evolución de los tipos de cambio

(datos diarios)

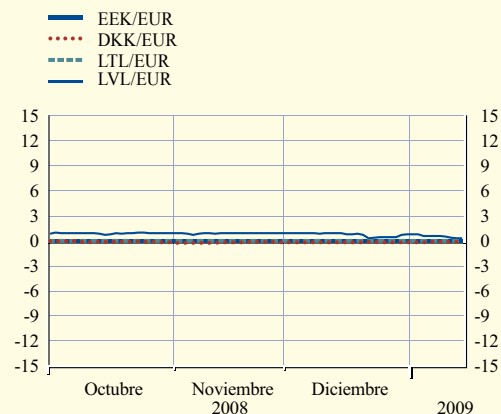


Fuente: BCE.

ciones de *carry trade*. La fuerte convergencia de los tipos de interés nominales a corto plazo a escala mundial también ha contribuido a reducir el atractivo de las actividades de *carry trade* en los principales pares de monedas. En general, la evolución del tipo de cambio bilateral del euro frente al yen japonés fue un reflejo de la evolución del tipo de cambio del euro frente al dólar estadounidense. El 14 de enero, el euro cotizaba a 117,66 yenes, es decir, alrededor de un 22% por debajo del nivel observado a finales de septiembre del 2008 (véase gráfico 33) y en torno a un 23% por debajo de la media registrada a lo largo de ese año.

Gráfico 34 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 zona débil (fuerte) de la banda. Para la corona danesa, la banda de fluctuación es $\pm 2,25\%$; para todas las demás monedas, la banda de fluctuación estándar es $\pm 15\%$.

tras que los datos publicados sobre inflación y producción industrial en la zona del euro, más bajos de lo que esperaban los participantes en los mercados, podrían haber influido en las expectativas de los mercados respecto a los tipos de interés relativos a corto plazo en la dos principales áreas económicas. El 14 de enero, el euro cotizaba a 1,32 dólares estadounidenses, alrededor de un 8% por debajo del nivel registrado a finales de septiembre y un 10,5% por debajo de la media del 2008 (véase gráfico 33).

YEN JAPONÉS/EURO

En los tres últimos meses, el euro se ha depreciado de forma significativa frente al yen japonés, debido principalmente a un aumento de la volatilidad implícita del tipo de cambio hasta máximos históricos, que ha reducido el atractivo de la moneda japonesa como medio de financiar las posi-

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 frente al euro y han seguido cotizando al tipo de cambio correspondiente a las respectivas paridades centrales o en torno a dichas paridades (véase gráfico 34). Desde finales de septiembre del 2008, el lats letón ha cotizado en la zona débil de su banda de fluctuación, pero se ha apreciado ligeramente desde finales de diciembre y, el 14 de enero de 2009, se situaba en un nivel próximo a su paridad central. El 1 de enero, Eslovaquia se convertía en el decimosexto país que adoptaba el euro, a un tipo de conversión de 30,1260 coronas eslovacas (véase recuadro 4).

Recuadro 4

LA ADOPCIÓN DEL EURO POR PARTE DE ESLOVAQUIA

El 1 de enero de 2009, Eslovaquia adoptó el euro, lo que eleva el número de países que integran la zona del euro de 15 a 16. El euro es actualmente la moneda que utilizan 329 millones de personas en la zona del euro. El tipo de cambio de conversión entre la corona eslovaca y la moneda única se fijó, con carácter irrevocable, en 30,1260 coronas por euro. Durante el período en que la corona participó en el MTC II, desde el 28 de noviembre de 2005, la paridad central de la moneda eslovaca frente al euro se revaluó dos veces: un 8,5% en marzo del 2007 y un 17,6472% en mayo del 2008.

Eslovaquia es una economía relativamente pequeña en comparación con el resto de la zona del euro. Por consiguiente, esta última ampliación sólo afectará ligeramente a las características estadísticas y macroeconómicas de la zona del euro (véase cuadro).

