

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

La economía mundial está atravesando una severa recesión. El impacto notablemente negativo de las turbulencias financieras en la actividad económica real se ha visto agravado por una fuerte contracción del comercio internacional. Al mismo tiempo, las presiones inflacionistas a escala mundial continúan reduciéndose, debido, sobre todo, al descenso de los precios de las materias primas, pero también a la débil situación de los mercados laborales y a la atonía de la demanda mundial. Las perspectivas de crecimiento de la economía mundial siguen siendo muy inciertas y los riesgos se sitúan, claramente, a la baja.

I.1 EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

La economía mundial está atravesando una severa recesión. El impacto notablemente negativo de las turbulencias financieras en la actividad económica real se ha visto agravado por una fuerte contracción del comercio internacional. En enero del 2009, el índice general de directores de compras (PMI, en sus siglas en inglés) se mantuvo muy por debajo del umbral que separa la contracción de la expansión y próximo al nivel más bajo registrado desde que se inició la encuesta en 1998. La debilidad de la situación económica mundial en enero se debía, principalmente a la evolución del sector manufacturero, ya que la demanda mundial de productos manufacturados experimentó una nueva caída.

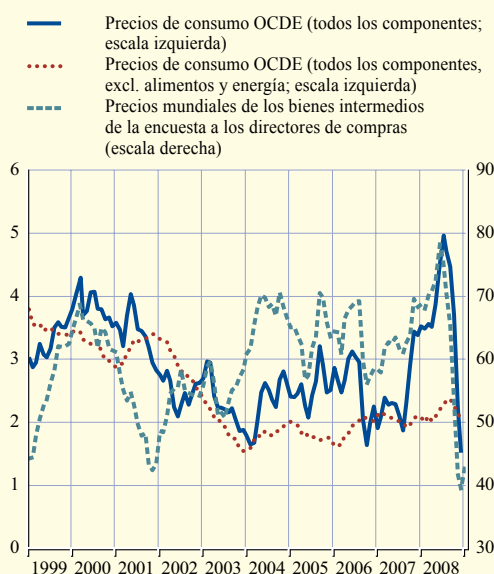
Las presiones inflacionistas a escala mundial continúan reduciéndose, debido, sobre todo, al descenso de los precios de las materias primas, pero también a la débil situación de los mercados laborales y a la atonía de la demanda mundial. En los países de la OCDE, los precios de consumo aumentaron un 1,5% en el año transcurrido hasta diciembre del 2008, en comparación con un 2,2% en el mes anterior. Excluidos los alimentos y la energía, la inflación, medida por los precios de consumo, fue del 2% en el año transcurrido hasta diciembre, frente a un 2,2% en los doce meses transcurridos hasta noviembre. El índice general de directores de compras sobre los precios de los consumos intermedios apunta a una nueva caída de los costes medios de dichos consumos en enero (véase gráfico 1).

ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos, la economía experimentó un debilitamiento generalizado de la actividad en el último trimestre del 2008 en un clima de señales claras de profundización de la recesión. De acuerdo con las estimaciones preliminares de la Oficina de Análisis Económico, la contracción del PIB real, en cifras anualizadas, fue del 3,8%, frente a la contracción del 0,5% registrada en el tercer trimestre. La caída de la demanda interna final se acentuó, mientras que el impacto del comercio —uno de los principales factores que contribuyeron al crecimiento en trimestres anteriores— fue, en general, neutral, ya que el descenso de la demanda exterior dio lugar a una acusada caída de las exportaciones. El consumo personal siguió contrayéndose a un ritmo rápido (–3,5% en cifras anualizadas) como consecuencia de un fuerte retroceso de la demanda de bienes de consumo duradero, que se ha visto afectada por la escasa

Gráfico I Evolución de los precios internacionales

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



Fuentes: OCDE y Markit.

confianza de los consumidores, la reducción de la riqueza y la fragilidad del mercado de trabajo. La inversión privada en capital fijo fue otro lastre importante para el crecimiento del PIB, ya que la contracción tanto de la inversión en bienes de equipo y software como de la inversión residencial aumentó en comparación con el trimestre anterior. La contribución positiva de las existencias (1,3 puntos porcentuales) limitó la caída del PIB.

Por lo que respecta a la evolución de los precios, la inflación interanual medida por el IPC se redujo hasta el 0,1% en diciembre del 2008, frente a la media del 3,8% registrada para el año. La desaceleración de los precios refleja la rápida reducción de los costes de la energía, que fue especialmente acusada en el último trimestre del 2008, así como una creciente atonía de la economía y efectos de base. La tasa de inflación interanual, excluidos los alimentos y la energía se redujo de nuevo, hasta el 1,8% en diciembre, frente a la media del 2,3% registrada para el año.

El 28 de enero de 2009, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal decidió mantener sin variación, en una banda del 0% al 0,25%, el tipo de interés fijado como objetivo para los fondos federales. El Comité señaló que estaba dispuesto a seguir recurriendo, incluso con más intensidad, a medidas no convencionales para apoyar el funcionamiento de los mercados financieros y estimular la economía.

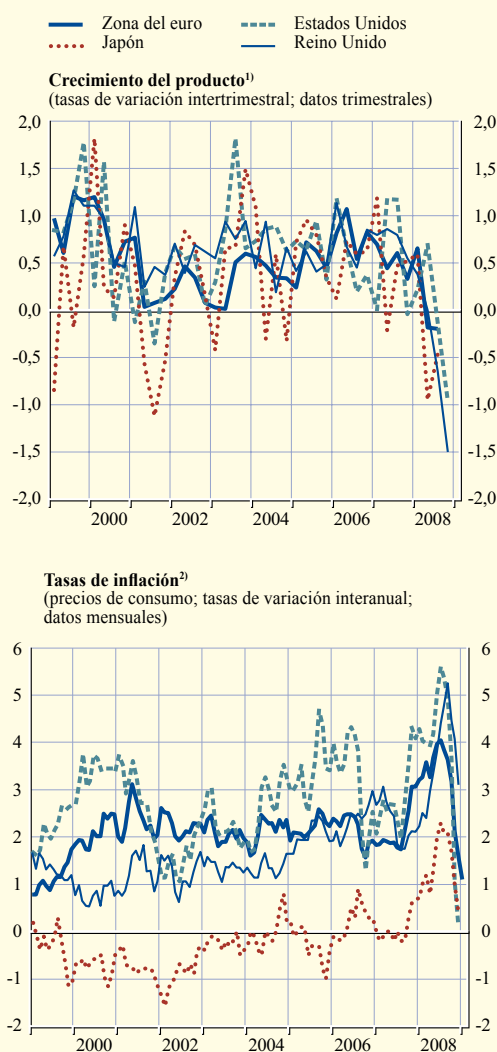
JAPÓN

En Japón, la actividad económica ha experimentado recientemente un fuerte retroceso, mientras que la inflación continúa su tendencia descendente. En diciembre del 2008, la producción industrial registró una caída intermensual récord, que siguió al anterior récord observado en noviembre.

Las exportaciones también se han contraído de forma acusada, registrando una caída sin precedentes en diciembre. Además, se ha reducido la inversión empresarial, y también el consumo privado como consecuencia del debilitamiento del mercado de trabajo.

La inflación, medida por los precios de consumo, siguió reduciéndose en diciembre. Como consecuencia de la moderación de los precios de la energía y de un aumento de la brecha de producción, la inflación interanual, medida por el IPC, descendió hasta el 0,4%, desde el 1% registrado en noviembre. Excluidos los alimentos y la energía, la inflación interanual, medida por el IPC, se mantuvo en el 0% en diciembre.

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.

En su reunión de 22 de enero de 2008, el Banco de Japón decidió mantener sin variación, en el 0,1%, el objetivo para el tipo de interés de los préstamos a un día sin garantía.

REINO UNIDO

En el Reino Unido, el PIB real registró un descenso del 1,5%, en tasa intertrimestral, en el cuarto trimestre del 2008, según la estimación provisional de la Oficina de Estadísticas Nacionales. El descenso fue generalizado en todos los componentes de la demanda, pero reflejó, en particular, una contracción de la demanda interna. Los indicadores de confianza sugieren que el producto probablemente se reducirá aún más en los próximos trimestres. Al mismo tiempo, continuó la corrección en el mercado de la vivienda, con una bajada de los precios de un 16,2% en tasa interanual en diciembre, según el índice *Halifax* de precios de la vivienda. Por lo que respecta a la situación de los mercados de crédito, la encuesta del Banco de Inglaterra (publicada el 2 de enero de 2009) sugiere que se ha producido un endurecimiento de la oferta de crédito y un descenso de la demanda. La inflación interanual, medida por el IAPC, descendió de nuevo, hasta el 3,1% en diciembre (desde el 4,1% registrado en noviembre), como consecuencia del impacto de una reducción transitoria de la tasa estándar del IVA y de la bajada de los precios de las materias primas.

El 8 de enero de 2009, el Comité de Política Monetaria del Banco de Inglaterra decidió recortar su principal tipo de interés oficial en 50 puntos básicos hasta el 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 han venido acompañadas de un descenso de la inflación.

En Suecia, el PIB se contrajo, por segundo trimestre consecutivo, un 0,1% en tasa intertrimestral en el tercer trimestre del 2008, debido a la situación financiera más restrictiva, al debilitamiento de la demanda exterior y a una mayor cautela por parte de los hogares. Estos factores también moderaron la actividad económica en Dinamarca, que registró una contracción del producto del 0,4% en el tercer trimestre tras un aumento del 0,4% en el segundo trimestre. Los indicadores de actividad a corto plazo apuntan a un nuevo debilitamiento de la actividad económica en ambos países, en los que la inflación, medida por el IAPC, siguió reduciéndose tras alcanzar un máximo a finales del verano. En Suecia, descendió hasta el 2,1% en diciembre; en Dinamarca hasta el 2,4%. El 15 de enero de 2009, el Danmarks Nationalbank redujo sus principales tipos de interés oficiales en 75 puntos básicos, hasta el 2,75%.

En los países más grandes de la UE de Europa central y oriental comenzaron a observarse indicios de debilitamiento de la actividad económica en el segundo semestre del 2008. En Hungría, los datos sobre el PIB, correspondientes al tercer trimestre, indican que la economía se contrajo un 0,1% en tasa intertrimestral. En la República Checa y Polonia, el crecimiento del PIB real se redujo ligeramente en el tercer trimestre, hasta el 0,9% y el 1,2%, respectivamente. Los indicadores a corto plazo apuntan a nueva reducción del crecimiento en ambos países. En Rumanía, el crecimiento del PIB real siguió siendo sólido en el tercer trimestre (debido, en parte, a una abundante cosecha en el sector agrícola), pero los indicadores de corto plazo sugieren un acusado descenso en los meses más recientes. Las perspectivas macroeconómicas han empeorado notablemente en los últimos meses en estos cuatro países como consecuencia del aumento de la aversión al riesgo hacia la región, del endurecimiento de las condiciones de financiación y de la contracción del comercio internacional. Las tasas de inflación interanuales se han reducido en diciembre, hasta el 6,4% en Rumanía, el 3,4% en Hungría y el 3,3% en la República Checa y Polonia. La moderación de la inflación, medida por el IAPC, refleja principalmente el descenso de los precios de los alimentos y la energía, así como un debilitamiento de la actividad económica. El 19 de enero de 2009, el Magyar Nemzeti Bank redujo su principal tipo de interés oficial en 50 puntos

básicos, hasta el 9,5%. El 27 de enero, el Narodowy Bank Polski decidió rebajar su principal tipo de interés oficial en 75 puntos básicos, hasta el 4,25%.

ECONOMÍAS EMERGENTES DE ASIA

La actividad económica ha seguido desacelerándose en las economías emergentes de Asia como consecuencia del fuerte y sincronizado retroceso de la demanda exterior, que ha afectado especialmente a las exportaciones y a la producción industrial. La demanda interna también se ha debilitado en muchos países de la región y han aumentado las tasas de paro. La inflación, medida por los precios de consumo, se ha reducido aún más, lo que ha permitido a varios bancos centrales aplicar una política monetaria menos restrictiva.

En China, la economía experimentó una acusada recesión en el último trimestre del 2008, cuando la tasa de crecimiento interanual del PIB real cayó hasta el 6,8% desde el 9% registrado en el tercer trimestre, con lo que el crecimiento del PIB durante el 2008 se situó en el 9%. Los principales factores determinantes de la desaceleración del PIB fueron el descenso de la demanda exterior y la contracción del sector inmobiliario nacional. El debilitamiento de las exportaciones también ha contribuido a la reducción de los beneficios en el sector industrial. En diciembre, la inflación interanual, medida por el IPC, descendió de nuevo, hasta el 1,2%, desde el 2,4% de noviembre, mientras que los precios industriales se situaron un 1,2% por debajo del nivel registrado un año antes. Las tasas de crecimiento interanual del agregado monetario M2 y de los préstamos bancarios aumentaron hasta el 17,8% y el 18,8%, respectivamente, en diciembre, desde el 14,8% y el 15,4%, observados en noviembre.

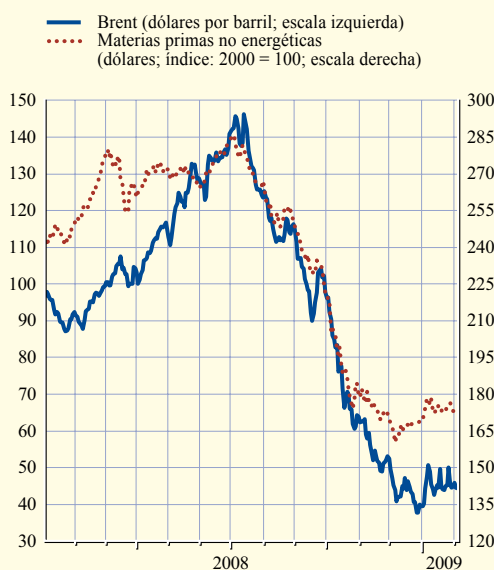
AMÉRICA LATINA

La actividad económica ha seguido desacelerándose en la mayoría de los países de América Latina, al tiempo que persisten las presiones inflacionistas. En Brasil, la producción industrial se redujo, en noviembre del 2008, un 6,2% en tasa interanual, mientras que la inflación, medida por el IPC, se mantuvo en un nivel elevado del 6,4%, el mismo que en el mes anterior. En Argentina, la producción industrial creció un 2,6% en diciembre, mientras que la inflación interanual se situó en el 7,2%. En México, continuó la contracción de la actividad económica, con una caída de la producción industrial del 5,4% en noviembre en comparación con un año antes, tras haberse reducido un 2,4% en octubre. No obstante, el IPC interanual siguió siendo elevado, aumentando hasta el 6,5% en diciembre desde el 6,2% observado en noviembre.

1.2 MERCADOS DE MATERIAS PRIMAS

Los precios del petróleo se recuperaron en enero del 2009. El 4 de febrero, el precio del barril se situaba en 44,3 dólares estadounidenses, aproximadamente un 12% por encima del nivel registrado a principios del 2009 (en euros, el incremento es de alrededor del 22%). A medio plazo, los participantes en el mercado

Gráfico 3 Principales indicadores de los mercados de materias primas



Fuentes: Bloomberg y HWWI.

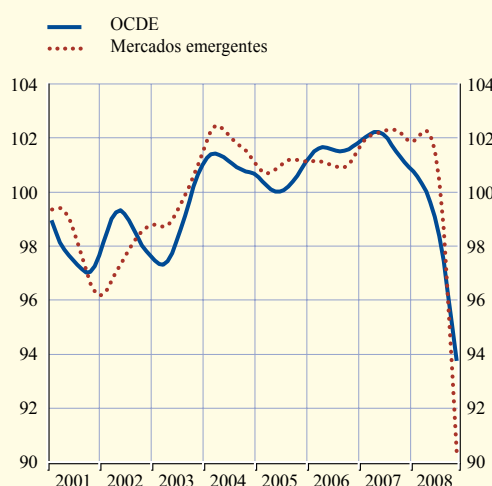
esperan una subida de los precios, negociándose actualmente los futuros con entrega en diciembre del 2009 a unos 54 dólares estadounidenses.

La recuperación se ha producido, principalmente, como resultado de factores relacionados con la oferta. Se han comenzado a observar indicios de que los países miembros de la OPEP están llevando a cabo los recortes acordados: los datos sobre la oferta de crudo correspondientes a diciembre indican una reducción de alrededor de un millón de barriles al día respecto a las cifras de septiembre. Sin embargo, desde la perspectiva de la demanda, la Agencia Internacional de la Energía, en su informe más reciente, revisaba considerablemente a la baja las perspectivas de la demanda de petróleo para el 2009, proyectándose reducciones significativas tanto en los países de la OCDE como en los que no pertenecen a esta organización.

Los precios de las materias primas no energéticas aumentaron ligeramente en enero del 2009. Los precios de los metales mostraron señales de recuperación, pero siguieron siendo propensos a las presiones a la baja como resultado de la desaceleración de la economía mundial, siendo los precios del aluminio especialmente sensibles a esta tendencia. Los precios de las materias primas alimenticias han fluctuado dentro de intervalos estrechos. En términos agregados, el índice de precios de las materias primas no energéticas (denominado en dólares estadounidenses) se situaba, a finales de enero, aproximadamente un 28% por debajo del nivel observado un año antes.

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.

1.3 PERSPECTIVAS DEL ENTORNO EXTERIOR

Las perspectivas de la demanda exterior de bienes y servicios de la zona del euro han experimentado un considerable deterioro. Al extenderse cada vez más a las economías emergentes la recesión que afecta a las economías industrializadas, el comercio internacional ha registrado una notable contracción en el último trimestre del 2008. El indicador sintético adelantado de la OCDE correspondiente a noviembre sugiere que se producirán fuertes desaceleraciones en todas las grandes economías industrializadas, así como en las principales economías no pertenecientes a la OCDE, especialmente en China, India y Rusia.

El grado de incertidumbre que rodea a las perspectivas de la economía mundial es excepcionalmente alto, sobre todo por el aumento de la volatilidad en los mercados financieros (véase el recuadro 6 de la sección 5, titulado «Reciente y excepcional aumento de la volatilidad de los tipos de cambio»). En conjunto, los riesgos para el crecimiento se sitúan claramente a la baja y están relacionados, principalmente, con la posibilidad de que las turbulencias que afectan a los mercados financieros tengan un impacto más significativo sobre la economía real. La profundidad y la duración de la recesión económica mundial dependerán, esencialmente, de la celeridad con que pueda resolverse la crisis financiera. Otros riesgos están relacionados con la preocupación por la aparición e intensificación de las presiones proteccionistas y con la posibilidad de que se produzca una evolución desordenada como consecuencia de los desequilibrios mundiales.

2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

2.1 DINERO Y CRÉDITO DE LAS IFM

Los datos monetarios correspondientes a diciembre del 2008 confirman la moderación actual del crecimiento del agregado monetario amplio y del crédito. Las intensificación de las tensiones en el sistema financiero siguen siendo evidentes en determinadas posiciones del balance de las IFM, como por ejemplo en los valores distintos de acciones, que registraron emisiones netas negativas, y en la transformación de préstamos en valores mediante operaciones de titulización. La eliminación de préstamos del balance a gran escala que se está produciendo en el contexto de estas operaciones tiene un efecto estadístico a la baja sobre los préstamos al sector privado. No obstante, incluso teniendo en cuenta este efecto, los flujos de financiación todavía fueron relativamente moderados en diciembre, particularmente en el caso de las sociedades no financieras. Parece que la moderación observada en la evolución de los préstamos se debe principalmente a la desaceleración de la actividad económica real, si bien los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios sugieren que factores de oferta también pueden haber influido.

EL AGREGADO MONETARIO AMPLIO M3

La evolución observada en diciembre del 2008 apunta a una nueva moderación de la expansión monetaria. Ese mes, la tasa de crecimiento interanual de M3 se redujo hasta el 7,3%, desde el 7,7% de noviembre. La tasa de crecimiento de tres meses anualizada disminuyó hasta situarse en niveles ligeramente por debajo de los registrados antes de la intensificación de las perturbaciones financieras en septiembre (véase gráfico 5). Esta reducción tiene su origen en la moderación de la tasa de crecimiento intermensual observada en diciembre, mes en que se situó en el 0,2%. No obstante, es necesaria cierta cautela al interpretar la evolución monetaria al final del año, ya que la intensificación de las turbulencias financieras puede haber dado lugar a consideraciones contables que no quedan reflejadas en los ajustes estacionales.