El PIB de Eslovaquia sólo representa un 0,6% del PIB de la zona del euro ampliada. En el 2007, el PIB per cápita de Eslovaquia, expresado en términos de paridad del poder adquisitivo (PPA), se situó ligeramente por encima del 61% de la media de la zona. En los últimos años, el PIB de Eslovaquia ha crecido en términos reales a un ritmo notablemente más rápido que el del resto de la zona del euro, debido, principalmente, al aumento de la capacidad de producción de la economía como resultado de los grandes proyectos de inversión financiados con entradas de inversiones directas provenientes del exterior. Estos proyectos han mejorado la capacidad industrial de la economía eslovaca, en la que el sector industrial, incluida la construcción, desempeña un papel más importante que en el resto de la zona del euro. La contribución del sector agrícola al valor añadido bruto total es sólo ligeramente más alta en Eslovaquia que en el resto de la zona, mientras que la participación del sector servicios en el valor añadido total es menor que en el resto de la zona. El sector financiero de Eslovaquia se encuentra todavía en una etapa de desarrollo, como lo demuestra el hecho de que la proporción de créditos vivos al sector privado sea notablemente menor que en el resto de la zona del euro. El papel más limitado que desempeña el sector financiero en el país es aún más visible cuando se comparan las cifras de capitalización del mercado bursátil, cuya liquidez es muy baja.

Eslovaquia es una pequeña economía abierta y el resto de la zona del euro es su principal socio comercial, que concentra el 47% de sus exportaciones totales y casi el 43% de sus importaciones totales.

El mercado de trabajo de Eslovaquia se diferencia del de otros países de la zona del euro en varios aspectos. A pesar del sólido desarrollo económico de los últimos años, la tasa de paro de Eslovaquia es todavía relativamente alta y, en el tercer trimestre del 2008, se situaba por encima del 9%, mien-

Principales características económicas

	Período de referencia	Unidades	Zona del euro excl. Eslovaquia	Zona del euro incl. Eslovaquia	Eslovaquia
Población y actividad económica ¹⁾					
Población total ²⁾	200	millones	320,5	325,9	5,4
PIB	2007	mm de euros	8.927,6	8.982,5	54,9
PIB per cápita	2007	miles de euros	27,9	27,6	10,2
PIB per cápita (PPA)	2007	Euro-15=100	100,0	99,4	61,2
PIB (porcentaje del PIB mundial) ³⁾	2007	%	16,1	16,3	0,2
Valor añadido por actividad económica ⁴⁾					
Agricultura, pesca, silvicultura	2007	% del total	1,9	1,9	2,9
Industria (incluida construcción)	2007	% del total	26,7	26,8	37,0
Servicios (incluidos servicios no de mercado)	2007	% del total	71,4	71,3	60,2
Indicadores monetarios y financieros					
Crédito al sector privado ⁵⁾	2007	% del PIB	109,5	109,1	41,8
Capitalización del mercado bursátil ⁶⁾	2007	% del PIB	73,7	73,3	8,3
Comercio exterior ⁷⁾					
Exportaciones de bienes y servicios	2007	% del PIB	22,3	22,3	86,0
Importaciones de bienes y servicios	2007	% del PIB	21,1	21,1	86,9
Balanza por cuenta corriente	2007	% del PIB	0,4	0,4	-5,3
Mercado de trabajo					
Tasa de actividad ⁸⁾	2008 III	%	71,7	71,7	69,3
Tasa de paro	2008 III	%	7,5	7,5	9,2
Tasa de empleo ⁸⁾	2008 III	%	66,5	66,5	63,1
Administraciones Públicas					
Superávit (+) o déficit (-)	2007	% del PIB	-0,6	-0,6	-1,9
Ingresos	2007	% del PIB	45,5	45,5	32,7
Gastos	2007	% del PIB	46,2	46,1	34,6
Deuda bruta	2007	% del PIB	66,3	66,1	29,4

Fuentes: Eurostat, FMI, Comisión Europea y cálculos del BCE.

1) Los datos en coronas eslovacas se han recalculado utilizando el tipo de cambio de mercado.

2) Media anual.

3) Los porcentajes del PIB se basan en una valoración del PIB del país en términos de PPA.

4) Basado en el valor añadido bruto nominal a precios básicos.

5) Incluye los préstamos y las tenencias de valores, así como las tenencias de acciones y otras participaciones.

6) La capitalización del mercado es el saldo vivo total de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro/Eslovaquia al valor de mercado.

7) Datos de la balanza de pagos. Los datos correspondientes a la zona del euro se compilan sobre la base de las transacciones con residentes de países no pertenecientes a la zona (es decir, excluidos los flujos intra zona). En el caso de Eslovaquia, los datos incluyen las transacciones con residentes del resto del mundo (es decir, incluidas las transacciones con la zona del euro).

8) Porcentaje de la población en edad de trabajar (es decir, con edades comprendidas entre los 15 y los 64 años).

tras que en la zona del euro ascendía al 7,5% en el mismo período. Además, la tasa de actividad y la tasa de ocupación se sitúan por debajo del nivel registrado en el resto de la zona del euro. Entre las deficiencias del mercado de trabajo local, cabe señalar el elevado número de desempleados de larga duración, la desfavorable combinación de cualificaciones que presentan los desempleados y las notables disparidades entre los mercados laborales regionales¹.

El déficit de las Administraciones Públicas se ha venido reduciendo en Eslovaquia en los últimos años y, en el 2007, ascendía al 1,9% del PIB, frente al 0,6% del PIB registrado en el resto de la zona del euro. Por el contrario, la deuda pública es mucho menor: menos del 30% del PIB en el 2007, mientras que en el resto de la zona del euro sobrepasaba el 66% del PIB. El 3 de junio de 2008, el Consejo de la Unión Europea derogó el procedimiento de déficit excesivo abierto contra Eslovaquia.

¹ Si bien muchos Estados miembros de la UE abrieron sus mercados de trabajo locales a los ciudadanos eslovacos, lo que permitió una mayor movilidad dentro de la UE, algunos países de la zona del euro todavía aplican restricciones a Eslovaquia.

La adopción del euro supone un nuevo incremento de los beneficios del Mercado Único para Eslovaquia. El euro ofrece un marco creíble para la estabilidad de precios y elimina la incertidumbre derivada de los tipos de cambio dentro de la zona del euro. Las ventajas que conlleva para Eslovaquia la adopción del euro ya se han materializado con la estabilidad de la corona eslovaca en los últimos meses, período en el que muchas economías en transición se estaban viendo afectadas por las turbulencias de los mercados financieros mundiales. Para poder aprovechar plenamente las ventajas del euro y permitir un eficiente funcionamiento de los mecanismos de ajuste dentro del área monetaria ampliada, Eslovaquia debería desplegar más esfuerzos para mantener una convergencia sostenible, reforzar la competitividad exterior y fortalecer la capacidad de resistencia de la economía. A corto plazo, tras la adopción del euro, la conversión de los precios a la moneda única no debería afectar al nivel de precios.

De cara al futuro, es importante que la economía eslovaca mantenga unos niveles sostenibles de convergencia económica. A pesar de la reciente desaceleración económica, las autoridades deberían seguir evitando incurrir en déficit excesivos y continuar con el proceso de saneamiento de las finanzas públicas, a fin de alcanzar lo antes posible su objetivo presupuestario a medio plazo. Es preciso mejorar en mayor medida el funcionamiento del mercado de trabajo eslovaco y adoptar las medidas necesarias para hacer frente a la elevada tasa de desempleo estructural. También es necesario mejorar aún más el clima empresarial para estimular el aumento de la productividad y mantener el atractivo del país para el capital extranjero. Asimismo, habrá que mantener en el futuro el entorno de baja inflación logrado recientemente. El desarrollo de este ambicioso programa de política económica es, junto con la política monetaria del BCE orientada a la estabilidad, el mejor medio de lograr un crecimiento económico sostenible, la creación de empleo y la cohesión social para Eslovaquia.

Por lo que respecta a las monedas de otros Estados miembros de la UE que no participan en el MTC II, el euro se ha apreciado de forma un tanto acusada frente a la libra esterlina desde finales de octubre del 2008. Tras la significativa relajación de la política monetaria por parte del Comité de Política Monetaria del Banco de Inglaterra a partir de noviembre, el euro alcanzó, a finales de diciembre, el nivel más alto observado desde su introducción. Entre finales de septiembre y el 30 de diciembre, el euro se apreció en torno a un 20% frente a la moneda británica. Sin embargo, aproximadamente un tercio de esta apreciación se revirtió en la primera quincena de enero, a pesar de que el Banco de Inglaterra redujera de nuevo los tipos de interés oficiales (en 50 puntos básicos) el 9 de enero. Durante el mismo período, el euro se apreció un 22% frente al zloty polaco y alrededor de un 14,5%, frente al forint húngaro y frente al leu rumano, como consecuencia de la inquietud de los mercados respecto a los factores de vulnerabilidad de los nuevos Estados miembros, dado que las turbulencias financieras parecen haber tenido un efecto cada vez más negativo sobre la actividad real a escala mundial. Por último, el euro se apreció alrededor de un 12% frente a la corona sueca.