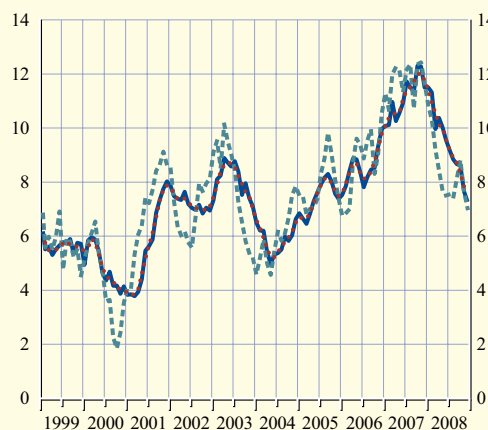
Los datos monetarios correspondientes a diciembre apuntan a la continuación de las considerables tensiones observadas en el sistema financiero tras la intensificación de las turbulencias a mediados de septiembre. Esto es evidente, por ejemplo, en la emisión neta negativa de valores distintos de acciones por parte de las IFM y en su incapacidad para vender estos valores al sector tenedor de dinero o a no residentes. Además, las IFM continuaron haciendo más líquidos sus activos dando de baja préstamos, eliminándolos con ello del balance, con el fin de transformarlos en valores ajenos a este sector. Posteriormente, las IFM recompraron estos valores. Al final del año 2008 se estaban llevando a cabo numerosas operaciones de titulización.

Los datos monetarios correspondientes a diciembre muestran también un nuevo descenso de la tasa de crecimiento de los préstamos de las IFM al sector privado no financiero. Ciertamente, por primera vez desde el comienzo de las turbulencias financieras, los datos muestran un flujo neto negativo de presta-

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.

mos de las IFM al sector privado, principalmente a las sociedades no financieras, incluso después de corregirlos por el impacto a la baja de las operaciones de titulización. La moderada evolución de los préstamos parece reflejar básicamente la desaceleración de la actividad económica real, si bien los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios sugieren que factores de oferta también pueden haber desempeñado un papel.

Las estadísticas monetarias de Eslovaquia se incluirán por primera vez en los agregados de la zona del euro de enero del 2009 (véase el recuadro a continuación).

Recuadro 1

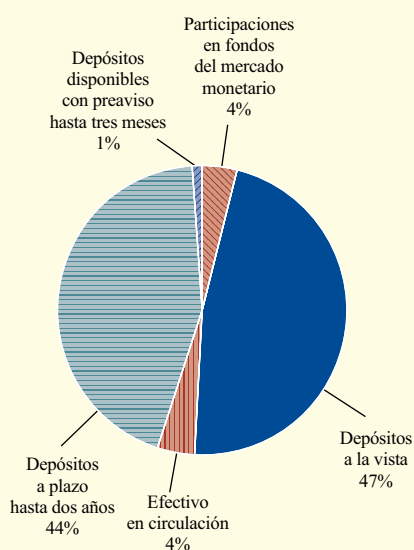
EL SECTOR IFM ESLOVACO Y SU EFECTO EN LAS ESTADÍSTICAS MONETARIAS DE LA ZONA DEL EURO

El 1 de enero de 2009, Eslovaquia adoptó el euro, con lo que el número de países de la zona del euro pasó de quince a dieciséis. Las estadísticas monetarias de Eslovaquia se incluirán por primera vez en los agregados de la zona del euro para enero, que se publicarán el 26 de febrero de 2009 y se presentarán en el Boletín Mensual de marzo del 2009¹. En este recuadro se ponen de relieve algunas características de los balances de las IFM residentes en Eslovaquia², que forman la base de la contribución eslovaca a las estadísticas monetarias de la zona del euro.

- 1 En el caso de las estadísticas monetarias, la serie de la zona del euro abarca a todos aquellos Estados miembros que habían adoptado el euro en el momento al que se refieren las estadísticas. Este enfoque, que también se aplica a las estadísticas de tipos de interés de las IFM y del IAPC, difiere del que se aplica a todos los demás conjuntos de datos, como el PIB, en cuyo caso los datos se refieren a la última composición de la zona del euro para toda la serie temporal.
- 2 Para más información sobre la metodología adoptada en las estadísticas de balance de las IFM en lo que se refiere a la ampliación de la zona del euro, véase el recuadro 1 del Boletín Mensual de septiembre del 2007, titulado «Repercusiones de la incorporación de Eslovenia a la zona del euro en las estadísticas monetarias». Véase también la sección titulada «Notas Generales» del Boletín Mensual.

Gráfico A Composición de M3 en Eslovaquia

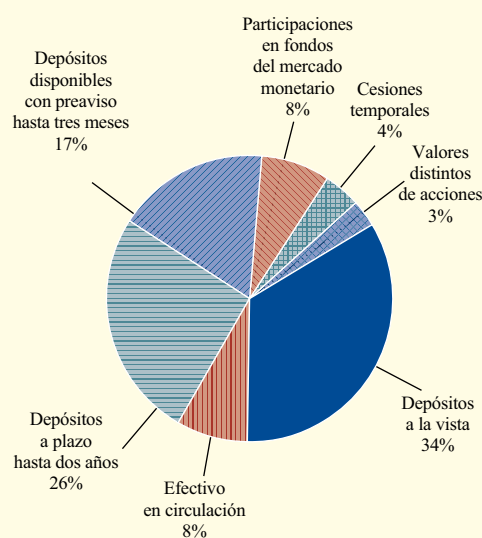
(en porcentaje; diciembre del 2008)



Fuente: BCE.

Gráfico B Composición de M3 en la zona del euro

(en porcentaje; diciembre del 2008)



Fuente: BCE.

Características más relevantes del sector IFM en Eslovaquia

A finales de diciembre del 2008 había en Eslovaquia 40 IFM residentes, de las que 26 eran entidades de crédito, 13, fondos del mercado monetario, y la restante, el Banco Central de Eslovaquia —Národná banka Slovenska—. Ese mismo mes, había en la zona del euro un total de 8.310 IFM residentes (excluida Eslovaquia): 6.570 entidades de crédito, 1,721 fondos del mercado monetario, 15 BCN y el BCE³. El balance agregado de las IFM eslovacas se cifraba en 80 mm de euros a finales de diciembre del 2008, lo que supone en torno al 0,2% del balance agregado de las IFM de la zona del euro ampliada.

Según los cálculos del BCE, la contribución de Eslovaquia al agregado M3 de la zona del euro en diciembre del 2008 habría ascendido a 37 mm de euros. En ese mes, los depósitos suponían el 92% del agregado M3 eslovaco. Los depósitos a la vista y los depósitos a plazo hasta dos años (es decir, los depósitos a corto plazo) representaban los porcentajes más elevados: un 47% y un 44%, respectivamente, del agregado M3 eslovaco, mientras que los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses representaban solamente el 1% (véase gráfico A). Esta desagregación es distinta de la del agregado M3 de la zona del euro (excluida Eslovaquia), pues el total de depósitos, excluidas las cesiones temporales, representaban el 77% de M3 de la zona del euro, con contribuciones más reducidas de los depósitos a la vista y de los depósitos a plazo hasta dos años (véase gráfico B). Las tenencias de participaciones en fondos del mercado monetario suponían el 4% del agregado M3 en Eslovaquia, mientras que ascendía al 8% en la zona del euro. Las tenencias de valores distintos de acciones a corto plazo y las cesiones temporales, que en la zona del euro representaban el 3% y el 4% de M3, respectivamente, eran insignificantes en Eslovaquia.

En cuanto a las contrapartidas de M3, el valor de los pasivos a plazo más largo de las IFM eslovacas era algo inferior a 2,5 mm de euros en diciembre del 2008, mientras que, en el lado del activo del balance, el saldo vivo de los préstamos de las IFM al sector privado se cifraba en 30 mm de euros. Si se considera por sectores, 15 mm de euros se habían concedido a las sociedades no financieras, 13 mm de euros, a los hogares, y 2 mm de euros, a los otros intermediarios financieros.

Las estadísticas del balance de las IFM de la zona del euro incluyen los datos de aquellos Estados miembros de la UE que, en el mes de referencia, ya habían introducido el euro. Así, a partir de enero del 2009 tanto el valor nominal como las tasas de crecimiento incluirán los 16 países que pertenecen ahora a la zona del euro⁴. La contribución de Eslovaquia al agregado M3 de la zona del euro en diciembre del 2008 se habría situado en torno al 0,4%. En general, dado el tamaño de la contribución, la integración de Eslovaquia en enero del 2009 no afectará de modo significativo a la dinámica de las estadísticas de M3 de la zona del euro.

3 Para una panorámica de la evolución del sector IFM en la UE, véase, por ejemplo, <http://www.ecb.europa.eu/stats/money/mfi/statrep/html/index.en.html>.

4 Para evitar rupturas en las estadísticas, la inclusión de nuevos países se trata como una reclasificación, es decir, se corrige en los datos de operaciones, y, por lo tanto, también en las tasas de crecimiento. Para más detalles, véase, por ejemplo, el Anexo III del «Handbook for the compilation of flows statistics on the MFI balance sheet» (<http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/handbookcompilationflowstatisticsmfi-balance200602en.pdf>).

PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

La moderación observada en el crecimiento interanual de M3 en diciembre del 2008 estuvo impulsada por la menor contribución de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista, que compensó con creces el aumento de las contribuciones de M1 y de los instrumentos negociables.

La tasa de crecimiento interanual de M1 aumentó hasta el 3,2% en diciembre, desde el 2,2% de noviembre, como consecuencia de la sólida evolución de sus dos subcomponentes (véase cuadro 1). En cuanto al efectivo en circulación, el crecimiento intermensual de diciembre confirma la normalización observada en noviembre. Al mismo tiempo, el incremento de la demanda de efectivo registrada en octubre todavía no se ha corregido, lo que confirma la valoración anterior de que esto puede deberse, en gran medida, a la demanda de no residentes.

En cuanto a los depósitos a la vista, tras las considerables salidas del mes anterior, en diciembre volvieron a observarse flujos de entrada en este componente. En consecuencia, la tasa de crecimiento interanual se recuperó hasta situarse en el 1,2% desde el 0,1% de noviembre. Los desplazamientos observados desde los depósitos a plazo hasta dos años (es decir, depósitos a corto plazo) hacia los depósitos a la vista afectaron principalmente a los intermediarios financieros no monetarios distintos de las empresas de seguros y los fondos de pensiones, y pueden haber sido provocados por el deseo de mantener activos líquidos a principios de año.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista disminuyó sensiblemente en diciembre, hasta el 13,3%, desde el 16% de noviembre, reflejando la evolución divergente de sus subcomponentes. Pese a haberse mantenido en niveles muy elevados, la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo se redujo considerablemente en diciembre, hasta el 23,2%, desde el 29,3% de los dos meses anteriores. La tasa de crecimiento interanual de los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses (depósitos de ahorro a corto plazo) fue ligeramente positiva

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					
		2008 I	2008 II	2008 III	2008 IV	2008 Nov	2008 Dic
M1	42,4	3,8	2,3	0,6	2,7	2,2	3,2
Efectivo en circulación	7,6	7,8	7,8	7,5	12,4	13,5	13,4
Depósitos a la vista	34,8	3,0	1,2	-0,7	0,8	0,1	1,2
M2 - M1 (= otros depósitos a corto plazo)	42,9	18,4	19,3	18,9	15,7	16,0	13,3
Depósitos a plazo hasta dos años	26,4	41,4	40,4	37,6	29,0	29,3	23,2
Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses	16,6	-3,3	-2,3	-2,0	-0,9	-0,7	0,6
M2	85,4	10,3	10,0	9,1	8,8	8,7	8,0
M3 - M2 (= instrumentos negociables)	14,6	16,3	10,3	8,9	3,9	1,7	3,0
M3	100,0	11,2	10,1	9,0	8,1	7,7	7,3
Crédito a residentes en la zona del euro		10,0	9,6	9,1	7,4	7,2	6,5
Crédito a las Administraciones Públicas		-2,5	-1,2	0,6	2,1	2,5	5,4
Préstamos a las Administraciones Públicas		-0,9	0,8	2,2	2,9	3,1	1,2
Crédito al sector privado		12,7	11,9	10,8	8,4	8,2	6,8
Préstamos al sector privado		11,1	10,5	9,1	7,3	7,1	5,8
Préstamos al sector privado ajustados por ventas y titulizaciones		12,0	11,5	10,3	8,6	8,4	7,4
Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas)		6,8	4,5	3,3	1,0	0,9	-0,1

Fuente: BCE.

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

en diciembre, del 0,6%, tras registrar constantemente tasas de crecimiento negativas durante el año pasado. Puede que consideraciones relativas a la remuneración expliquen la evolución divergente de los depósitos a la vista y la de los diversos tipos de depósitos a corto plazo. Según datos de los tipos de interés disponibles hasta noviembre, mientras que la remuneración de los depósitos de ahorro a corto plazo prácticamente no se modificó ese mes, los tipos de interés aplicados a los depósitos a corto plazo cayeron considerablemente, reduciendo también con ello el coste de oportunidad de mantener activos líquidos como los depósitos a la vista.

La tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables (M3–M2) aumentó hasta el 3% en diciembre, desde el mínimo histórico del 1,7% observado en noviembre. Esta evolución es reflejo de la recuperación de las cesiones temporales y de los sustanciales flujos de entrada en participaciones en fondos del mercado monetario. Ciertamente, tras las retiradas observadas en septiembre y octubre tras la quiebra de Lehman Brothers, las citadas participaciones registraron nuevas entradas en diciembre, lo que sugiere que la preocupación de los residentes en la zona del euro en cuanto a la seguridad de los fondos del mercado monetario está desapareciendo.

Por lo que respecta a otros tipos de instrumentos negociables, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a corto plazo de las IFM (es decir, valores distintos de acciones hasta dos años) que obran en poder del sector tenedor de dinero experimentó un acusado descenso en diciembre, hasta el –14,1%, desde el –8,1% de noviembre. Los datos del balance agregado indican no sólo que la emisión neta de este tipo de valores volvió a ser negativa en diciembre (al igual que en septiembre y octubre), sino también que estos instrumentos fueron adquiridos por las propias IFM, mientras que el sector tenedor de dinero y los no residentes continuaron mostrando reticencias en relación con este tipo de valores.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3, que incluye los depósitos a corto plazo y las cesiones temporales, y que constituye el agregado monetario más amplio para el que se dispone de un detalle por sectores, continuó la tendencia a la moderación observada desde principios del 2008, y se situó en el 8,1% en diciembre, desde el 8,9% de noviembre. Esta evolución tiene su origen, principalmente, en el nuevo descenso de la tasa de crecimiento interanual de los depósitos mantenidos por las sociedades no financieras, hasta el 0,3% en diciembre, desde el 2,9% de noviembre. La tasa de crecimiento interanual de los depósitos de los hogares también disminuyó, hasta el 8,8%, desde el 10% de noviembre. En cambio, la tasa de crecimiento interanual de las tenencias de depósitos de M3 de los intermediarios financieros no monetarios aumentó hasta el 17,5% en diciembre, desde el 13,9% de noviembre.

La evolución observada en la composición sectorial de las tenencias de depósitos confirma la valoración de que las sociedades no financieras están utilizando de manera creciente sus reservas de liquidez. Esto puede deberse a varios factores, como por ejemplo la falta de oportunidades de inversión debido al deterioro de las perspectivas relativas a la actividad económica, la existencia de limitaciones asociadas a los flujos de caja, o las dificultades que están experimentando las empresas para conseguir préstamos.

PRINCIPALES CONTRAPARTIDAS DE M3

En cuanto a las contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual del crédito total concedido por las IFM a residentes en la zona del euro se redujo hasta situarse en el 6,5% en diciembre, desde el 7,2% de noviembre (véase cuadro 1). Este descenso oculta un aumento de la tasa de crecimiento interanual del crédito a las Administraciones Públicas, hasta el 5,4% en diciembre, desde el 2,5% del mes precedente (véase gráfico 6). Aunque los préstamos concedidos por las IFM al sector público volvieron a disminuir, las adquisiciones de las IFM de valores emitidos por este último sector se incrementaron.

Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual del crédito otorgado por las IFM al sector privado disminuyó de nuevo en diciembre, hasta el 6,8%, desde el 8,2% de noviembre. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos, el principal componente del crédito al sector privado, continuó descendiendo y se situó en el 5,8%, desde el 7,1% observado el mes anterior. Todos los sectores —los intermediarios financieros no monetarios distintos de las empresas de seguros y los fondos de pensiones, las sociedades no financieras y los hogares— contribuyeron a esta caída, aunque con tasas de crecimiento muy diferentes. No obstante, al igual que en meses anteriores, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado reflejó el efecto estadístico a la baja de la eliminación de préstamos del balance en el contexto de las operaciones de titulización a gran escala realizadas. En diciembre, el efecto de estas actividades fue de 1,7 puntos porcentuales en total, en comparación con 1,5 puntos porcentuales en noviembre (véanse cuadro 1 y recuadro 2).

Recuadro 2

PUBLICACIÓN DE LOS PRÉSTAMOS DE LAS IFM AL SECTOR PRIVADO AJUSTADOS POR VENTAS Y TITULIZACIONES

En su nota de prensa sobre la evolución monetaria en el mes de referencia de diciembre del 2008, el BCE publicó por primera vez datos de flujos de los préstamos de las IFM al sector privado ajustados por ventas y titulizaciones de préstamos. En este recuadro se describe brevemente la construcción y presentación de esta serie ajustada, que a partir de ahora se presentará de forma regular y se podrá consultar en el sitio web del BCE, en el apartado Statistical Data Warehouse. Con la publicación de esta serie, el BCE tiene presente la mayor relevancia adquirida por el análisis de la evolución a corto plazo en lo que se refiere al origen de los préstamos de las IFM y a la financiación disponible para el sector privado. Efectivamente, al evaluar los factores fundamentales que favorecen la oferta de préstamos de las IFM o su demanda por parte del sector privado, hay que señalar en particular la evolución a corto plazo de los datos de préstamos atribuible a factores transitorios, tales como operaciones concretas de titulización de préstamos¹ efectuadas por las IFM de la zona del euro. El impacto de estos factores transitorios se ha venido analizando regularmente en el Boletín Mensual².

La construcción de los flujos de préstamos ajustados por ventas y titulizaciones

Con el fin de ajustar los flujos de préstamos de las IFM por ventas y titulizaciones, las operaciones declaradas en un mes dado (es decir, nuevos préstamos menos amortizaciones y devoluciones) se incrementan con el número de préstamos eliminados del balance de las IFM (es decir, dados de baja), debido a su titulización o a su venta a no-IFM. La forma en que se registra esta eliminación del balance suele depender de las normas contables de país, de modo que los datos de bajas no pueden deducirse fácilmente sólo de la información relativa a la emisión de valores creados a través del proceso de titulización. Cuando se dispone de información, el ajuste también tiene en cuenta los efectos de la reintermediación —es decir, el flujo de préstamos se ajusta a la baja cuando las IFM

1 Para más información sobre el origen y la titulización de préstamos, véase el artículo titulado «Titulización en la zona del euro» en el Boletín Mensual de febrero del 2008.

2 Para evaluaciones anteriores del impacto que tiene la titulización real o fuera de balance sobre el crecimiento de los préstamos, véase el recuadro 3 del Boletín Mensual de septiembre del 2008, titulado «El impacto de la titulización fuera de balance o real tradicional sobre la evolución reciente de los préstamos concedidos por las IFM»; el recuadro 3 del Boletín Mensual de marzo del 2008, titulado «La importancia de las normas contables para interpretar las estadísticas de préstamos de las IFM»; el recuadro 2 del artículo titulado «La titulización en la zona del euro», que se publicó en el Boletín Mensual de febrero del 2008; y el recuadro 1 del Boletín Mensual de septiembre del 2005, titulado «El impacto de la titulización de préstamos otorgados por las IFM en el análisis monetario de la zona del euro».

recompran préstamos a las no-IFM³—. Además, la cuantía amortizada y/o devuelta por los deudores tras la eliminación de esos préstamos también se considera, en principio, en la construcción del flujo ajustado. Por último, la información necesaria para ajustar los datos de préstamos por ventas y titulizaciones sólo se recopila actualmente en el caso de los préstamos al sector privado en su conjunto. No obstante, la evidencia anecdótica sugiere que en los últimos años la mayoría de las titulizaciones de préstamos han afectado a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda. En estos momentos se está trabajando en la elaboración de estadísticas mejores y más detalladas sobre la titulización de los préstamos de las IFM, y se espera que se pueda disponer de ellas en el año 2010⁴.

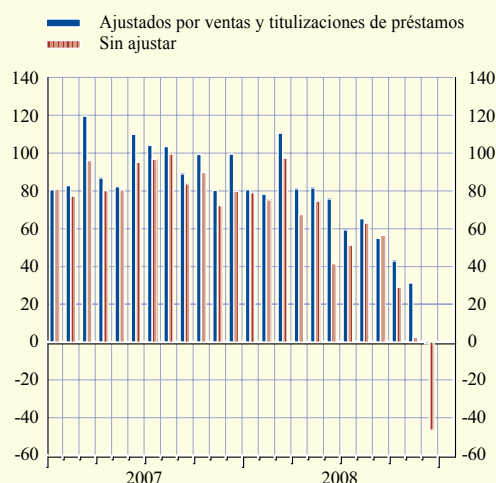
Presentación de información sobre los préstamos de las IFM ajustados por ventas y titulizaciones

Los préstamos de las IFM ajustados por ventas y titulizaciones están disponibles como series mensuales desestacionalizadas y sin desestacionalizar en forma de flujos (es decir, operaciones durante el período de referencia), tasas de crecimiento (incluidas las tasas de crecimiento a corto plazo en el caso de la versión desestacionalizada) e índices encadenados⁵.

En el gráfico figuran los flujos mensuales desestacionalizados de los préstamos de las IFM al sector privado, tanto ajustados como sin ajustar de ventas y titulizaciones. Esta comparación muestra el creciente impacto a la baja que la titulización de préstamos de las IFM ha tenido sobre los flujos regulares de préstamos de las IFM en los últimos meses. Efectivamente, mientras que el impacto medio mensual a la baja entre enero del 2006 y el inicio de las turbulencias en los mercados financieros en agosto del 2007 fue ligeramente superior a los 6 mm de euros, el impacto medio mensual a la baja entre octubre y diciembre del 2008 fue cuatro veces y media superior a la cifra anterior. Al mismo tiempo, es importante observar que, en el 2008, los valores creados a través del proceso de titulización real, o fuera de balance, tradicional fueron comprados, principalmente, por las propias IFM, y no se vendieron en el mercado o se colocaron de forma privada, como ocurría hasta el 2007.

Flujos mensuales de los préstamos de las IFM al sector privado

(mm de euros; desestacionalizados)



Fuente: BCE.

- La información que el BCE utiliza para ajustar el balance estadístico de las IFM por la eliminación de los préstamos se considera de gran calidad. Por otra parte, la cobertura de las recompras de préstamos y las pautas de la amortización, devolución de los préstamos tras su eliminación es algo menos fiable. Por ese motivo, el BCE no publica series de saldos vivos. Sin embargo, a pesar de esta pequeña salvedad, se considera que la nueva serie contribuye significativamente a la interpretación adecuada de estas estadísticas de préstamos.
- El sistema detallado de presentación de información relativa a la titulización de préstamos a partir del 2010 ha quedado establecido en virtud del Reglamento (CE) n° 25/2009 del Banco Central Europeo, de 19 de diciembre de 2008, relativo al balance del sector de las instituciones financieras monetarias (Versión refundida) (BCE/2008/32), que está disponible en <http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/L01520090120es00140062.pdf>.
- Para más detalles relativos a la construcción de índices encadenados y el cálculo de las tasas de crecimiento, consulte las ecuaciones e), f), g) y h) en las notas técnicas de la sección «Estadísticas de la zona del euro» del presente Boletín.

En diciembre, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras se redujo de nuevo, hasta el 9,4%, desde el 11,1% de noviembre (véase cuadro 2). La tasa de crecimiento de tres meses anualizada (un indicador de la evolución a más corto plazo) experimentó un descenso más acusado, como consecuencia de los flujos mensuales negativos observados ese mes. Esto, a su vez, fue el resultado de flujos nulos de los préstamos a corto plazo, mientras que los flujos mensuales de préstamos a más largo plazo fueron negativos por primera vez desde el comienzo de las perturbaciones. Esta evolución está asociada al deterioro de las perspectivas económicas de la zona del euro, que afecta principalmente a la demanda de préstamos, pero que también influye en las decisiones de las entidades de crédito sobre las condiciones establecidas para la concesión de créditos. Además, puede que las operaciones de titulización también se estén realizando de manera creciente con préstamos otorgados a las sociedades no financieras. No obstante, es poco probable que estas operaciones sean lo suficientemente importantes como para modificar la valoración de que los flujos de préstamos fueron negativos. Es posible que el crecimiento de los préstamos a las sociedades no financieras continúe moderándose, habida cuenta de las perspectivas económicas y de que los criterios de aprobación del crédito se han endurecido. Para más información sobre la evolución de estos criterios a finales del año pasado y principios de este año, véase el recuadro 3, titulado «Resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de enero del 2009».

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares volvió a disminuir en diciembre, hasta el 1,8%, desde el 2,5% de noviembre. La evolución a más corto plazo, medida por la tasa de crecimiento de tres meses anualizada, experimentó una acusada desaceleración. No obstante, esta evolución debe interpretarse con cautela, ya que refleja, en gran medida, el impacto de la eliminación de préstamos del balance como consecuencia de las operaciones de titulización fuera de balance. Dado que dicha eliminación afecta principalmente a los préstamos hipotecarios, los flujos mensuales de préstamos a hogares, particularmente de los destinados a adquisición de vivienda, continuaron siendo positivos.

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 -0,1% en diciembre,

Cuadro 2 Préstamos de las IFM al sector privado

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

	Saldo vivo en porcentaje del total ¹⁾	Tasas de crecimiento interanual					
		2008 I	2008 II	2008 III	2008 IV	2008 Nov	2008 Dic
Sociedades no financieras	44,6	14,7	14,5	12,8	11,3	11,1	9,4
Hasta un año	28,6	13,0	12,9	10,8	9,1	8,6	7,4
De uno a cinco años	20,1	22,5	20,9	18,7	15,8	15,9	13,1
Más de cinco años	51,3	12,8	13,0	11,8	10,8	10,8	9,1
Hogares²⁾	45,3	5,9	5,0	4,0	2,9	2,5	1,8
Crédito al consumo ³⁾	12,9	5,3	5,2	4,4	3,1	2,9	1,5
Préstamos para adquisición de vivienda ³⁾	71,4	6,7	5,6	4,2	3,0	2,5	1,7
Otras finalidades	15,7	2,7	2,2	2,5	2,3	2,0	2,5
Empresas de seguros y fondos de pensiones	1,0	6,8	-1,5	-7,8	-7,6	-6,6	-4,2
Otros intermediarios financieros no monetarios	9,1	24,9	25,0	22,1	14,4	13,8	10,8

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.

desde el 0,9% de octubre y noviembre. Esta tasa negativa oculta una evolución divergente de sus distintos subcomponentes. Ciertamente, la tasa de crecimiento de las tenencias de valores distintos de acciones a más de dos años de las IFM continuó siendo negativa, compensando con creces el crecimiento positivo, aunque en descenso, de los depósitos a más de dos años, mientras que el crecimiento de los depósitos disponibles con preaviso a más de tres meses fue prácticamente nulo. Los datos mensuales sobre las emisiones netas de valores distintos de acciones por parte de las IFM muestran persistentes flujos negativos, y confirman que las entidades de crédito están teniendo dificultades para obtener financiación fuera del sector de las IFM a través de esta fuente.

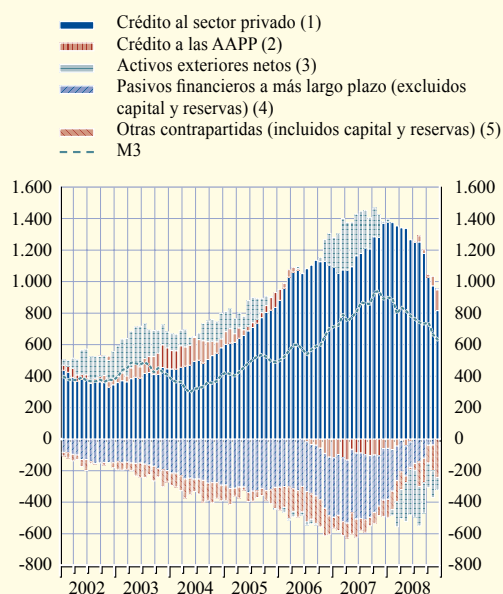
La tasa de crecimiento interanual del capital y reservas disminuyó hasta el 9,5% en diciembre, desde el 12% de noviembre. Esta evolución, que refleja unas salidas mensuales de 11 mm de euros en estos instrumentos en diciembre, oculta la recapitalización que están llevando a cabo instituciones financieras individuales con la ayuda de los Gobiernos.

Si se considera la evolución de los activos y los pasivos exteriores del sector de las IFM se observan cuantiosos flujos de salida a 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 diciembre, la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM registró considerables entradas netas, por importe de 47 mm de euros, ya que los pasivos cayeron con mayor intensidad que los activos. Las salidas interanuales de la citada posición se redujeron a 79 mm de euros, desde 168 mm de euros en noviembre.

En resumen, los datos de diciembre confirman que la reciente intensificación de las tensiones en los mercados financieros ha causado un impacto sobre determinadas posiciones del balance de las IFM. Esto es especialmente evidente en la reducción de los niveles de endeudamiento que se está observando en relación con no residentes en la zona del euro. El crecimiento del crédito al sector privado no financiero, particularmente a las sociedades no financieras, fue relativamente moderado en diciembre. Esto se debió, fundamentalmente, a la desaceleración de la actividad económica real y al deterioro de las perspectivas económicas, si bien los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios sugieren que factores de oferta también pueden haber influido.

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.

Recuadro 3

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

En este recuadro se presentan los principales resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de enero del 2009¹. En el cuarto trimestre del 2008, el porcentaje neto de entidades que indicaron que se había producido un endurecimiento de los criterios de aprobación aplicados a los préstamos a empresas se mantuvo, en general, en los elevados niveles del trimestre anterior². Este endurecimiento fue igualmente considerable para las grandes empresas y para las pequeñas y medianas empresas (PYMES). Las entidades participantes en la encuesta señalaron asimismo que los criterios de aprobación del crédito aplicados a los préstamos a hogares también habían experimentado un nuevo endurecimiento, en términos netos, con el endurecimiento neto de los criterios aplicados al crédito al consumo y a otros préstamos alcanzando un nivel similar al de los préstamos para adquisición de vivienda. Para el primer trimestre del 2009, las entidades esperaban que el endurecimiento neto de los criterios de aprobación se redujera considerablemente con respecto al cuarto trimestre del 2008 en las tres modalidades de préstamo. En cuanto a la demanda, las entidades indicaron que la demanda neta de préstamos a empresas y de crédito al consumo y otros préstamos a hogares intensificó su descenso, mientras que la demanda neta de préstamos a hogares para adquisición de vivienda se mantuvo en niveles considerablemente negativos en el cuarto trimestre del 2008³.

En esta encuesta se incluían una serie de preguntas ad hoc relativas al efecto de las turbulencias financieras que, en parte, eran las mismas que se planteaban en encuestas anteriores (véase la última sección del recuadro). Las respuestas a una nueva pregunta ad hoc indican que los anuncios de los Gobiernos de ayudas a la recapitalización y de aportación de garantías estatales a los valores de renta fija emitidos por entidades de crédito ya había causado cierto efecto positivo en el acceso de las entidades a la financiación en los mercados mayoristas en el cuarto trimestre del 2008, y se espera que sigan facilitándolo en el primer trimestre del 2009. No obstante, las entidades señalaron que, en general, el acceso a los mercados monetarios y a la titulización había continuado viéndose considerablemente dificultado, y que el acceso a los mercados de renta fija se vio obstaculizado en mayor medida, como consecuencia de las turbulencias en los mercados financieros.

Préstamos o líneas de crédito a empresas

Criterios de aprobación del crédito: En el cuarto trimestre del 2008, el porcentaje neto de entidades que indicaron que se había producido un endurecimiento de los criterios de aprobación de los préstamos a empresas se redujo 1 punto porcentual (hasta el 64%, desde el 65% del tercer trimestre del 2008; véase gráfico A). Al igual que en el trimestre anterior, esto se debió al hecho de que la mayor parte de las entidades señalaron que habían «endurecido en cierta medida» los citados criterios, mientras que sólo una minoría indicó que los habían endurecido «considerablemente». Los

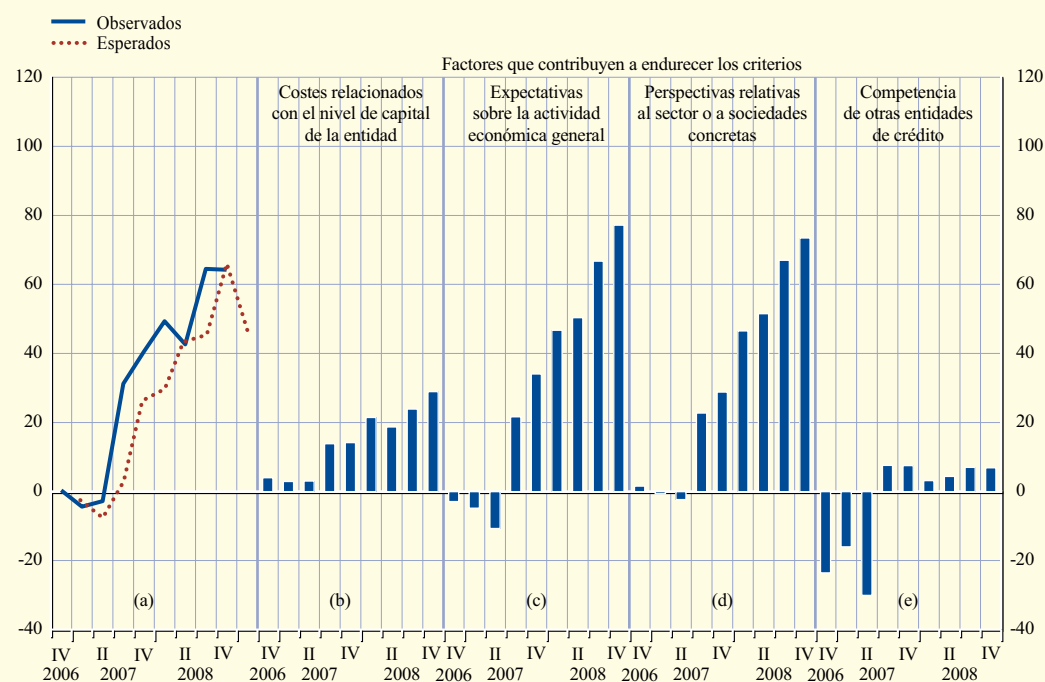
1 La fecha límite para la recepción de datos de las entidades participantes fue el 7 de enero de 2009. El 6 de febrero de 2009 se publicó una valoración exhaustiva de los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios de enero del 2009, que se puede consultar en la dirección del BCE en Internet.

2 El porcentaje neto se refiere a la diferencia entre el porcentaje de entidades que han indicado que los criterios de concesión de los préstamos se han endurecido y las que han señalado que se han relajado. Un porcentaje neto positivo indica que las entidades participantes han tendido a endurecer los criterios de aprobación («se han endurecido en términos netos»), mientras que un porcentaje neto negativo es indicativo de que las entidades han tendido a relajar los citados criterios («se han relajado en términos netos»).

3 El término «demanda neta» se refiere a la diferencia entre el porcentaje de entidades que han indicado que ha aumentado la demanda de préstamos y las que han señalado que ha disminuido.

Gráfico A Cambios en los criterios de concesión aplicados a los préstamos o líneas de crédito a empresas

(en porcentaje neto)



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

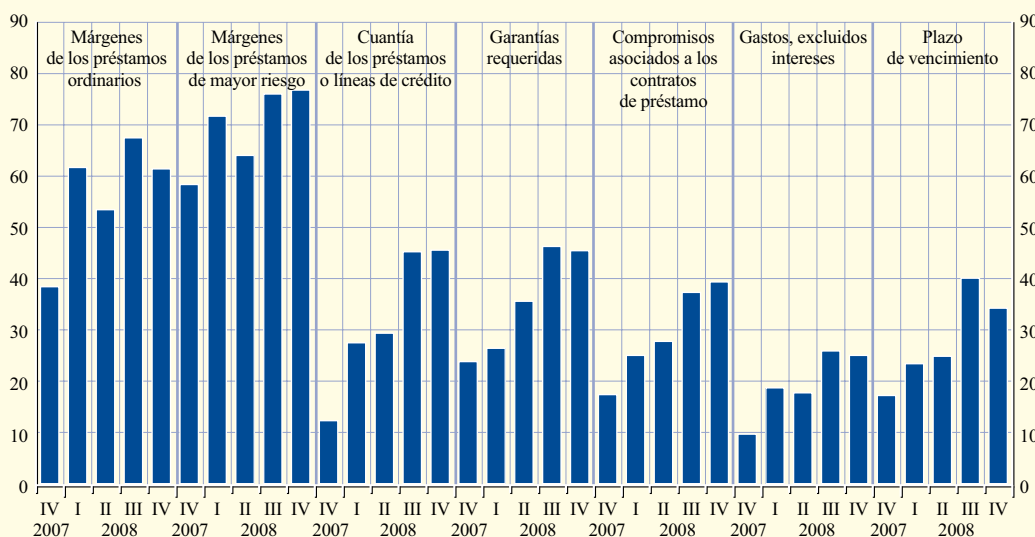
principales factores determinantes del endurecimiento neto continuaron siendo las expectativas relativas a la actividad económica futura y las perspectivas relativas a sectores o sociedades concretas, que cobraron mayor importancia. Al mismo tiempo, el impacto de los costes de financiación y la disponibilidad de fondos de las entidades aumentó ligeramente, manteniéndose en niveles relativamente elevados, en particular en lo que respecta a los costes relacionados con el nivel de capital de las entidades y a la capacidad de éstas para acceder a la financiación en los mercados, mientras que su situación de liquidez prácticamente no se modificó.

En cuanto a las condiciones establecidas para la concesión de préstamos a empresas, las entidades indicaron que, en el cuarto trimestre, los márgenes aplicados a los préstamos ordinarios y a los préstamos de mayor riesgo se habían incrementado de nuevo, en términos netos, el 61%, frente al 68% del tercer trimestre, y el 77%, frente al 76%, respectivamente (véase gráfico B). Por otra parte, el endurecimiento de las condiciones no relacionadas con el precio permaneció en niveles elevados. Al igual que en el trimestre anterior, casi la mitad de las entidades endurecieron los criterios en lo que respecta a la cuantía del préstamo o de la línea de crédito y a las garantías requeridas.

A diferencia de encuestas anteriores, el endurecimiento neto de los criterios de aprobación del crédito fue igualmente acusado para las grandes empresas (el 63%, en comparación con el 68% del tercer

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

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



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

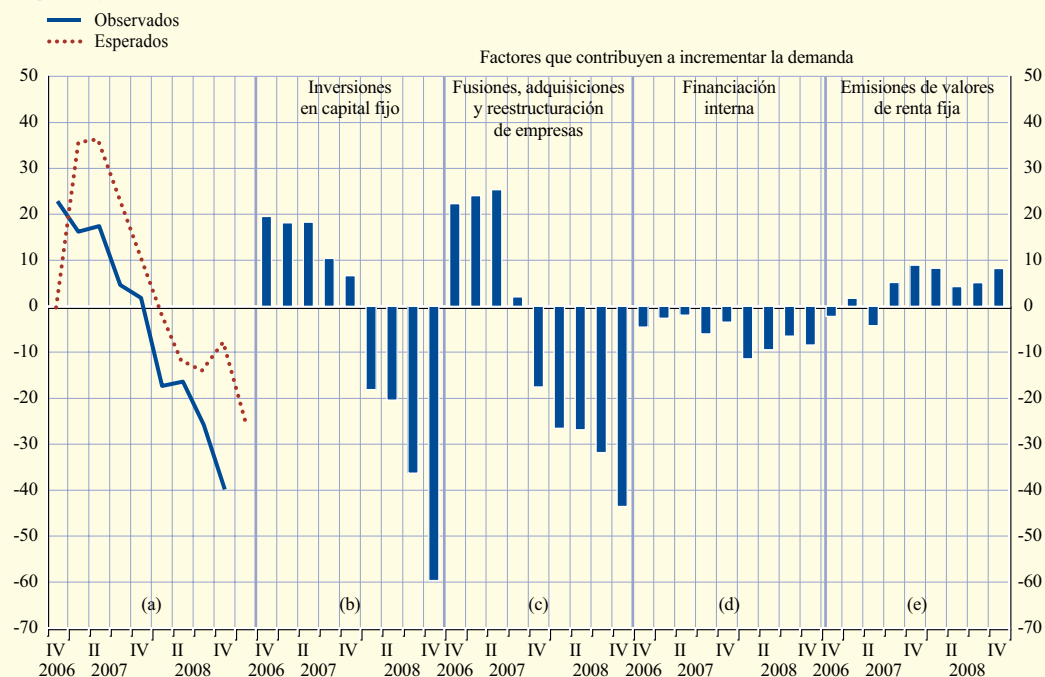
trimestre) que para las PYMES (el 63%, frente al 56% del tercer trimestre). Mientras que en el caso de las grandes empresas se observó cierta estabilización, en términos netos, los citados criterios se endurecieron en mayor medida para las PYMES en el cuarto trimestre del 2008. En cuanto a los factores determinantes de las modificaciones de los criterios de aprobación aplicados a los préstamos o líneas de crédito, las expectativas relativas a la actividad económica general y las perspectivas relativas a sectores o sociedades concretas fueron los más importantes, tanto para las grandes empresas como para las PYMES. Por otra parte, los costes de financiación y la disponibilidad de fondos de las entidades desempeñaron un papel algo más importante en el endurecimiento neto en el caso de las grandes empresas que en el de las PYMES, si bien parecen haber cobrado mayor importancia para estas últimas.