OTRAS MONEDAS

La evolución de la volatilidad esperada de los tipos de cambio ha tenido un efecto significativo sobre el tipo de cambio del euro frente al franco suizo, en la medida en que ha reducido el papel de este último como moneda de financiación en las operaciones de *carry trade*. Además, la moneda suiza podría haber servido de refugio seguro en el contexto de las turbulencias financieras. Como resultado, entre finales de septiembre del 2008 y el 14 de enero del 2009, el euro se depreció frente al franco suizo en torno a un 6,5%.

5.2 BALANZA DE PAGOS

La balanza por cuenta corriente acumulada de doce meses hasta octubre del 2008 registró un déficit de 42,5 mm de euros (0,5% del PIB), frente al superávit de 48,9 mm de euros contabilizado un año antes. Este cambio de signo refleja, en gran medida, un descenso del superávit de la balanza de bienes y un incremento del déficit de la balanza de transferencias corrientes. En la cuenta financiera, el agregado de inversiones directas y de cartera registró entradas netas acumuladas por importe de 4,7 mm de euros en el periodo de doce meses transcurrido hasta octubre del 2008, frente a unas entradas netas de 123,2 mm de euros un año antes. Este cambio de signo tuvo su origen, principalmente, en un descenso de las compras netas de valores de la zona del euro realizadas por inversores no residentes en la zona.

COMERCIO Y BALANZA POR CUENTA CORRIENTE

Tras aumentar de forma sostenida desde junio del 2008, la balanza por cuenta corriente acumulada de doce meses registraba, en octubre del 2008, un déficit de 42,5 mm de euros (en cifras desestacionalizadas y ajustadas por días laborables), equivalente al 0,5% del PIB, frente al superávit de 48,9 mm de euros contabilizado un año antes. Este cambio de signo de superávit a déficit tuvo su origen, básicamente, en una acusada contracción del superávit de la balanza de bienes (véase gráfico 35) de 62,2 mm de euros en el periodo de doce meses transcurrido hasta octubre del 2008, atribuible principalmente a un aumento de los precios de importación, combinado con un debilitamiento de las exportaciones.

En septiembre y octubre del 2008, las exportaciones y las importaciones registraron, en términos nominales, un crecimiento intermensual negativo. Como resultado, en los tres meses transcurridos hasta octubre, el crecimiento de las importaciones nominales de bienes se redujo hasta el 0,7%, desde el 3,2% observado en los tres meses transcurridos hasta julio (véase cuadro 7). Por su parte, el crecimiento de las exportaciones nominales se tornó negativo (-0,2%) en los tres meses transcurridos hasta octubre, tras el moderado aumento (0,2%) registrado en los tres meses transcurridos hasta julio.

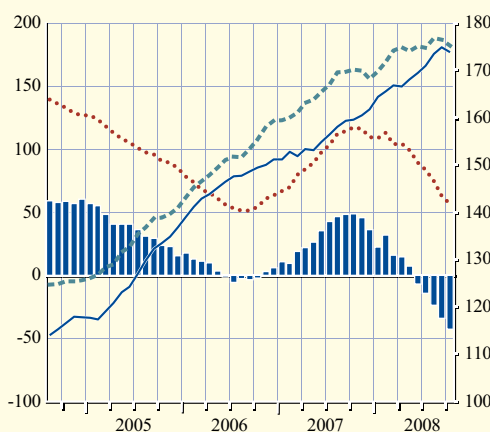
La desagregación del comercio de bienes por volúmenes y precios, disponible hasta septiembre del 2008, sugiere un incremento sostenido de los precios de importación desde el último trimestre del 2007. Mientras que el crecimiento de los precios de importación experimentó últimamente una ligera desaceleración, debido a la caída de los precios del petróleo, en cifras acumuladas de doce meses, el acusado crecimiento de las importaciones en términos nominales todavía es atribuible al incremento de los precios del petróleo y de otras materias primas. Más concretamente, en cifras acumuladas de doce meses, el déficit del comercio de petróleo ascendía a 225,68 mm de euros en septiembre del 2008.