Para el primer trimestre del 2009, las entidades participantes en la encuesta esperaban un menor endurecimiento neto de los criterios de aprobación aplicados a los préstamos a empresas (el 47%), en comparación con el observado en el cuarto trimestre del 2008 (véase gráfico A).

Demanda de préstamos: Según las entidades participantes en la encuesta, la demanda neta de préstamos a empresas volvió a disminuir considerablemente y continuó siendo negativa en el cuarto trimestre del 2008 (del -40%, en comparación con el -26% del tercer trimestre; véase gráfico C). Esta demanda neta negativa estuvo determinada por las menores necesidades de financiación para inversiones en capital fijo (hasta el -60%, desde el -36% del tercer trimestre) y por un nuevo descenso de la demanda de financiación para fusiones, adquisiciones y reestructuraciones de empresas (hasta el -44%, desde el -32% del tercer trimestre). Además, al igual que en el trimestre anterior, la financiación interna (es decir, los flujos de caja) contribuyó en cierta medida a la reducción de la demanda neta de préstamos a empresas. En cambio, la emisión de valores de renta fija siguió contribuyendo

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

(en porcentaje neto)



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

positivamente, en niveles algo más elevados, a la demanda neta de préstamos por parte de las empresas, reflejando las difíciles condiciones en los mercados y el aumento del coste de la financiación mediante la emisión de valores de renta fija. En cuanto al tamaño de los prestatarios, aunque la demanda neta de préstamos fue negativa tanto en el caso de las grandes empresas como en el de las PYMES, la caída fue algo más pronunciada para estas últimas en el cuarto trimestre del 2008. Por lo que se refiere a los plazos de vencimiento, la demanda neta de préstamos a largo plazo se redujo particularmente.

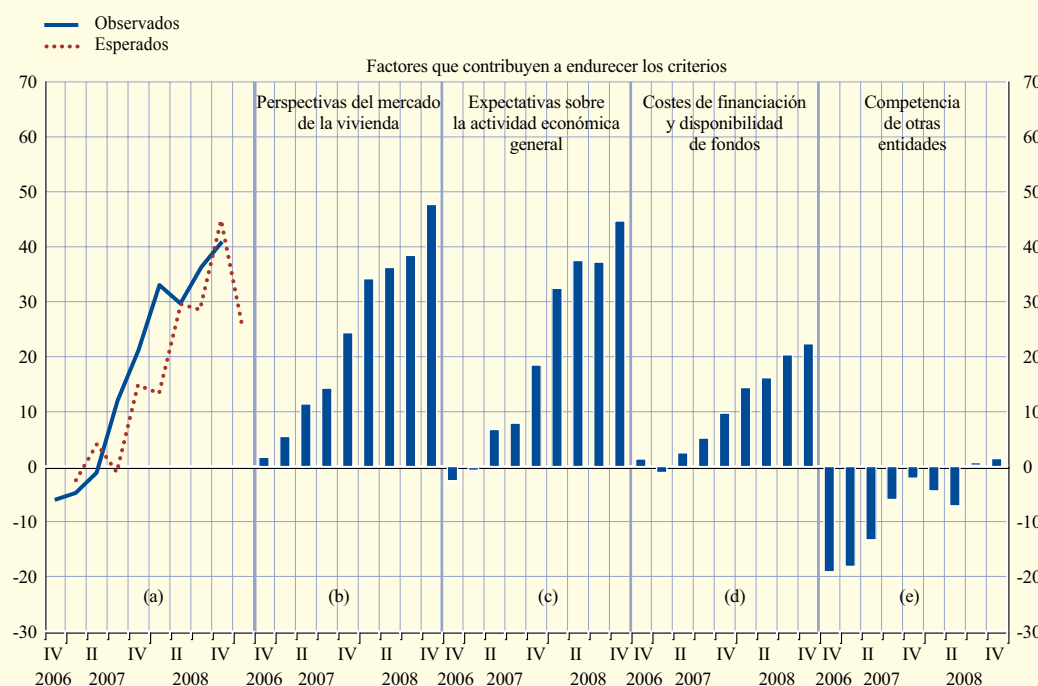
Para el primer trimestre del 2009, se espera que el descenso de la demanda neta de préstamos por parte de empresas sea menos negativo, del -26%, en comparación con la demanda neta observada en el cuarto trimestre del 2008 (véase gráfico C).

Préstamos a hogares para adquisición de vivienda

Criterios de aprobación del crédito: En el cuarto trimestre del 2008, el porcentaje neto de entidades que señaló que se había producido un endurecimiento de los criterios de aprobación aplicados a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda continuó aumentando ligeramente (hasta el 41%, desde el 36% del tercer trimestre; véase gráfico D). Las expectativas relativas a la actividad económica general y las perspectivas del mercado de la vivienda siguieron siendo los factores que

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

(en porcentaje neto)



Nota: Véase la nota del gráfico A.

más contribuyeron al endurecimiento neto de los citados criterios. No obstante, los costes de financiación y la disponibilidad de fondos también continuaron ejerciendo algunas presiones sobre las entidades participantes en la encuesta. Al igual que en el trimestre anterior, la competencia de otras entidades no contribuyó a la relajación de los criterios de aprobación de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda, sino que, en general, fue un factor neutral.

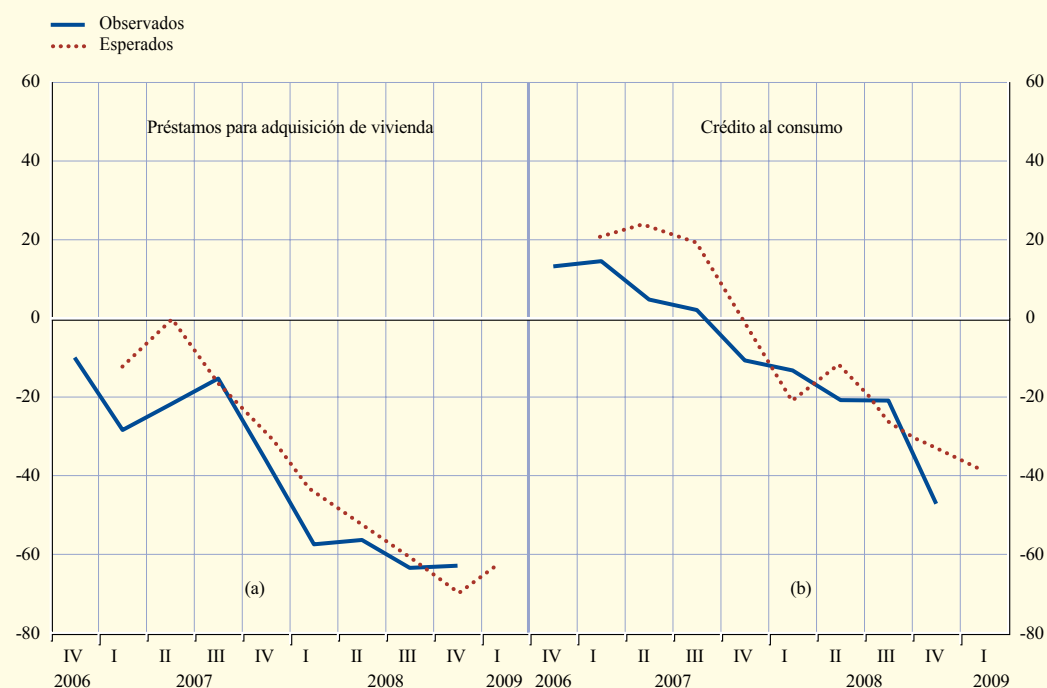
En cuanto a las condiciones establecidas para la concesión de préstamos para adquisición de vivienda, las entidades participantes señalaron un incremento neto de los márgenes aplicados a los préstamos ordinarios (hasta el 45%, desde el 35% del tercer trimestre), así como de los aplicados a los préstamos de mayor riesgo (hasta el 51%, desde el 43% del tercer trimestre). Además, otras condiciones no relacionadas con el precio, como las garantías requeridas y la relación entre el principal y el valor de la garantía, experimentaron un nuevo endurecimiento.

En el primer trimestre del 2009 se espera que los criterios de aprobación aplicados a los préstamos para adquisición de vivienda se endurezcan en menor medida (el 25%), en comparación con el endurecimiento neto observado en el cuarto trimestre del 2008 (véase gráfico D).

Demanda de préstamos: La demanda neta de préstamos para adquisición de vivienda se mantuvo en niveles negativos elevados en el cuarto trimestre del 2008 (el -63%, frente al -64% del tercer trimestre del 2008; véase gráfico E). Esta evolución fue reflejo, principalmente, del deterioro de las perspectivas del mercado de la vivienda y de la confianza de los consumidores. Para el primer trimestre del 2009,

Gráfico E Cambios en la demanda de préstamos a hogares para adquisición de vivienda y de crédito al consumo

(en porcentaje neto)



Nota: El porcentaje neto se refiere a la diferencia entre la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se ha incrementado considerablemente» y «se ha incrementado en cierta medida», y la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se ha reducido en cierta medida» y «se ha reducido considerablemente». Los valores «observados» se refieren al periodo en que se realizó la encuesta. Los valores «esperados» se refieren a los cambios esperados en los tres meses siguientes.

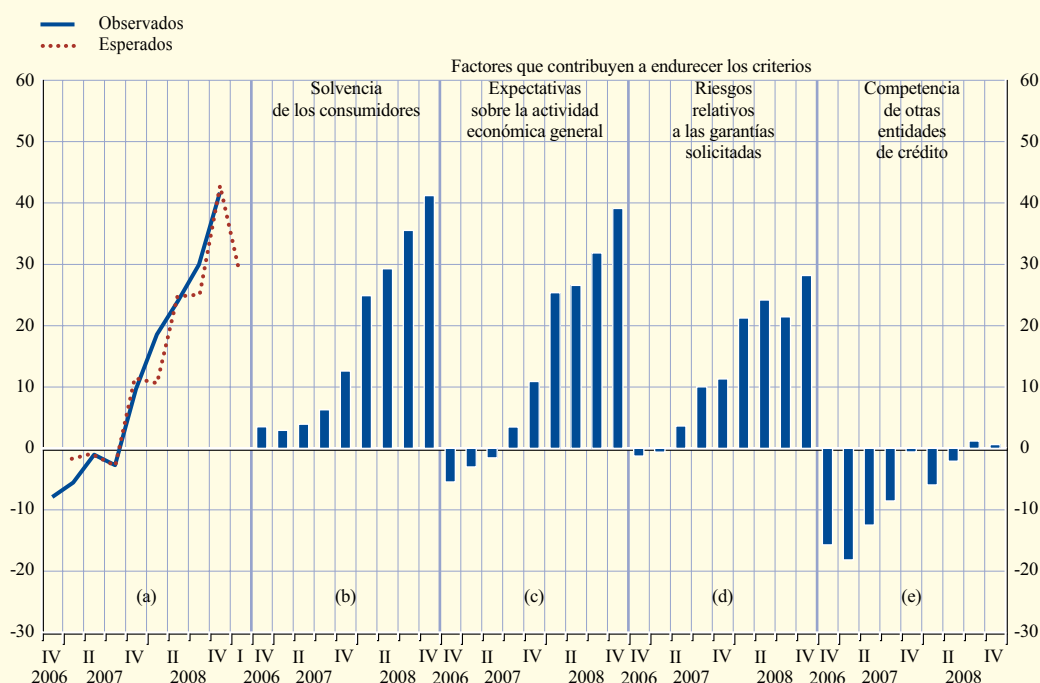
las expectativas apuntan a que esta demanda neta negativa prácticamente no experimentará variaciones (el -61%) con respecto a la demanda neta observada en el cuarto trimestre del 2008.

Crédito al consumo y otros préstamos a hogares

Criterios de aprobación del crédito: En el cuarto trimestre del 2008, el porcentaje neto de entidades que indicó que los criterios de aprobación del crédito al consumo y otros préstamos a hogares habían experimentado un endurecimiento continuó aumentando (hasta el 42%, en comparación con el 30% del trimestre anterior; véase gráfico F), y alcanzó un nivel similar al de los préstamos para adquisición de vivienda. Una vez más, el principal factor determinante del nuevo endurecimiento neto fue la percepción de las entidades de los riesgos, principalmente de los relacionados con las expectativas relativas a la actividad económica general y con la solvencia de los consumidores. En cuanto a las condiciones del crédito al consumo, las entidades indicaron que se había producido un aumento en el ritmo de endurecimiento neto de los márgenes aplicados a los préstamos ordinarios, mientras que éste prácticamente no se modificó en el caso de los márgenes aplicados a los préstamos de mayor riesgo (situándose ambos en el 37%).

Para el primer trimestre del 2009, las expectativas apuntan a una reducción considerable del endurecimiento de los criterios de aprobación del crédito al consumo y otros préstamos a hogares.

(en porcentaje neto)



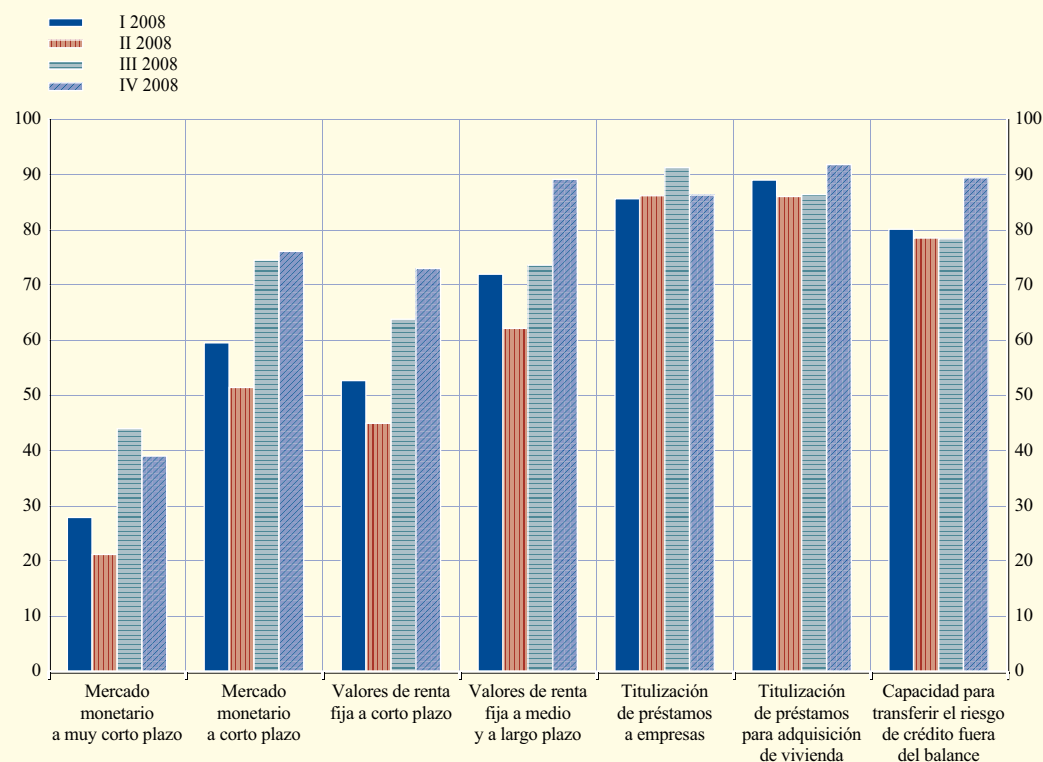
res (28%), en comparación con el endurecimiento neto observado en el cuarto trimestre del 2008 (véase gráfico F).

Preguntas ad hoc sobre las turbulencias en los mercados financieros

En cuanto a la financiación de las entidades de crédito a través de los mercados mayoristas, las entidades señalaron que, como consecuencia de las turbulencias experimentadas en los mercados financieros, en el cuarto trimestre del 2008, el acceso a los mercados monetarios había continuado

Gráfico G Acceso a la financiación en los mercados mayoristas

(en porcentaje)



Nota: Las cifras indican el porcentaje de entidades que han señalado que el acceso a determinadas fuentes de financiación mayorista se ha dificultado. La cifra que figura en cada columna se calcula como el número de entidades que ha indicado esa fuente de financiación concreta en porcentaje del número de entidades que no han respondido "no aplicable" a esta pregunta. Estas cifras totales son medias ponderadas de los resultados por países.

siendo considerablemente difícil, y que el acceso a los mercados de renta fija se había visto obstaculizado en mayor medida, en relación con el tercer trimestre (véase gráfico G). El 89% de las entidades participantes en la encuesta indicaron que habían tenido dificultades para acceder a los mercados para obtener financiación mediante la emisión de valores de renta fija a medio y a largo plazo, mientras que las dificultades para acceder a los mercados de titulización alcanzaron niveles igualmente elevados, y el acceso continuó viéndose obstaculizado en la misma medida que en el tercer trimestre. El 86% y el 92% de las entidades participantes en la encuesta para las que las actividades de titulización eran importantes indicaron que habían tenido dificultades para acceder a la titulización de préstamos a empresas y de préstamos para adquisición de vivienda, respectivamente. En los tres próximos meses se espera que el acceso a la financiación a corto plazo mejore en el caso de los mercados monetarios y, hasta cierto punto, también en el de los mercados de renta fija a corto plazo. Al mismo tiempo, se espera que las emisiones de valores de renta fija a medio y a largo plazo, así como el acceso a la titulización, continúen obstaculizados en la misma medida que en el cuarto trimestre del 2008.

A este respecto, los anuncios de los Gobiernos de ayudas a la recapitalización y de aportación de garantías estatales para los valores de renta fija emitidos por entidades de crédito ya parecen haber

facilitado, en cierta medida, el acceso de las entidades a la financiación en los mercados mayoristas. Así se indicó en las respuestas a la nueva pregunta ad hoc⁴. El 34% de las entidades participantes señalaron cierta mejora en el cuarto trimestre del 2008. Para el primer trimestre del 2009, el 58% de las entidades esperaba que el acceso mejore como consecuencia de estas medidas⁵.

Más o menos en consonancia con la evolución observada en lo que respecta al acceso a los mercados monetario y de renta fija, las entidades participantes en la encuesta señalaron que el impacto de las dificultades para acceder a estas opciones de financiación sobre los criterios de concesión del crédito bancario había permanecido prácticamente invariable, en niveles elevados, tanto en lo que respecta a los importes como a los márgenes. Este impacto continuó siendo más intenso sobre los márgenes que sobre la cantidad de préstamos concedidos. En cuanto al impacto sobre la política crediticia de las mayores dificultades de acceso a los mercados de titulización, las entidades indicaron un impacto algo más reducido sobre la cantidad de préstamos otorgados y un impacto similar sobre los márgenes, en comparación con el trimestre anterior.

Por último, en cuanto al impacto de las turbulencias financieras sobre su política crediticia a través de la variación de los costes relacionados con el nivel de capital de las entidades, en el cuarto trimestre del 2008, el 48% de las entidades participantes en la encuesta señaló que se había producido un impacto considerable o moderado sobre los niveles de capital y sobre la política crediticia, lo que supone un aumento de 5 puntos porcentuales con respecto al tercer trimestre.

4 A esta pregunta respondieron 102 de las 112 entidades participantes en la encuesta, lo que se traduce en una tasa de respuesta del 91%. El 6% de las entidades participantes en la encuesta señalaron «no aplicable».

5 Incluidas las entidades que señalaron «una mejora considerable en el acceso a los mercados» para el cuarto trimestre del 2008, el 2%, y en las expectativas para el primer trimestre del 2009, el 3%.

2.2 EMISIONES DE VALORES

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro experimentó un ligero aumento en noviembre del 2008. Mientras que las tasas de crecimiento de los valores emitidos por las IFM y las sociedades no financieras se mantuvieron en niveles moderados, la de los valores distintos de acciones emitidos por la Administración Central se incrementó considerablemente, especialmente en el caso de los valores a corto plazo. La tasa de crecimiento de la emisión de acciones cotizadas se incrementó levemente, aunque permaneció en niveles reducidos.

VALORES DISTINTOS DE ACCIONES

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro se elevó ligeramente en noviembre del 2008, hasta el 8,1%, en comparación con el 7% registrado el mes precedente (véase cuadro 3). La tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores a corto plazo aumentó 2,9 puntos porcentuales, hasta el 23,2%, en noviembre del 2008, mientras que la de valores a largo plazo registró un incremento moderado, de 0,9 puntos porcentuales, y se situó en el 6,2%. La emisión de valores a más largo plazo puede descomponerse en valores a tipo de interés variable y a tipo de interés fijo. Generalmente, en periodos caracterizados por una curva de rendimientos plana, los inversores suelen preferir valores a tipo de interés variable frente a valores a tipo fijo. De acuerdo con esta observación, en noviembre del 2008, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de

Cuadro 3 Valores emitidos por residentes en la zona del euro

Sector emisor	Saldo vivo (mm de euros) 2008 Nov	Tasas de crecimiento interanual ¹⁾					
		2007 IV	2008 I	2008 II	2008 III	2008 Oct	2008 Nov
Valores distintos de acciones:	13.073	8,9	8,1	6,9	7,3	7,0	8,1
IFM	5.332	10,8	9,3	7,7	8,1	5,3	5,7
Instituciones financieras no monetarias	1.798	26,6	24,9	21,8	23,5	21,7	24,4
Sociedades no financieras	698	8,0	8,7	5,8	4,0	4,0	3,9
Administraciones Públicas	5.245	3,0	2,7	2,2	2,4	4,8	6,4
De las cuales:							
Administración Central	4.913	2,8	2,7	2,3	2,4	4,9	6,7
Otras Administraciones Públicas	332	5,2	2,7	1,3	3,0	2,8	2,8
Acciones cotizadas:	3.474	1,3	1,2	0,9	0,6	0,7	0,9
IFM	393	1,3	0,8	1,5	2,8	4,2	5,9
Instituciones financieras no monetarias	265	2,8	2,6	2,4	2,5	2,8	2,2
Sociedades no financieras	2.816	1,2	1,2	0,6	0,0	-0,1	-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».

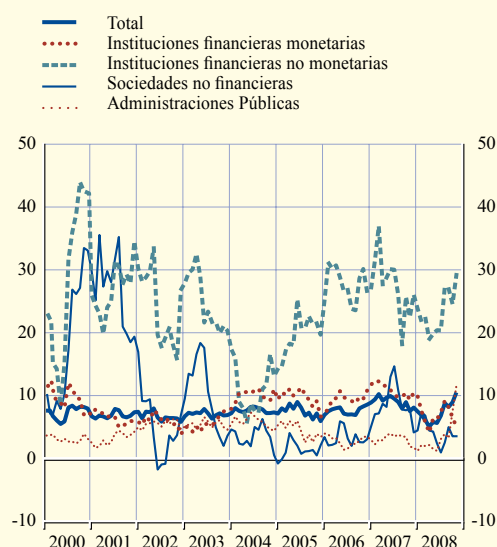
valores a tipo de interés variable se situó en el 13,6%, considerablemente por encima de la de los valores a tipo de interés fijo, que ese mismo mes fue del 3,3%.

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las sociedades no financieras en noviembre del 2008 prácticamente no experimentó variaciones y fue del 3,9%. Desde una perspectiva a más largo plazo, la actual actividad emisora de las sociedades no financieras se mantiene en niveles sensiblemente más reducidos que los registrados en el período inmediatamente anterior al estallido de la crisis, a mediados del 2007, y hasta el primer trimestre del 2008. La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a largo plazo emitidos por el citado sector experimentó un leve descenso, de 0,6 puntos porcentuales, y se situó en el 2,7% en noviembre del 2008, mientras que la tasa de crecimiento de la emisión a corto plazo se incrementó hasta el 10,1%, desde el 7,6% 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 registró un ascenso de 1,6 puntos porcentuales, hasta el 10,5%, en noviembre del 2008, debido principalmente al notable aumento de las emisiones de la Administración Central. En cambio, la tasa de crecimiento de seis meses anualizada de los valores distintos de acciones

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.

emitidos por las sociedades no financieras se mantuvo moderada, en el 3,5%, el mismo nivel que el mes anterior (véase gráfico 7). Más detalladamente, los datos desestacionalizados apuntan a que las emisiones valores distintos de acciones a corto plazo por parte de las sociedades no financieras fueron relativamente elevadas, así como a una prolongada debilidad en la emisión de valores a largo plazo.

Por lo que se refiere al sector financiero, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las IFM se incrementó hasta el 5,7% en noviembre del 2008, un ligero aumento con respecto al 5,3% de octubre del 2008. La emisión de valores a corto plazo, que había sido considerable desde el comienzo de las perturbaciones financieras en el verano del 2007, ha experimentado una desaceleración progresiva desde septiembre, y en noviembre registró una tasa de crecimiento interanual del 12,3%. La tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo de las IFM se redujo moderadamente, hasta el 4,5%, en noviembre del 2008. Es probable que el nuevo descenso de la emisión de valores a corto plazo del citado sector se deba al aumento de los diferenciales de crédito de la deuda de las instituciones financieras tras la quiebra de Lehman Brothers que, en cierta medida, se vio contrarrestado por los anuncios de diversas medidas de los Gobiernos para apoyar al sector bancario en estos momentos. La magnitud del efecto de la intensificación de las turbulencias financieras puede valorarse con mayor precisión si se examinan los datos desestacionalizados. Los datos de seis meses desestacionalizados correspondientes a noviembre del 2008 indican que las tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones a corto plazo y a largo plazo emitidos por las IFM se redujeron 1,2 puntos porcentuales (hasta el 7,8%) y 1,5 puntos porcentuales (hasta el 4,5%), respectivamente.

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las instituciones financieras no monetarias aumentó ligeramente en noviembre del 2008, hasta el 24,4%, en comparación con el 21,7% del mes precedente, confirmando con ello la persistente e intensa actividad emisora de este sector. Gran parte de esta actividad está relacionada con las numerosas operaciones de titulización realizadas por sociedades instrumentales patrocinadas por entidades de crédito, pese a la paralización efectiva de las colocaciones en los mercados desde el comienzo de las turbulencias. La tasa de crecimiento de seis meses anualizada, que capta mejor la evolución a corto plazo, aumentó hasta el 29,2% en noviembre, desde el 24,6% de octubre.

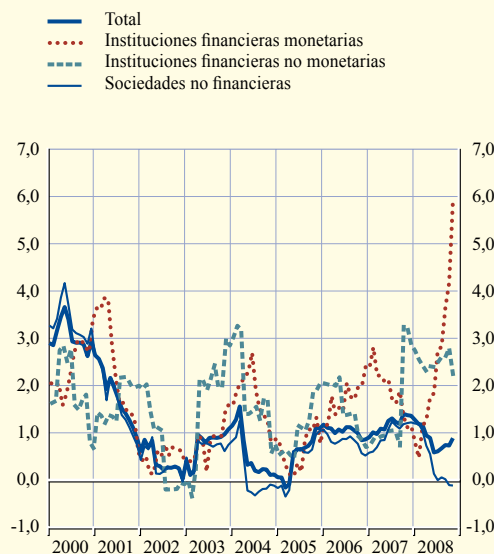
La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las Administraciones Públicas se incrementó considerablemente en noviembre del 2008, hasta el 6,4% (el nivel más elevado desde agosto del 2004), desde el 4,8% de octubre del 2008. Este aumento se debió, en su mayor parte, al acusado aumento de la tasa de crecimiento de los valores distintos de acciones a corto plazo emitidos por la Administración Central.

ACCIONES COTIZADAS

La tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro fue del 0,9% en noviembre del 2008, lo que representó un aumento de 0,2 puntos porcentuales con respecto al mes anterior (véase cuadro 3). En un contexto de persistente incremento del coste de las acciones, este moderado nivel refleja fundamentalmente el crecimiento negativo de las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras, que en noviembre fue del -0,1%, el mismo nivel que en octubre, mientras que la tasa de crecimiento de la emisión por parte de las instituciones financieras no monetarias también se redujo, desde el 2,8% hasta el 2,2%. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por las IFM aumentó de nuevo, desde el 4,2% hasta el 5,9%, reflejando las iniciativas de las instituciones de la zona del euro para reforzar su base de capital

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

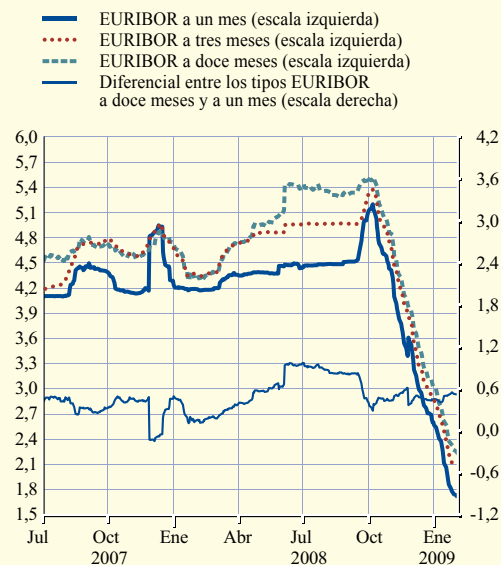
(tasas de crecimiento interanual)



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

Gráfico 9 Tipos de interés del mercado monetario

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



Fuentes: BCE y Reuters.

ante las cuantiosas pérdidas experimentadas el año pasado en los valores que mantienen en sus carteras (véase gráfico 8).

2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

Los tipos de interés del mercado monetario con garantías experimentaron un nuevo descenso en enero, en consonancia con la revisión a la baja de las expectativas de los mercados acerca de la trayectoria futura de los tipos de interés oficiales del BCE y con el recorte de estos tipos a mediados de enero. Los tipos de interés sin garantías del mercado monetario también disminuyeron, pero a un ritmo más intenso, lo que se tradujo en un estrechamiento del diferencial entre los tipos del mercado monetario con garantías y los del mercado sin garantías. Con todo, ese diferencial se mantiene en un nivel muy elevado. El Eurosistema continuó proporcionando abundante liquidez al sistema financiero en enero, aplicando procedimientos de subasta a tipo de interés fijo y con adjudicación plena en sus operaciones principales de financiación y en sus operaciones de financiación a plazo más largo.

Los tipos de interés del mercado monetario sin garantías experimentaron un nuevo descenso entre el 15 de enero y el 4 de febrero de 2009. El 4 de febrero, los tipos EURIBOR a un mes, a tres meses, a seis meses y a doce meses se situaron en el 1,71%, el 2,05%, el 2,14% y el 2,24% respectivamente, es decir 49, 46, 43 y 42 puntos básicos por debajo de los niveles observados el 15 de enero (véase gráfico 9). Esta caída fue especialmente pronunciada en los tipos a más corto plazo, con el resultado de que el diferencial entre los tipos EURIBOR a doce meses y a un mes aumentó hasta 53 puntos básicos el 4 de febrero, desde 45 puntos básicos el 15 de enero (véase gráfico 9).

Los tipos *swap* del EONIA también disminuyeron durante el mes, pero a un ritmo más moderado. Esta caída refleja, en parte, el recorte de 50 puntos básicos de los tipos de interés oficiales del BCE anunciado el 15 de enero 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* cayó hasta situarse en niveles observados por última vez a finales de septiembre, antes del pico registrado a principios de octubre. Entre el 15 de enero y el 4 de febrero, el diferencial entre el EURIBOR a tres meses y el índice del EONIA *swap* al mismo plazo se redujo de 101 puntos básicos a 87 puntos básicos.

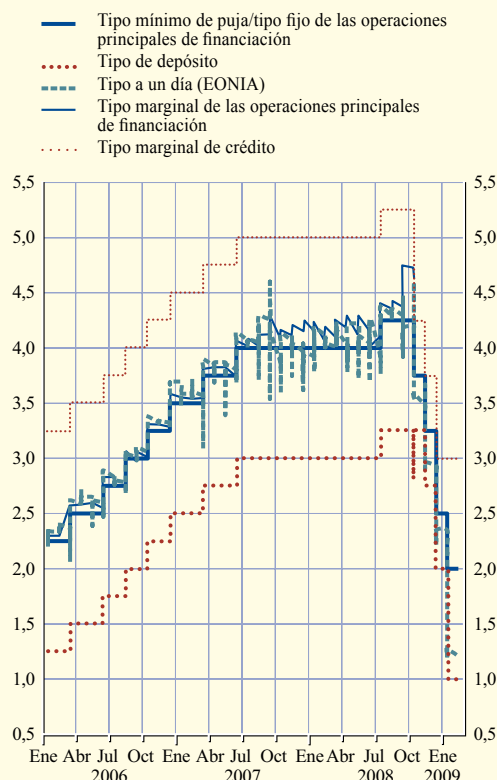
El 4 de febrero, los tipos de interés implícitos en los precios de los futuros del EURIBOR a tres meses con vencimiento en marzo, junio y septiembre del 2009 se situaban en el 1,8%, el 1,665% y el 1,695% respectivamente, lo que representa unas caídas de 28, 20,5 y 20,5 puntos básicos, respectivamente, en comparación con los niveles del 15 de enero. El comportamiento de los tipos de interés implícitos en los futuros del EURIBOR a tres meses reflejan, en parte, la revisión a la baja de las expectativas en relación con la evolución futura de los tipos de interés oficiales del BCE, así como una nueva reducción del diferencial previsto entre los tipos con garantías y sin garantías.

El 15 de enero, el Consejo de Gobierno acordó reducir 50 puntos básicos los tipos de interés oficiales del BCE, con lo que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación del Eurosistema se redujo hasta el 2%.

Al inicio del primer período de mantenimiento del 2009 (que finalizó el 10 de febrero de 2009), el EONIA experimentó un acusado descenso, debido, por una parte, al recorte de los tipos de interés oficiales del BCE (véase gráfico 10) y, por otra, a que la banda establecida por los tipos de interés de las facilidades permanentes se amplió de nuevo de manera simétrica, de 100 puntos básicos a 200 puntos básicos, con efecto a partir del primer día del período de mantenimiento (el 21 de enero). El EONIA continuó disminuyendo durante el período de mantenimiento. Tras situarse en torno al 2,14% hacia el final del período de mantenimiento anterior, el EONIA cayó hasta el 1,498% el primer día del nuevo período, y el 4 de febrero se situó en el 1,201%. En general, el EONIA permaneció en niveles considerablemente inferiores al tipo de interés aplicado en las operaciones principales de financiación del período comprendido entre el 15 de enero y el 4 de febrero, situándose, en promedio, 65 puntos básicos por debajo de dicho tipo. El diferencial medio fue de 38 puntos básicos antes de la ampliación de la banda establecida por los tipos de interés de las facilidades permanentes, el 21 de enero, y de 74 puntos básicos posteriormente. Esta evolución es acorde con la provisión de abundantes volúmenes de liquidez en el contexto de la política de adjudicación plena a tipo de interés fijo.

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

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

Como consecuencia de la política actual de gestión de la liquidez del Eurosistema (esto es, la provisión de liquidez mediante procedimientos de subasta a tipo de interés fijo y con adjudicación plena en las operaciones principales de financiación), el volumen de liquidez proporcionado al mercado estuvo determinado únicamente por las pujas presentadas por las entidades en las subastas. En las operaciones principales de financiación de los días 20 y 27 de enero y 3 de febrero, las entidades presentaron pujas por importe de 119,5 mm de euros, 183,5 mm de euros y 213,3 mm de euros por encima de las respectivas adjudicaciones de referencia, con lo que obtuvieron bastante más liquidez de la que hubiera sido necesaria para cumplir las exigencias de reservas.

El recurso a la facilidad de depósito se mantuvo en niveles elevados durante el primer período de mantenimiento del año, si bien, en promedio, fue inferior al registrado en el período anterior. Como consecuencia de la situación de liquidez holgada y de un recurso limitado a las operaciones de ajuste, el recurso medio diario a esta facilidad fue de 177 mm de euros entre el 21 de enero y el 4 de febrero, con variaciones significativas durante este período. No obstante, fue inferior a la media de 239 mm de euros observada en el período de mantenimiento anterior. Esta caída podría ser resultado de la nueva ampliación de la banda, que ha restado atractivo a la facilidad de depósito, aunque esta conclusión puede ser prematura. El descenso también está relacionado con el hecho de que los volúmenes de fondos solicitados en las operaciones principales de financiación fueron inferiores a los del período de mantenimiento precedente. El recurso medio diario a la facilidad marginal de crédito se redujo ligeramente, de 2,8 mm de euros en el período de mantenimiento anterior a unos 2,3 mm de euros en el período comprendido entre el 21 de enero y el 4 de febrero. Esto sugeriría que la absorción neta diaria de liquidez se situó, en promedio, en 174,7 mm de euros en este período.

Por otra parte, el Eurosistema realizó una operación de ajuste el 20 de enero, último día del período de mantenimiento anterior, en la que absorbió 140 mm de euros aplicando un procedimiento de subasta a tipo de interés variable, con un tipo de interés máximo del 2,5% y un tipo marginal del 2,3%.

En la operación de financiación a plazo más largo complementaria realizada por el Eurosistema el 20 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 113,4 mm de euros con vencimiento a un mes. En la operación de financiación a plazo más largo del 28 de enero (que también se llevó a cabo con adjudicación plena, un tipo de interés fijo del 2% y vencimiento a tres meses), el importe adjudicado ascendió a 43,2 mm de euros.

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 21 y 28 de enero y 4 de febrero, y una operación con vencimiento a tres meses el 27 de enero. El BCE también ha proporcionado a las entidades de contrapartida del Eurosistema financiación en dólares estadounidenses y en francos suizos a cambio de euros a través de operaciones de *swaps* de divisas.

2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

En enero y comienzos de febrero del 2009, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo se elevó de forma significativa en las principales áreas económicas, debido, probablemente, a la exigencia de una compensación más elevada por el riesgo asumido por parte de los inversores en los mercados de renta fija mundiales. Las tasas de inflación implícitas a largo plazo de la zona del euro también aumentaron,

pero su evolución puede que siga viéndose afectada, en parte, por los desequilibrios entre la oferta y la demanda existentes en los mercados de bonos indicados con la inflación. Los mercados de renta fija continuaron registrando una elevada volatilidad implícita a ambos lados del Atlántico.

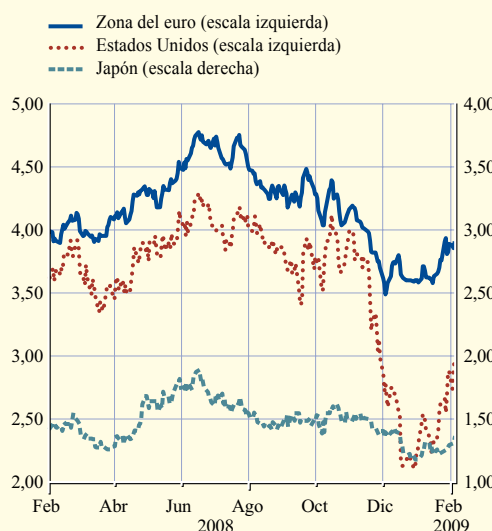
El rendimiento de la deuda pública en los mercados mundiales se ha elevado de forma significativa desde que se inició el año. En la zona del euro y en Estados Unidos, el rendimiento de la deuda pública a diez años se incrementó en torno a 30 y 70 puntos básicos, hasta situarse en el 3,9% y el 3%, respectivamente, entre finales de diciembre y el 4 de febrero (véase gráfico 11). En consecuencia, el diferencial entre el rendimiento nominal de la deuda pública a diez años en Estados Unidos y en la zona del euro se estrechó en torno a -90 puntos básicos al final del período de referencia. En Japón, el rendimiento de la deuda pública a diez años también aumentó 20 puntos básicos, hasta situarse en el 1,4% a comienzos de febrero. En enero y primeros de febrero, la volatilidad de los mercados de renta fija a ambos lados del Atlántico siguió moderándose, desde los máximos alcanzados a mediados de noviembre, manteniéndose, no obstante, en niveles muy elevados.

En enero, se produjo una reversión parcial de la tendencia descendente observada en el rendimiento de la deuda pública en Estados Unidos, que se inició a principios de noviembre y se intensificó tras la decisión adoptada a primeros de diciembre por el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal de establecer un intervalo de referencia para el tipo de interés de los fondos federales, situado entre el 0,0% y el 0,25%, y de mantenerlo, probablemente, en niveles reducidos durante un período prolongado. Desde finales de enero, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo ha experimentado un ascenso significativo. Este ascenso parece estar relacionado con la exigencia de una compensación más elevada por el riesgo asumido por parte de los inversores en los mercados de renta fija mundiales, como queda reflejado en el crecimiento de los swaps de impago de crédito en Estados Unidos y en otras economías principales. La preocupación existente en los mercados sobre las perspectivas a largo plazo de las finanzas públicas puede haber sido alentada, en parte, por los debates que tienen lugar actualmente en el Congreso de Estados Unidos en relación con el plan de estímulo económico cifrado en 825 mm de dólares estadounidenses.