Las tasas de crecimiento intertrimestral, tanto de las exportaciones como de las importaciones en términos reales, registran cifras negativas, debido a la caída de la demanda exterior y de la producción

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

(mm de euros; datos mensuales; datos desestacionalizados)

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



Fuente: BCE.

industrial de la zona del euro y, posiblemente, a un deterioro de la financiación del comercio a escala mundial. En septiembre del 2008, las exportaciones reales de la zona del euro a Estados Unidos y a otros países de la OCDE, así como a China y a los Estados miembros que se han incorporado a la Unión Europea desde el 2004, se redujeron en comparación con el trimestre anterior. Al mismo tiempo, el crecimiento de las exportaciones reales a los países de la OPEP siguió siendo bastante robusto, como consecuencia del sólido crecimiento económico registrado en esos países y de los efectos riqueza derivados de los ingresos del petróleo. En los tres meses transcurridos hasta septiembre del 2008, las caídas más significativas de las exportaciones y las importaciones reales se observaron en las rúbricas de bienes intermedios y de consumo.

Por lo que respecta a otras partidas de la balanza por cuenta corriente, en cifras acumuladas de doce meses, el superávit de la balanza de servicios ascendió a 53 mm de euros en octubre del 2008, lo que representa un aumento respecto a los 51,6 mm de euros contabilizados un año antes. Al mismo tiempo, la balanza de rentas experimentó un deterioro de 23,3 mm de euros, pasando de un superávit de 14,8 mm de euros los doce meses transcurridos hasta octubre del 2007 a un déficit de 8,5 mm de euros en el período de doce meses que finalizó en octubre del 2008. Este cambio de signo tuvo su origen en un aumento de los pagos por rentas a no residentes en la zona del euro. Por último, el déficit de la balanza de transferencias corrientes aumentó, en cifras acumuladas de doce meses, de 83,6 mm de euros en octubre del 2007 a 90,9 mm de euros en octubre del 2008.

CUENTA FINANCIERA

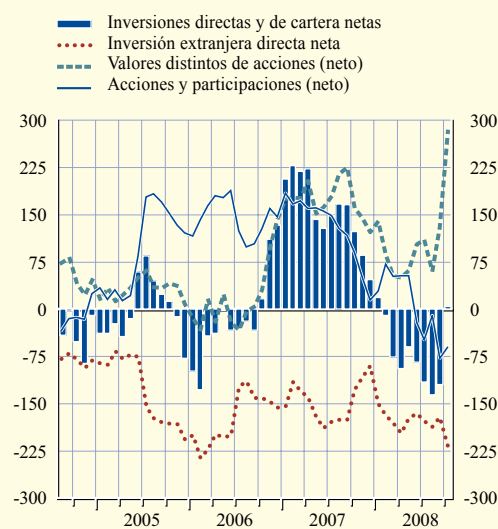
En el período de tres meses transcurrido hasta octubre del 2008, el agregado de inversiones directas y de cartera de la zona del euro registró, en promedio, entradas netas mensuales por importe de 32,5 mm de euros, como resultado de las entradas netas de instrumentos del mercado monetario y, en menor medida, de las entradas netas de bonos y obligaciones, que se contrarrestaron, en parte, con salidas netas de inversión directa extranjera y de valores de renta variable.

Los datos de balanza de pagos más recientes muestran que las entradas netas de instrumentos del mercado monetario han aumentado de forma acusada en los últimos meses, como consecuencia de las entradas tanto de activos como de pasivos. Las entradas netas de instrumentos del mercado monetario ascendieron a 70,8 mm de euros en septiembre del 2008 y a 109 mm de euros en octubre del mismo año (véase cuadro 7), las cifras más altas registradas desde 1999. Por su parte, las entradas netas de bonos y obligaciones se redujeron durante el mismo período.