En los mercados de renta fija de la zona del euro, el rendimiento de la deuda pública a largo también registró un incremento, pese a la decisión adoptada el 15 de enero de reducir los tipos de interés oficiales del BCE en 50 puntos básicos. Al igual que en Estados Unidos, tal incremento parece reflejar, asimismo, una mayor percepción, por parte de los inversores en los mercados de renta fija, del riesgo relacionado con la presión fiscal que se deriva de las planes de rescate propuestos por los Gobiernos europeos, en conjunción con la ampliación de la oferta de deuda pública y la moderación de la demanda de nuevas emisiones en los mercados de deuda soberana (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 noviem-

Gráfico 11 Rendimiento de la deuda pública a largo plazo

(en porcentaje; datos diarios)



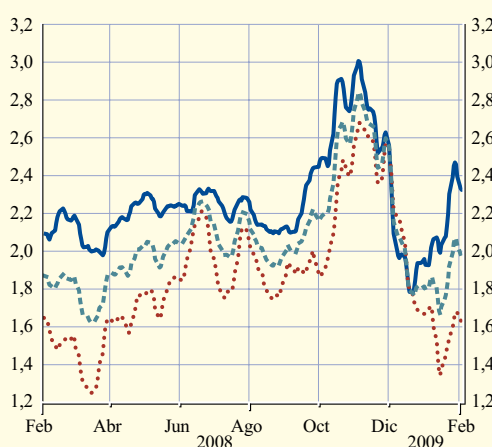
Fuentes: Bloomberg y Reuters.

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.

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

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

- Rendimiento de los bonos indicados con la inflación a cinco años, dentro de cinco años
- Rendimiento de los bonos indicados con la inflación a cinco años
- Rendimiento de los bonos indicados con la inflación a diez años

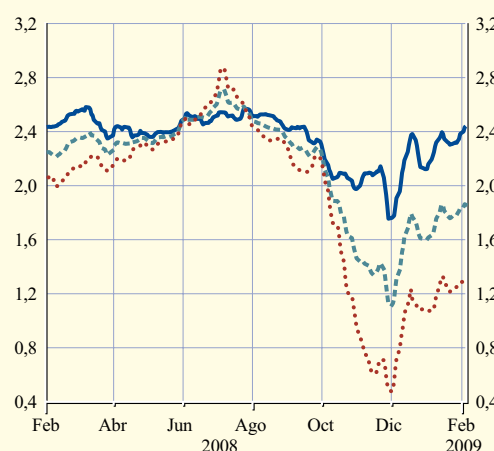


Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

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)

- Tasa de inflación implícita a cinco años, dentro de cinco años
- Tasa de inflación implícita a cinco años
- Tasa de inflación implícita a diez años



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

bre del 2008). Las situación actual de los mercados y el aumento de la aversión al riesgo entre los inversores en renta fija siguieron contribuyendo a la ampliación de los diferenciales de rendimiento entre la deuda pública a diez años de los distintos países de la zona del euro y la de Alemania, observándose, en la segunda quincena de enero, nuevos máximos desde el inicio de la UEM en algunos países.

Por lo que respecta a los bonos nominales, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo iniciada con la inflación de la zona del euro también ha aumentado de forma significativa desde comienzos del 2009. El crecimiento del rendimiento real de los bonos se produjo, principalmente, en los vencimientos a medio y largo plazo, elevándose el rendimiento de los bonos a diez años en torno a 15 puntos básicos desde finales de diciembre del 2008 (véase gráfico 12). En cuanto a los vencimientos más cortos, el rendimiento real se mantuvo prácticamente sin cambios, e incluso disminuyó ligeramente. La evolución del rendimiento de los bonos indicados con la inflación es, sin embargo, más difícil de interpretar en las circunstancias actuales, ya que es probable que refleje, en parte, los desequilibrios entre la oferta y la demanda atribuibles al fuerte desapalancamiento efectuado por varias instituciones financieras en los últimos meses, como consecuencia de las inadecuadas condiciones de liquidez existentes en este mercado.

Las tasas de inflación implícitas de la zona del euro a todos los vencimientos experimentaron un notable incremento entre finales de diciembre y comienzos de febrero. Por ejemplo, las tasas de inflación implícitas *spot* a cinco y diez años se elevaron alrededor de 15 puntos básicos, y a principios de febrero se situaron en torno al 1,3% y al 1,9%, respectivamente, dando lugar a una subida cercana a los 30 puntos básicos en los tipos *forward* a cinco años, dentro de cinco años, que se situaron en torno al 2,4% el 4 de febrero (véase gráfico 13). No obstante, la mayor parte de esta subida se produjo en la primera parte del período de referencia, por lo que podría reflejar, principalmente, la normalización en curso de los desequilibrios entre

oferta y demanda en el mercado de bonos indicados con la inflación de la zona del euro. Con todo, estas fluctuaciones deberían interpretarse con cautela en términos de modificación de las expectativas de inflación de los participantes en el mercado y de las primas de riesgo relacionadas.

La actual estructura temporal de los tipos *forward* de la zona del euro muestra el ajuste a la baja de las expectativas sobre los tipos de interés a corto plazo tras la última decisión adoptada por el Consejo de Gobierno del BCE de recortar los tipos oficiales 50 puntos básicos (véase gráfico 14). Al mismo tiempo, el nivel ligeramente más elevado del rendimiento de los bonos a largo plazo en comparación con finales de diciembre parece ser el resultado de un posible incremento de las primas de riesgo en horizontes más largos.

Los diferenciales de renta fija privada han disminuido levemente desde finales de diciembre, pero se mantienen próximos a los máximos históricos alcanzados por la mayoría de las calificaciones crediticias en torno a finales de año. Los diferenciales de bonos de las sociedades no financieras registraron un ligero descenso en todas las calificaciones crediticias, en medio de indicios provisionales de una recuperación de la demanda por parte de los inversores. Del mismo modo, en el sector financiero los diferenciales de la renta fija privada con calificación AAA- y con calificación AA se estrecharon ligeramente, mientras que siguió ampliándose el diferencial de la renta fija privada con calificaciones más bajas. En general, los elevados diferenciales de renta fija privada existentes reflejan la persistente preocupación de los inversores respecto a la solvencia de las sociedades no financieras y de las instituciones financieras. Por ejemplo, el 4 de febrero los diferenciales de bonos con calificación BBB de las sociedades no financieras se situaron en torno a 425 puntos básicos, mientras que los de las instituciones financieras se aproximaron a los 1.740 puntos básicos.

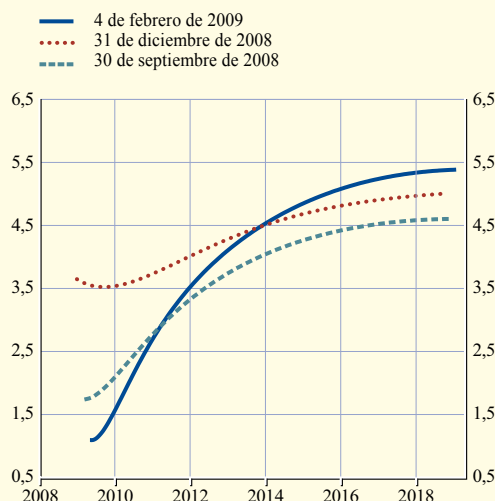
2.5 TIPOS DE INTERÉS APLICADOS A LOS PRÉSTAMOS Y A LOS DEPÓSITOS

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.

Desde que se publicó el Boletín Mensual de enero del 2009 no se han recibido nuevos datos sobre los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela antes de la fecha de cierre de la re-

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

(en porcentaje; datos diarios)



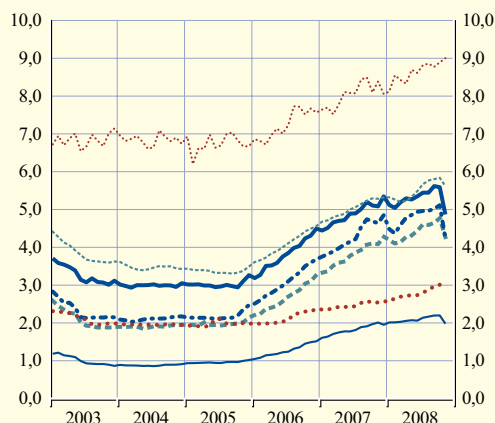
Fuentes: BCE, EuroMTS (datos) y Fitch Rating (calificaciones crediticias).

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.

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

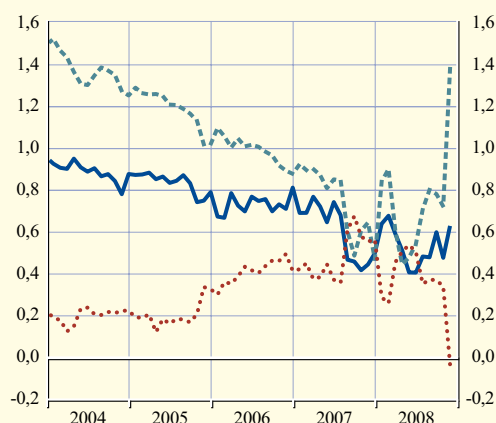


Fuente: BCE.

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 depósitos hasta un año de los hogares 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



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.

cepción de información para elaborar la presente edición del Boletín. Por consiguiente, en esta sección se reitera el mensaje que figuraba en la misma sección del Boletín anterior. En noviembre del 2008, con la excepción de los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM al crédito al consumo, 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 más pronunciadas de los tipos de interés de mercado con periodos similares de fijación del tipo. 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 2008. Esto se tradujo en una ampliación de los diferenciales entre 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 posible que estos movimientos reflejen la lentitud habitual en la transmisión de las variaciones en los tipos de interés de mercado a los tipos aplicados por las en-

tidades 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 período inicial 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 aplicados a 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 relativas a las condiciones de los prestatarios. 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.

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.

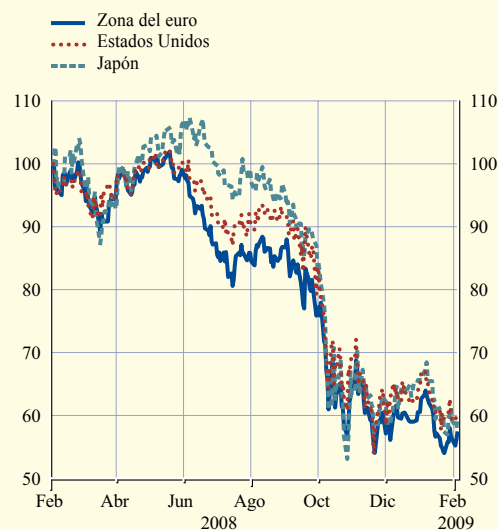
2.6 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

Entre finales de diciembre del 2008 y el 4 de febrero del presente año, los índices bursátiles bajaron en la zona del euro y en Estados Unidos, un 5% y un 8%, respectivamente. Estos descensos pueden explicarse por la combinación de una mayor aversión al riesgo por parte de los inversores, la incertidumbre respecto a la profundidad y duración de la recesión en la economía mundial y un nuevo deterioro de los beneficios empresariales. La volatilidad de los mercados de renta variable aumentó en el periodo considerado, aunque se mantuvo muy por debajo de los máximos alcanzados en el otoño del año pasado.

Desde finales de diciembre del 2008, los mercados internacionales de renta variable se han venido caracterizando por una acusada volatilidad y por una alternancia de ganancias y pérdidas, cuyo resultado

Gráfico 18 Índices bursátiles

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

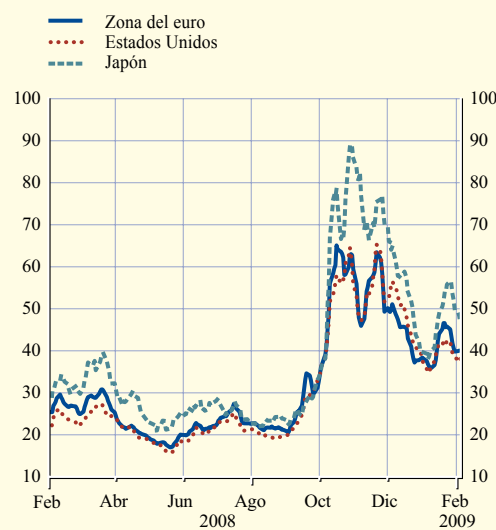


Fuentes: Reuters y Thomson Financial Datastream.

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

Gráfico 19 Volatilidad implícita de los mercados de renta variable

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



Fuente: Bloomberg.

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

general ha sido un descenso de los precios de las acciones al final del período analizado. El 4 de febrero, las cotizaciones bursátiles de la zona del euro, medidas por el índice Dow Jones EURO STOXX amplio, habían perdido un 5%, mientras que en Estados Unidos el índice Standard & Poor's 500 había retrocedido un 8%, con respecto a los niveles registrados a finales de diciembre (véase gráfico 18). Durante el mismo período, en Japón las cotizaciones bursátiles, medidas por el índice Nikkei 225, bajaron un 9%. La volatilidad implícita a corto plazo, obtenida de las opciones sobre acciones, aumentó ligeramente en las primeras semanas del 2009, hasta niveles elevados en términos históricos, aunque muy inferiores a los máximos observados en el otoño del año pasado (véase gráfico 19). La incertidumbre respecto a la evolución futura del índice Dow Jones EURO STOXX 50 más allá del muy corto plazo (en horizontes temporales de uno y dos años) no experimentó prácticamente cambios, aunque permaneció en cotas bastante altas.

Durante el período examinado, en Estados Unidos y en la zona del euro la evolución de los mercados de renta variable estuvo dominada por la preocupación de los inversores acerca de la duración y profundidad de la recesión a ambos lados del Atlántico. En Estados Unidos, el descenso del índice bursátil general refleja, en gran medida, la evolución negativa de las acciones del sector financiero, que cayeron un 23%, mientras que las del sector no financiero bajaron en torno a un 4%. Estos nuevos descensos, especialmente los observados en el sector financiero, fueron desencadenados por el anuncio de fuertes pérdidas de algunas entidades de crédito, por la inquietud respecto a las perspectivas de la economía estadounidense y por una mayor aversión al riesgo por parte de los inversores. Las sombrías perspectivas macroeconómicas provocaron una ola de anuncios de despidos y se reflejaron también en el dete-

rioro de los beneficios efectivos y esperados de las empresas. El crecimiento de los beneficios efectivos por acción de las empresas incluidas en el índice Standard and Poor's 500 disminuyó en enero, hasta el -15%. Aunque las tasas de crecimiento de los beneficios esperados para los próximos doce meses se revisaron también a la baja, hasta un 10%, esta cifra apunta a cierta recuperación de los beneficios empresariales en un futuro relativamente próximo.

Entre finales de diciembre del 2008 y el 4 de febrero del presente año se observó, en la zona del euro una evolución más equilibrada de los precios de las acciones en los sectores no financiero y financiero, en los que se registraron descensos del 3% y del 10%, respectivamente, mientras que las acciones de las entidades bancarias experimentaron las mayores pérdidas. A pesar de anuncios de beneficios algo contradictorios, las acciones del sector financiero, y en particular las de los bancos, se vieron afectadas por los resultados negativos de algunas entidades bancarias, que acrecentaron los temores de los inversores respecto a la solvencia del sector, y elevaron las primas de riesgo de las acciones. En general, los mercados de renta variable de la zona del euro parecen sufrir todavía los efectos de la elevada aversión al riesgo, de la merma de la confianza de los inversores y de la renovada inquietud en torno al deterioro de las perspectivas económicas.

El difícil clima económico influyó también de forma significativa en los beneficios de las empresas incluidas en el índice Dow Jones EURO STOXX. La tasa de crecimiento interanual de los beneficios efectivos por acción volvió a descender, hasta el -16% en enero, desde el -13% de diciembre. De cara al futuro, las tasas de crecimiento de los beneficios por acción esperadas para los próximos doce meses se revisaron también a la baja, desde el 1,5% de diciembre, hasta el 0,5% de enero. Por sectores, en enero la evolución de los beneficios siguió presentando un marcado contraste entre el sector no financiero y el financiero. Mientras que en el sector no financiero el crecimiento interanual de los beneficios por acción sólo disminuyó un 8%, en el sector financiero la desaceleración fue mucho más pronunciada, ya que alcanzó el 41%. Posiblemente como consecuencia de los distintos niveles de beneficios que se observan actualmente, los analistas parecen esperar que la evolución temporal de los beneficios, como resultado de los efectos de la crisis, sea muy diferente según los sectores. Para los próximos doce meses se prevé un repunte del 15% de los beneficios por acción en el sector financiero, frente a un descenso del 4% en el sector no financiero.

3 PRECIOS Y COSTES

Según el avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro siguió bajando en enero del 2009, hasta el 1,1%, desde el 1,6% de diciembre del 2008. Al mismo tiempo, la evolución de los precios de las materias primas en los mercados internacionales ha contribuido también a la rápida reducción de las presiones sobre los precios a lo largo de la cadena de suministro, en relación con los elevados niveles alcanzados a mediados del año pasado. Por el contrario, los datos disponibles sugieren que los costes laborales de la zona del euro continuaron registrando un fuerte crecimiento en el tercer trimestre del 2008.

Como resultado, principalmente, de los efectos de base derivados del pasado comportamiento de los precios de la energía, se espera que las tasas de inflación interanual sigan descendiendo en los próximos meses, alcanzando posiblemente niveles muy bajos a mediados de año. No obstante, debido también a estos efectos de base, se espera que las tasas de inflación vuelvan a subir en el segundo semestre del año. En consecuencia, es probable que las tasas de inflación medidas por el IAPC experimenten acusadas fluctuaciones en el transcurso del 2009. Sin embargo, se espera que la inflación interanual medida por el IAPC se mantenga a medio plazo en niveles compatibles con la estabilidad de precios. Por lo que se refiere a los riesgos para dicha estabilidad, nuevos descensos inesperados de los precios de las materias primas o una desaceleración de la economía mayor de lo previsto podrían generar presiones a la baja sobre la inflación, mientras que podrían materializarse riesgos alcistas, especialmente si la reciente caída de los precios de las materias primas se invirtiera o si las presiones sobre los precios internos resultaran ser más intensas de lo esperado.

3.1 PRECIOS DE CONSUMO

Según el avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro bajó al 1,1% en enero del 2009, desde el 1,6% de diciembre del 2008 (véase cuadro 4). Aunque no se han publicado todavía las estimaciones oficiales del detalle del IAPC de enero, los datos disponibles apuntan a un descenso intermensual de los precios de la energía y a una probable influencia moderadora sobre de la inflación, debido a los efectos de base de los componentes de energía y de alimentos.

Cuadro 4 Evolución de los precios

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	2007	2008	2008 Ago	2008 Sep	2008 Oct	2008 Nov	2008 Dic	2009 Ene
IAPC y sus componentes								
Índice general ¹⁾	2,1	3,3	3,8	3,6	3,2	2,1	1,6	1,1
Energía	2,6	10,3	14,6	13,5	9,6	0,7	-3,7	.
Alimentos no elaborados	3,0	3,5	3,7	3,6	3,4	2,8	2,8	.
Alimentos elaborados	2,8	6,1	6,8	6,2	5,1	4,2	3,5	.
Bienes industriales no energéticos	1,0	0,8	0,7	0,9	1,0	0,9	0,8	.
Servicios	2,5	2,6	2,7	2,6	2,6	2,6	2,6	.
Otros indicadores de precios								
Precios industriales	2,8	6,2	8,5	7,9	6,3	3,3	1,7	.
Precios del petróleo (euro/barril)	52,8	65,9	77,0	70,0	55,2	43,1	32,1	34,3
Precios de las materias primas no energéticas	9,2	4,4	10,5	5,5	-7,4	-7,7	-17,1	-20,7

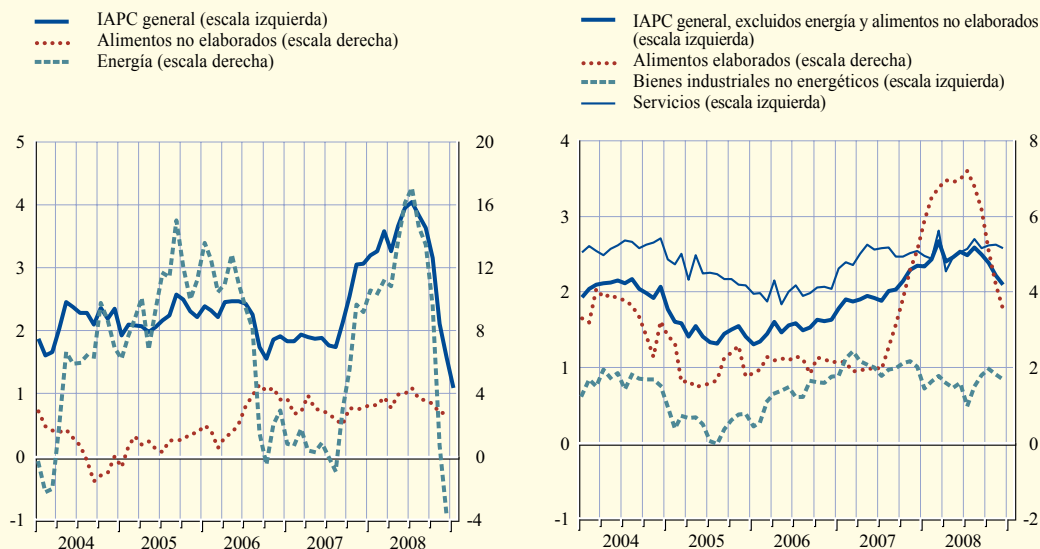
Fuentes: Eurostat, HWWI y cálculos del BCE basados en datos de Thomson Financial Datastream.

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

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

Gráfico 20 Desagregación del IAPC por principales componentes

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

El detalle del índice de diciembre indica que la pronunciada desaceleración de la inflación interanual medida por el IAPC observada en el citado mes puede atribuirse, fundamentalmente, a un nuevo descenso de la tasa de variación interanual del componente energético (véase gráfico 20). Este marcado descenso fue resultado de 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 de 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 diciembre, la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos volvió también a disminuir en la zona del euro, como consecuencia de la reducción de la correspondiente tasa de los precios de los alimentos elaborados, que bajó hasta el 3,5% en diciembre, desde el nivel máximo del 7,2% observado en julio, en un contexto 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, y fue, en gran medida, reflejo 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 interanual 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 anteriores. 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 al 0,8% de di-

ciembre, tras haber mostrado cierta tendencia al alza en los meses precedentes. El último descenso fue resultado, básicamente, 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 estuvo determinada, en parte, por un efecto de base y, en parte probablemente, por un ligero descenso intermensual, debido a la contracción de la demanda de automóviles. La tasa de variación interanual de los precios de los servicios permaneció en el 2,6% en diciembre, sin cambios desde septiembre y generalmente en línea con la media registrada desde enero del 2007. No obstante, la estabilidad de la tasa en el mes de noviembre ocultó movimientos opuestos de los distintos componentes. En particular, la tasa de variación interanual del componente de servicios de transporte se incrementó ligeramente, en aparente contradicción con la evolución de los precios del petróleo en ese mes, mientras que la tasa de variación interanual de los precios de las vacaciones organizadas disminuyó de forma significativa.

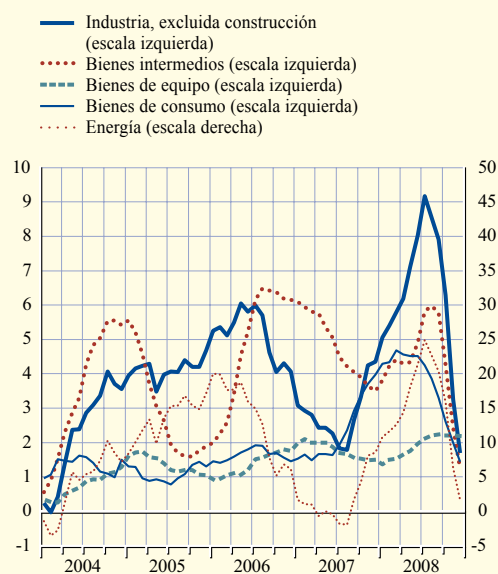
3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

Las presiones sobre los precios en la cadena de suministro han seguido disminuyendo de forma constante en relación con los altísimos niveles alcanzados en el verano del año pasado. La tasa de variación interanual de los precios industriales, excluida la construcción, cayó al 1,7% en diciembre del 2008, desde el 3,3% de noviembre, como consecuencia, principalmente, de la evolución de los precios de la energía y de los bienes intermedios (véase gráfico 21). La tasa de variación interanual de los precios del componente energético bajó al 1,7% en diciembre, desde el 6,3% de noviembre, reflejo de un nuevo importante descenso de los precios de la energía en términos intermensuales y de un efecto de base favorable. Si se excluyen la energía y la construcción, la inflación en los precios industriales disminuyó al 1,5%, su nivel más bajo en casi tres años. La tasa de variación interanual de los precios de los bienes intermedios se redujo notablemente en diciembre, hasta el 1,2%, mientras que la correspondiente tasa de los bienes de equipo se mantuvo estable en el 2,2%. La tasa de variación interanual de los precios de los bienes de consumo descendió hasta el 1,4%, desde el 2% de noviembre, como consecuencia de una menor inflación en el componente de bienes no duraderos, a su vez resultado, en cierta medida, de una nueva desaceleración del crecimiento de los precios de los alimentos.

Los últimos datos de las encuestas sobre fijación de precios por parte de las empresas sugieren que las presiones sobre los precios a lo largo de la cadena de suministro se han atemperado todavía más a comienzos del 2009 (véase gráfico 22). Según el último índice de directores de compras, tras la fuerte caída de los índices de precios de los bienes intermedios y de los precios de venta, la mayoría de los indicadores de presiones sobre los precios en los sectores de manufacturas y de ser-

Gráfico 21 Desagregación de los precios industriales

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



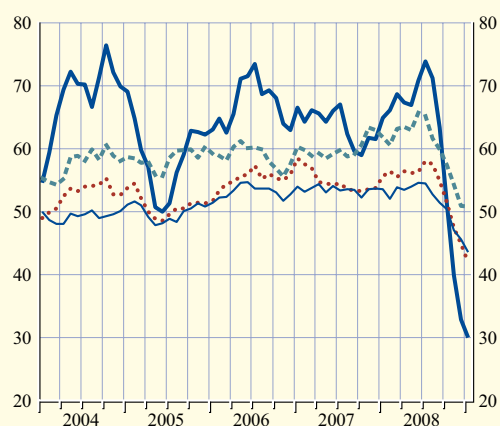
Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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)

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



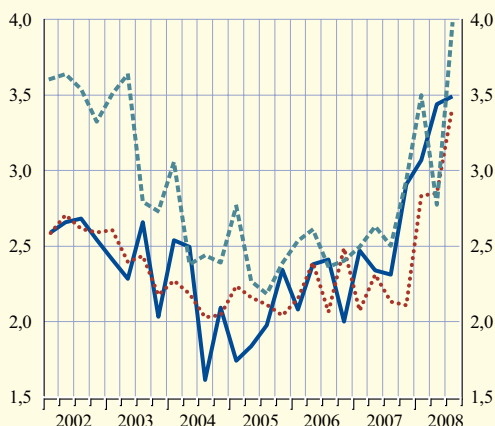
Fuente: Markit.

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

Gráfico 23 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)

- Remuneración por asalariado
- Salarios negociados
- Costes laborales por hora



Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

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

vicios alcanzaron al principio del 2009 cotas cercanas a mínimos históricos, en claro contraste con los elevados niveles observados a mediados del año pasado.

3.3 INDICADORES DE COSTES LABORALES

Los datos disponibles indican que los costes laborales de la zona del euro siguieron experimentando un rápido ritmo de crecimiento a lo largo de la mayor parte del 2008, manteniéndose los salarios negociados, los costes laborales por hora y la remuneración por asalariado en un elevado nivel en el tercer trimestre del año (véanse gráfico 23 y cuadro 5). En ese trimestre, los salarios negociados crecieron un 3,4%, como

Cuadro 5 Indicadores de costes laborales

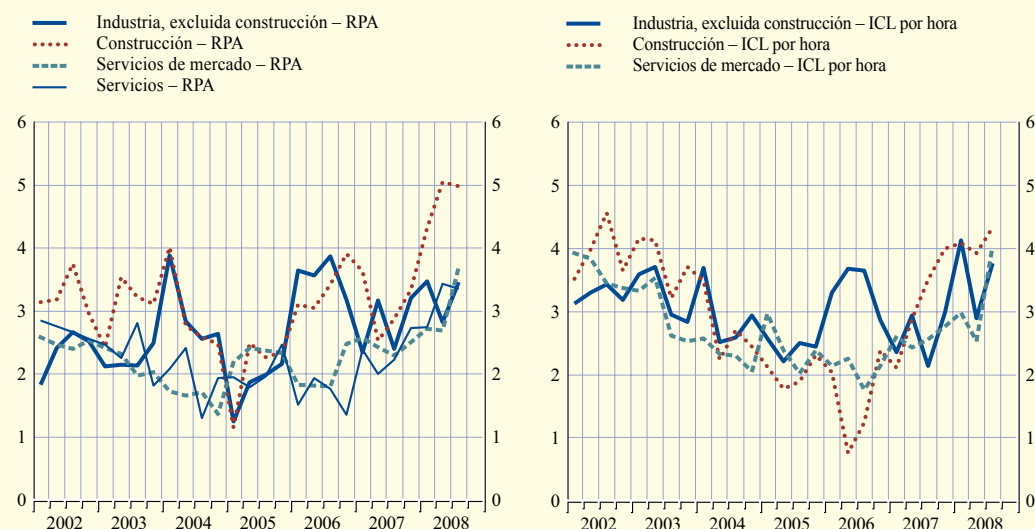
(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	2006	2007	2007 III	2007 IV	2008 I	2008 II	2008 III
Salarios negociados	2,3	2,2	2,1	2,1	2,8	2,9	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.

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.

reflejo, probablemente, de las pasadas tensiones registradas en los mercados de trabajo y también de los efectos de segunda vuelta de la indiciación de los salarios con tasas de inflación temporalmente altas que se observaron en algunos países de la zona del euro. Los costes laborales por hora mostraron una rápida tendencia al alza en el tercer trimestre, alcanzando el 4% en términos interanuales. Este fuerte crecimiento de los costes laborales por hora, que se produjo en todos los sectores (véase gráfico 24), puede haber sido, en cierta medida, resultado de un ajuste a la baja de las horas trabajadas, en respuesta al debilitamiento de la demanda. La tasa de variación interanual de la remuneración por asalariado se mantuvo también en niveles elevados, el 3,5%, en el tercer trimestre. Este alto nivel, unido a la contracción de la productividad en la zona del euro, observada en el mismo trimestre, contribuyó a mantener el crecimiento interanual de los costes laborales unitarios en el nivel más alto registrado en más de una década. Sin embargo, parece muy probable que, más adelante, el crecimiento de los salarios experimente una desaceleración, en vista de las débiles perspectivas de crecimiento económico de la zona del euro.

3.4 PRECIOS DE LOS INMUEBLES RESIDENCIALES EN LA ZONA DEL EURO

Tal y como se indica con más detalle en el recuadro 4, las últimas estimaciones disponibles relativas a la zona del euro para el primer semestre del 2008 sugieren que ha proseguido la moderación general del crecimiento de los precios de los inmuebles residenciales en relación con los niveles máximos alcanzados a mediados del 2005.

3.5 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

Según el avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro bajó hasta el 1,1% en enero del 2009, desde el 1,6% de diciembre del 2008. Al mismo tiempo, la evolución de los

Recuadro 4

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

La inflación en los precios de los inmuebles residenciales de la zona del euro siguió disminuyendo a comienzos del 2008, manteniendo así la tendencia moderadora observada en los tres últimos años, tras el fuerte crecimiento experimentado en los años anteriores al 2005. En este recuadro se analiza la evolución reciente de los precios de los inmuebles residenciales en la zona del euro, en relación con factores que influyen en la oferta y la demanda de vivienda, y se evalúan las perspectivas para estos precios¹.

Los datos más recientes reflejan una continua tendencia descendente de la tasa de crecimiento de los precios de los inmuebles residenciales de la zona del euro en el primer semestre del 2008². En términos interanuales, se estima que el crecimiento de los precios de la vivienda ha disminuido de forma continua, desde el nivel máximo del 7,7% alcanzado en el primer semestre del 2005, hasta el 2,7% registrado en la primera mitad del 2008 (véase gráfico A). El moderado crecimiento actual de los precios de la vivienda contrasta con la elevada tasa media de crecimiento interanual del 6,6% observada en el período 1999-2005 (véase cuadro). Si se ajusta por la inflación medida por el IAPC, la reciente desaceleración del crecimiento de los precios de los inmuebles residenciales de la zona del euro fue incluso más acusada, ya que la inflación en los precios de la vivienda cayó, desde el 5,7%

- 1 Para un examen detallado de los indicadores de oferta y demanda de vivienda, véase el artículo titulado «Análisis de la evolución de los precios de la vivienda en la zona del euro», en el Boletín Mensual de febrero del 2006.
- 2 Cabe observar que los datos relativos a la evolución de los precios de la vivienda presentan un elevado grado de incertidumbre, debido, en particular, a cuestiones de cobertura, control de calidad y representatividad.

Datos más recientes sobre los precios nominales de los inmuebles residenciales en la zona del euro

(tasas de variación interanual)

	Ponderación	Tasa media de variación interanual 1999-2005	2006	2007	2008	2008		I	2008		
						Primer semestre	Segundo semestre		II	III	IV
Bélgica ¹⁾	3,7	9,4	11,1	9,2	..	..	..	..	..	..	..
Alemania ²⁾	27,2	-0,9	0,2	0,2	..	..	..	..	..	..	..
Irlanda ²⁾	2,1	12,2	13,4	0,9	-9,4	-9,0	-9,8	-8,6	-9,4	-10,0	-9,7
Grecia ²⁾	2,5	9,5	12,2	3,6	..	..	..	..	..	..	..
España ²⁾	11,5	13,8	10,4	5,8	0,7	2,9	-1,4	3,8	2,0	0,4	-3,2
Francia ¹⁾	21,1	11,2	12,1	6,6	..	3,7	..	4,3	3,0	0,8	..
Italia ²⁾	17,3	7,5	5,8	4,9	4,2	4,5	3,9	..	..	..	..
Chipre ²⁾	0,2	-	10,0	15,0	..	..	..	..	..	..	..
Luxemburgo ²⁾	0,4	11,1	..	..	..	..	..	..	..	..	..
Malta ²⁾	0,1	10,8	3,5	1,1	-2,7	-1,7	-3,8	-0,7	-2,7	-3,2	-4,4
Países Bajos ¹⁾	6,3	7,8	4,6	4,2	2,9	3,7	2,2	4,2	3,1	2,8	1,7
Austria ²⁾³⁾	3,0	0,7	4,0	4,1	..	1,0	..	2,1	-0,2	0,7	..
Portugal ²⁾	1,8	2,9	2,1	1,3	..	3,1	..	2,3	4,0	4,8	..
Eslovenia ¹⁾	0,4	-	13,9	..	..	..	..	-	-	-	-
Eslovaquia ¹⁾	0,5	-	16,8	23,9	..	32,8	..	34,5	31,2	19,9	..
Finlandia ¹⁾	2,0	..	7,4	5,9	0,9	3,2	-1,4	3,7	2,7	0,6	-3,4
Zona del euro	100	6,6	6,5	4,3	..	2,7	..	..	..	..	..

Fuentes: Datos nacionales y cálculos del BCE.

Notas: Las ponderaciones se basan en el PIB nominal del 2006.

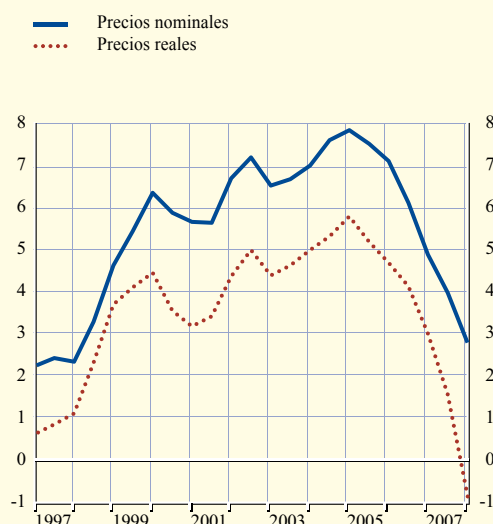
1) Viviendas de segunda mano (casas y apartamentos); todo el país.

2) Todas las viviendas (casas y apartamentos, nuevos y de segunda mano); todo el país.

3) Datos hasta el 2000, únicamente para Viena.

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

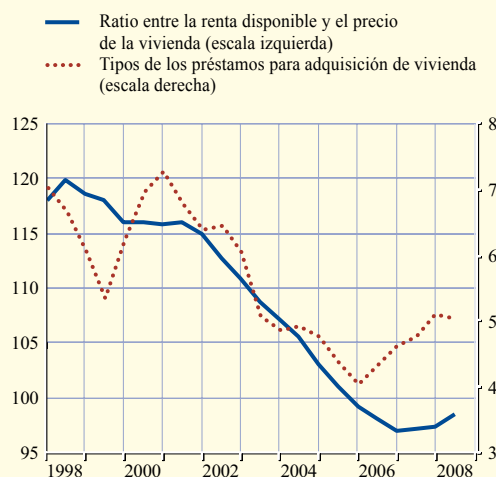
(tasas de variación interanual; datos semestrales)



Fuente: Cálculos del BCE basados en datos nacionales.
Nota: El crecimiento de los precios reales de los inmuebles residenciales se obtiene restando la inflación interanual medida por el IAPC del crecimiento de los correspondientes precios nominales. El agregado de los precios de los inmuebles residenciales de la zona del euro se calcula a partir de series nacionales que abarcan más del 90% del PIB de la zona para todo el período.

Gráfico B Indicador simple de la accesibilidad a la vivienda y condiciones de financiación

(índice: 2005 = 100; en porcentaje)



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

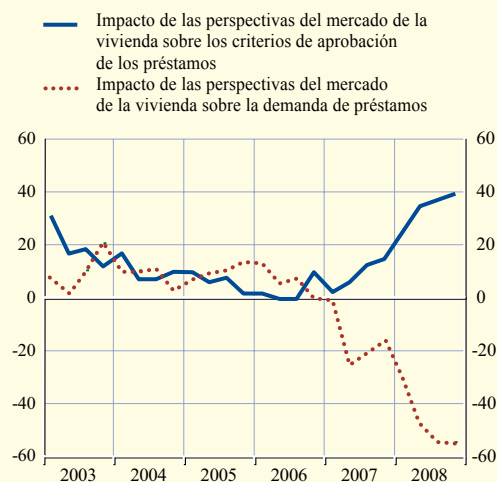
del primer semestre del 2005, hasta el -0,8% registrado en el mismo período del 2008. Sin embargo, esta caída fue incluso más acentuada, como consecuencia de la volatilidad de los precios de las materias primas, que influyó en el IAPC de la zona del euro.

Una considerable heterogeneidad entre los distintos países continuó subyaciendo en la evolución del agregado de los precios de los inmuebles residenciales de la zona del euro (véase cuadro). Los datos nacionales disponibles indican que la velocidad y la magnitud de la moderación de la inflación en los precios de la vivienda se correspondieron, en general, con la amplitud de los aumentos registrados en los distintos países en años anteriores. Aunque en el 2008 el crecimiento de los precios de los inmuebles residenciales ha experimentado una marcada desaceleración en la mayor parte de los países de la zona del euro, sólo en Irlanda, España, Malta y Finlandia los precios de la vivienda han mostrado señales de caída, en comparación con los niveles del año anterior.

Para el conjunto de la zona del euro, la reciente desaceleración del crecimiento de los precios de los inmuebles residenciales se ha asociado a la moderación de la demanda de vivienda, relacionada, en parte, con la evolución de las variables fundamentales de dicha demanda. En particular, un indicador simple de accesibilidad a la vivienda —definido como la ratio entre la renta disponible de los hogares y el índice de precios de la vivienda— ha caído en general en la pasada década, en un contexto de fuertes aumentos de los precios de la vivienda. Como puede apreciarse en el gráfico B, la desaceleración del crecimiento de los precios de los inmuebles residenciales empezó a contribuir a cierto grado de estabilización de este indicador de accesibilidad sólo a partir del 2007, tras varios años de constante descenso. Sin embargo, dado que la adquisición de vivienda se financia principalmente

Gráfico C Datos de las encuestas relativos al impacto de las perspectivas del mercado de la vivienda sobre los préstamos a hogares para adquisición de vivienda

(en porcentaje neto)

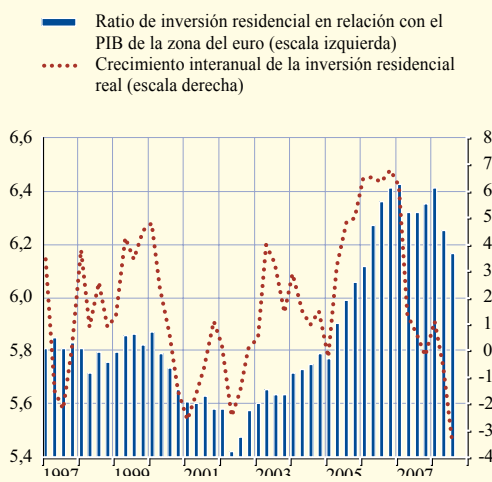


Fuente: Encuesta del BCE sobre préstamos bancarios.

Nota: El porcentaje neto se refiere a la diferencia entre la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han endurecido/reducido considerablemente» y «se han endurecido/reducido en cierta medida», y la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han relajado/incrementado en cierta medida» y «se han relajado/incrementado considerablemente».