Desde una perspectiva de más largo plazo, el agregado de inversiones directas y de cartera registró entradas netas por importe de 4,7 mm de euros en el período de doce meses transcurrido hasta octubre del 2008, frente a las entradas netas de 123,2 mm de euros contabilizadas un año antes (véase gráfico 36).

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

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



Fuente: BCE.

Cuadro 7 Principales partidas de la balanza de pagos de la zona del euro

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

			Media móvil de tres meses Período que finalizó en				Acumulado de 12 meses Período que finalizó en	
	2008 Sep	2008 Oct	2008 Ene	2008 Abr	2008 Jul	2008 Oct	2007 Oct	2008 Oct
<i>mm de euros</i>								
Cuenta corriente	-8,8	-6,4	-3,9	0,6	-4,0	-6,9	48,9	-42,5
Bienes	-4,7	1,0	0,6	3,2	-0,6	-1,9	66,1	3,9
Exportaciones	131,6	130,5	128,0	133,0	133,3	133,0	1.500,6	1.582,1
Importaciones	136,3	129,5	127,4	129,8	133,9	134,9	1.434,5	1.578,2
Servicios	2,4	2,8	4,8	5,2	4,4	3,3	51,6	53,0
Exportaciones	42,0	41,9	41,9	42,0	41,5	42,3	479,7	503,2
Importaciones	39,6	39,1	37,1	36,8	37,1	39,0	428,1	450,2
Rentas	0,0	-0,4	-0,8	-0,6	-0,9	-0,6	14,8	-8,5
Transferencias corrientes	-6,6	-9,7	-8,5	-7,2	-6,9	-7,7	-83,6	-90,9
Cuenta financiera ¹⁾	-5,8	75,3	-7,0	6,6	17,2	13,3	19,5	90,5
Total inversiones directas y de cartera netas	26,0	107,6	-12,4	-22,4	1,2	35,2	123,2	4,7
Inversiones directas netas	-18,5	-14,1	-23,6	-21,8	-13,0	-14,1	-127,6	-217,5
Inversiones de cartera netas	44,5	121,7	11,2	-0,6	14,1	49,3	250,8	222,3
Acciones y participaciones	-62,9	5,3	1,1	4,5	-5,7	-19,8	89,8	-59,7
Valores distintos de acciones	107,4	116,4	10,1	-5,1	19,9	69,1	161,0	281,9
Bonos y obligaciones	36,7	7,4	20,6	2,8	22,4	20,6	223,8	199,3
Instrumentos del mercado monetario	70,8	109,0	-10,5	-7,9	-2,6	48,5	-62,7	82,6
<i>variaciones porcentuales sobre el período anterior</i>								
Bienes y servicios								
Exportaciones	-3,6	-0,7	-0,2	3,0	-0,1	0,3	10,3	5,3
Importaciones	-0,7	-4,1	3,0	1,3	2,7	1,7	7,0	8,9
Bienes								
Exportaciones	-4,0	-0,9	-0,5	3,9	0,2	-0,2	10,2	5,4
Importaciones	-1,9	-5,0	3,8	1,9	3,2	0,7	6,2	10,0
Servicios								
Exportaciones	-2,3	-0,3	0,8	0,1	-1,2	2,0	10,5	4,9
Importaciones	3,4	-1,1	0,4	-0,7	0,8	5,0	9,9	5,2

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.

Este descenso de los flujos financieros netos tuvo, en gran medida, su origen en la acusada desinversión en valores de la zona del euro por parte de los inversores no residentes, como consecuencia de las turbulencias financieras. Los inversores internacionales retiraron fondos invertidos en acciones y participaciones de la zona del euro debido al deterioro de las perspectivas de beneficio de las empresas de la OCDE, pero también —según los informes de los mercados— porque los participantes en los mercados esperaban una depreciación del euro. En el período de doce meses transcurrido hasta octubre del 2008, las inversiones directas y los valores de renta variable registraron salidas netas de 217,5 mm de euros y de 59,7 mm de euros, respectivamente. Por el contrario, las entradas netas de bonos y obligaciones ascendieron a 199,3 mm de euros, mientras que las entradas netas de instrumentos del mercado monetario totalizaron 82,6 mm de euros (véase cuadro 7). La mayor aversión al riesgo y el aumento de las necesidades de liquidez y de los diferenciales de tipos de interés a corto plazo podrían haber contribuido a esta evolución de la situación.