Gráfico D Inversión residencial en la zona del euro

(en porcentaje del PIB; tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

mediante endeudamiento, en los últimos años la accesibilidad a la vivienda puede haberse visto también afectada negativamente por las condiciones de financiación. En efecto, desde principios del 2006 estas condiciones se han endurecido de forma generalizada, como resultado de la elevación de los tipos de interés nominales aplicados a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda (véase gráfico B), que habían disminuido en años anteriores, contribuyendo así a compensar la persistente caída del indicador simple de accesibilidad a la vivienda. Según la última encuesta del BCE sobre préstamos bancarios, en el último trimestre del 2008 se ha producido un nuevo endurecimiento neto de los criterios aplicados a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda³. Las respuestas a la encuesta sugieren que, desde comienzos del 2007, las perspectivas del mercado de la vivienda han originado un mayor endurecimiento de los criterios de concesión de créditos y una menor demanda de préstamos (véase gráfico C). De hecho, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda ha disminuido de forma continua, desde un nivel por encima del 12% alcanzado a mediados del 2006, hasta el 1,7% registrado en diciembre del 2008.

En el contexto de la desaceleración del crecimiento de los precios de los inmuebles residenciales y de la demanda de vivienda, se ha observado un rápido descenso de la oferta de vivienda. En particular, la inversión residencial real se ha moderado notablemente en la zona del euro, desde una tasa de crecimiento interanual del 6,1% en el primer trimestre del 2007, hasta una contracción del 3,3%, en términos interanuales, en el tercer trimestre del 2008 (véase gráfico D). Ello contribuyó también a reducir el porcentaje de los recursos dedicados a la construcción de vivienda en la economía, tal y

³ Véase el recuadro 3, titulado «Resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios de la zona del euro de enero del 2009», en el presente Boletín Mensual.

como evidencia el descenso de la ratio de inversión residencial nominal en relación con el PIB nominal, con respecto al nivel históricamente alto que había alcanzado. Las licencias de obras, que se utilizan con frecuencia como indicador adelantado, sugieren que persistirá la debilidad de la inversión residencial en los próximos meses, dado que el número de licencias se ha contraído de forma pronunciada, en más del 20% en términos interanuales, en el tercer trimestre del 2008. De cara al futuro, se espera que el crecimiento de la inversión residencial siga moderándose en relación con los niveles alcanzados en los últimos años.

En general, es probable que la evolución de los precios de la vivienda de la zona del euro siga siendo moderada durante cierto tiempo. En el contexto del fuerte aumento de los precios de los inmuebles residenciales observado en la última década y del considerable debilitamiento de la actividad, la evolución de la oferta y de la demanda de vivienda apuntaría a la probabilidad de una contención adicional de la inflación en los precios de los inmuebles residenciales de la zona del euro. Por otra parte, la experiencia histórica sugiere que, a corto plazo, estos precios pueden situarse a veces por encima o por debajo de su tendencia a largo plazo, ya que las fricciones y los desfases en el ajuste de la oferta de vivienda confieren un papel dominante a una demanda de vivienda potencialmente volátil⁴.

4 Tal y como se señala en «Structural factors in EU housing markets», BCE, 2003, es previsible que la evolución a largo plazo de la inflación en los precios de la vivienda supere la del total de la economía. Ello se debe, a igualdad de otros factores, a la escasez de suelo edificable y a la menor productividad del sector de la construcción de vivienda nueva en comparación con la de la economía en general, lo que podría, sin embargo, compensarse con otros factores, como los cambios demográficos, que influirían también de forma significativa en la evolución a largo plazo de los precios de la vivienda.

precios mundiales de las materias primas ha contribuido también a la rápida disminución de las presiones sobre los precios a lo largo de la cadena de suministro, con respecto a los altos niveles registrados a mediados del año pasado. Por el contrario, los datos disponibles sobre los costes laborales de la zona del euro sugieren que continuaron siendo elevados en el tercer trimestre del 2008.

Como resultado de los fuertes efectos de base derivados de la pasada volatilidad de los precios de las materias primas, se espera que las tasas de inflación interanual sigan descendiendo en los próximos meses, alcanzando posiblemente niveles muy bajos a mediados de año. Asimismo, los efectos de base contribuirán a elevar las tasas de inflación en el segundo semestre del año. En consecuencia, es altamente probable que las tasas de inflación medidas por el IAPC experimenten pronunciadas fluctuaciones en el transcurso del 2009. Sin embargo, haciendo abstracción de tal volatilidad, se espera que la inflación interanual medida por el IAPC se mantenga a medio plazo en niveles compatibles con la estabilidad de precios.

Esta valoración está en línea con la última encuesta del BCE a expertos en previsión económica que recoge una acusada revisión a la baja de las expectativas de inflación a corto plazo, en relación con la encuesta anterior (véase recuadro 5). Así, las expectativas de inflación se sitúan en el 0,9% para el 2009 y el 1,6% para el 2010. Las expectativas medias de inflación a cinco años vista disminuyeron también ligeramente, hasta el 1,94%.

Por lo que se refiere a los riesgos para la estabilidad de precios, nuevos descensos inesperados de los precios de las materias primas o una desaceleración de la economía mayor de lo previsto podrían generar presiones a la baja sobre la inflación, mientras que podrían materializarse riesgos alcistas, especialmente si la reciente caída de los precios de las materias primas se invirtiera o si las presiones sobre los precios internos resultaran ser más intensas de lo esperado.

Recuadro 5

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

Este recuadro presenta los resultados correspondientes al primer trimestre del 2009 de la encuesta a expertos en previsión económica (EPE) realizada por el BCE entre el 15 y el 21 de enero de 2009. En esta encuesta se recogen las expectativas de expertos de instituciones financieras y no financieras radicadas en la Unión Europea respecto a la inflación, el crecimiento del PIB y el desempleo de la zona del euro¹.

Expectativas de inflación para los años 2009 y 2010

Desde la encuesta anterior (realizada en octubre), los participantes en la EPE han revisado notablemente a la baja sus expectativas de inflación para los años 2009 y 2010, que sitúan ahora en el 0,9% y el 1,6%, respectivamente. La mayor revisión fue la correspondiente al 2009, con 1,3 puntos porcentuales (véase cuadro)². Numerosos encuestados atribuyeron estas revisiones a la caída de los precios de las materias primas (energía y alimentos) y a un debilitamiento mayor de lo previsto de la actividad económica.

Las expectativas de inflación de la EPE para el 2009 y el 2010 se sitúan por debajo, o en el nivel más bajo, de los intervalos de las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro en diciembre del 2008 (cerradas a finales de noviembre del 2008) y, en

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

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

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

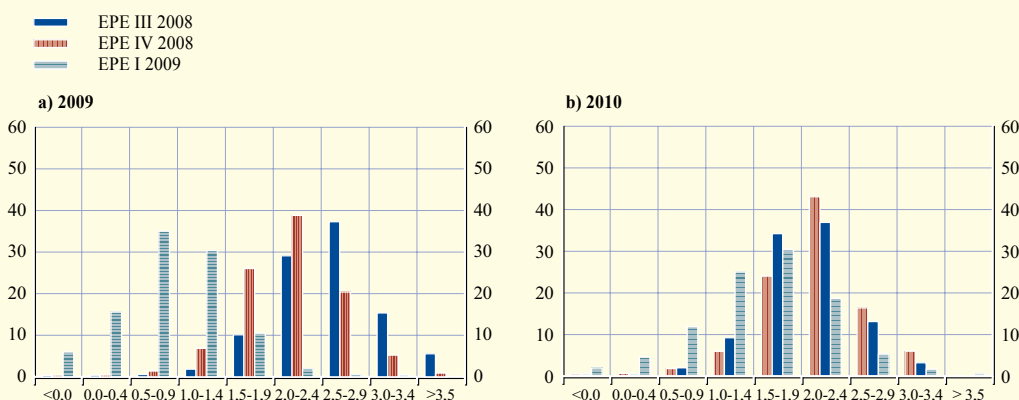
Inflación medida por el IAPC	Horizonte de la encuesta				
	2009	Diciembre 2009	2010	Diciembre 2010	A largo plazo ²⁾
EPE I 2009	0,9	1,4	1,6	1,7	1,9
EPE anterior (IV 2008)	2,2	-	2,0	-	2,0
Proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema	1,1 - 1,7	-	1,5 - 2,1	-	-
Consensus Economics (enero 2009)	1,0	-	1,7	-	2,0
Barómetro de la zona del euro (enero 2009)	1,0	-	1,6	-	2,1
Crecimiento del PIB real	2009	III 2009	2010	III 2010	A largo plazo ²⁾
EPE I 2009	-1,7	-1,8	0,6	0,9	2,0
EPE anterior (IV 2008)	0,3	-	1,4	-	2,0
Proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema	-1,0 - 0,0	-	0,5 - 1,5	-	-
Consensus Economics (enero 2009)	-1,4	-	0,8	-	2,0
Barómetro de la zona del euro (enero 2009)	-1,5	-	0,9	-	2,2
Tasa de desempleo ¹⁾	2009	Noviembre 2009	2010	Noviembre 2010	A largo plazo ²⁾
EPE I 2009	8,7	9,1	9,4	9,4	7,8
EPE anterior (IV 2008)	8,0	-	8,1	-	7,1
Consensus Economics (enero 2009)	8,5	-	9,1	-	-
Barómetro de la zona del euro (enero 2009)	8,6	-	9,2	-	8,3

1) En porcentaje de la población activa.

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

Gráfico A Distribución de probabilidad para la inflación media anual en el 2009 y 2010 en las últimas encuestas EPE¹⁾

(probabilidad en porcentaje)



Fuente: BCE.

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

promedio, ligeramente por debajo de las previsiones de enero del 2009 de Consensus Economics y del Barómetro de la Zona del Euro (ambas cerradas el 12 de enero).

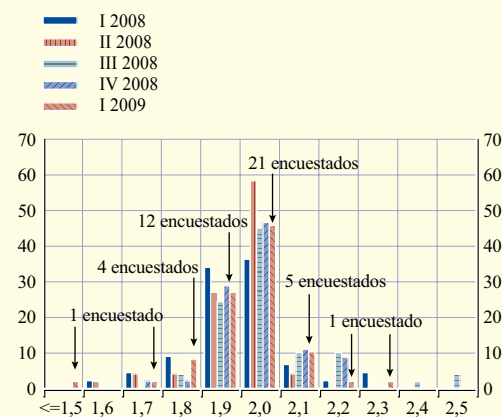
El cuestionario de la EPE solicita también que se asigne una probabilidad a que los resultados futuros se sitúen dentro de un intervalo específico. La distribución de probabilidad obtenida promediando las respuestas proporciona un resumen de sus valoraciones y también ayuda a conocer cómo calibran, en promedio, los encuestados el riesgo de que el resultado futuro se sitúe por encima o por debajo del intervalo más probable. Reflejando las estimaciones más bajas, las distribuciones de probabilidad asignadas a las previsiones se revisaron fuertemente a la baja para el 2009 y el 2010. La revisión más grande correspondió al año 2009 (véase gráfico A). Para ambos años, la distribución de probabilidad sitúa los resultados en niveles inferiores a los previstos en la EPE anterior, y sólo se atribuye una pequeña probabilidad a que la inflación se sitúe por encima del 2% (en torno al 3% para el 2009 y al 26% para el 2010). En general, los encuestados consideran que estas previsiones están sujetas a riesgos bajistas, aunque algunos participantes señalan los precios de las materias primas como fuente de riesgos alcistas en el segundo semestre del 2009 y en el 2010.

Indicadores de expectativas de inflación a largo plazo

Las expectativas de inflación a más largo plazo (para el 2013) se han revisado ligeramente a la baja, desde el 1,99% al 1,94%. Estas expectati-

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

(porcentaje de encuestados)



Fuente: BCE.

vas se sitúan por debajo de las últimas previsiones de inflación a largo plazo publicadas por Consensus Economics en octubre del 2008 y por el Barómetro de la Zona del Euro en enero del 2009, en 0,1 y 0,2 puntos porcentuales, respectivamente.

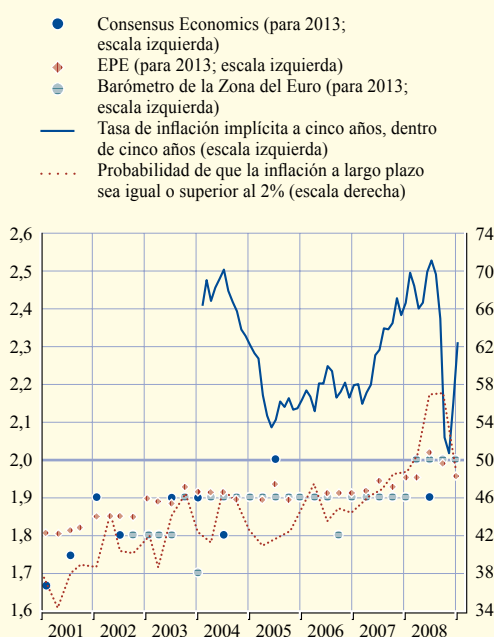
En consonancia con la revisión a la baja de las expectativas medias, la probabilidad de que la inflación a largo plazo se sitúe en un nivel igual o superior al 2% se redujo al 49% (véase gráfico B). Estos resultados pueden compararse con la tasa de inflación implícita, que es un indicador de las expectativas de inflación a largo plazo de los participantes en el mercado calculado como el diferencial de rendimientos entre los bonos nominales y los bonos indicados con la inflación³. Hasta hace poco, la probabilidad de que la inflación se sitúe, en promedio, en un nivel igual o superior al 2% en los próximos cinco años estaba generalmente en línea con la evolución del correspondiente indicador de expectativas de inflación basado en los mercados financieros, es decir, la tasa de inflación implícita a cinco años, dentro de cinco años, con datos desestacionalizados (véase gráfico C)⁴. Por ejemplo, ambos mostraron una tendencia al alza desde principios del 2007 hasta mediados del 2008. Sin embargo, a partir de septiembre y como consecuencia de la intensificación de las turbulencias financieras, las expectativas de inflación basadas en los mercados financieros han sido algo erráticas y pueden haber estado distorsionadas por el afán de los inversores por reducir el riesgo y el apalancamiento y por su marcada preferencia por los activos más líquidos y seguros⁵.

Expectativas de crecimiento del PIB real

Las expectativas de crecimiento para el 2009 se han revisado a la baja en un grado sin precedentes. En efecto, los participantes en la EPE esperan una contracción de la actividad económica (el PIB real) de la zona del euro del 1,7% en el presente año, lo que representa una nueva revisión a la baja muy significativa de sus previsiones de crecimiento para el 2009. La revisión a la baja de 2 puntos porcentuales con respecto a la última encuesta es con mucho la mayor desde que empezó a realizarse la EPE en 1999 y duplica el anterior récord registrado en la EPE del cuatro trimestre del 2008. Las

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

(tasas medias de variación interanual; probabilidad en porcentaje)



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

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

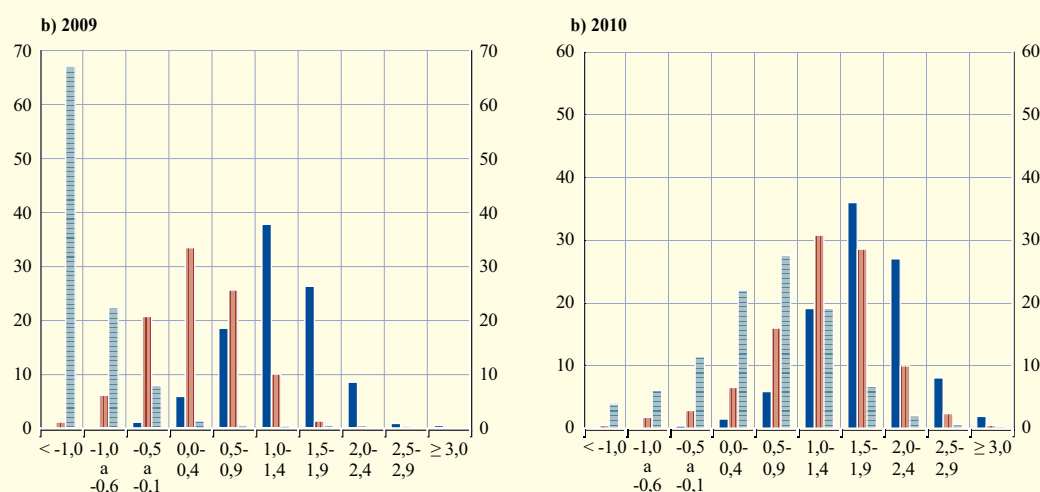
4 Las tasas de inflación implícitas no deberían interpretarse como medidas directas de las expectativas de inflación, ya que pueden incorporar también varias primas de riesgo (como la prima por incertidumbre respecto a la inflación y la prima de liquidez).

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

Gráfico D Distribución de probabilidad para el crecimiento medio anual del PIB real en el 2009 y 2010 en las últimas encuestas EPE¹⁾

(probabilidad en porcentaje)

■ EPE III 2008
■ EPE IV 2008
■ EPE I 2009



Fuente: BCE.

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

expectativas de crecimiento para el 2010 sufrieron también una fuerte revisión a la baja, de 0,8 puntos porcentuales, hasta el 0,6%. Desde julio del 2008, las revisiones a la baja acumuladas de las previsiones de crecimiento para el período 2009-2010 han alcanzado los 4 puntos porcentuales.

Si se consideran las explicaciones cualitativas proporcionadas por aproximadamente la mitad de los encuestados, aunque varios participantes atribuyen la desaceleración a las turbulencias financieras, se considera ahora que existe una recesión generalizada que afecta a toda la economía. Sin embargo, los encuestados señalan algunos factores que, en su opinión, favorecerán la actividad económica. En primer lugar, la caída de los precios de las materias primas acrecentará la renta disponible de los consumidores. En segundo lugar, las medidas monetarias y fiscales ya anunciadas deberían impulsar la actividad económica.

Las expectativas de crecimiento recogidas en la EPE para el 2009 se sitúan muy por debajo del intervalo de las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro en diciembre del 2008, y las relativas al 2010 se sitúan en el nivel más bajo del intervalo. Por otro lado, las expectativas de la EPE son también ligeramente inferiores a las previsiones de enero de Consensus Economics y del Barómetro de la Zona del Euro.

En línea con la revisión a la baja de las expectativas de crecimiento del PIB real para el 2009, la distribución de probabilidad agregada para el citado año se ha revisado también a la baja de forma acusada (véase gráfico D). La escala de la revisión a la baja queda evidenciada por el hecho de que se asigna la mayor probabilidad al intervalo abierto (menos del -1%).

Para el 2010, la distribución de probabilidad agregada se ha revisado asimismo a la baja. Los encuestados asignan una probabilidad del 50% a que el crecimiento del PIB real se sitúe en el intervalo comprendido entre el 0% y el 1% y consideran que estas previsiones están sujetas a riesgos ligeramente bajistas, ya que la media estimada de la distribución de probabilidad (en torno al 0,5%) queda por debajo de la media de las estimaciones (0,6%). Numerosos encuestados destacan la elevada incertidumbre respecto a cómo y cuándo se produciría la recuperación. Al igual que en la encuesta anterior, la incertidumbre respecto a las previsiones del PIB real a dos años vista (en relación con el último dato disponible), que se deriva de la distribución de probabilidad agregada, ha crecido notablemente desde el principio del 2008, alcanzando un nuevo máximo en la presente encuesta.

También se pidió a los encuestados que indicaran explícitamente cuándo esperaban que se iniciara la recuperación de la actividad económica (es decir, un crecimiento sostenido y positivo). Aproximadamente un 50% de los encuestados esperaba que la recuperación comenzara en el segundo semestre del 2009, y varios de ellos especificaron que ello ocurriría hacia finales del 2009, como muy pronto. Cerca de una tercera parte señaló el primer semestre del 2010, y el resto indicó que empezaría en el segundo semestre del 2010 o más tarde.

Las expectativas respecto al crecimiento a más largo plazo (para el 2013) se mantienen sin cambios en el 2%. En general, estas previsiones están sujetas a riesgos bajistas en opinión de los encuestados, que consideran más probable que el crecimiento a largo plazo del PIB real se sitúe en el intervalo 1,5%-1,9% que en el intervalo 2%-2,4%.

Expectativas para la tasa de desempleo en la zona del euro

En línea con las importantes revisiones a la baja de las expectativas de crecimiento, los encuestados revisaron sustancialmente al alza las expectativas referidas a la tasa desempleo en todos los horizontes temporales. Debido a que existe cierto desfase entre crecimiento y desempleo, la revisión al alza fue más significativa para el 2010 (1,3 puntos porcentuales, hasta el 9,4%), mientras que lo fue menos para el 2009 (0,7 puntos porcentuales, hasta el 8,7%). Las expectativas a más largo plazo respecto a la tasa de desempleo se revisaron también significativamente al alza, (0,7 puntos porcentuales, hasta el 7,8%). Las expectativas de los encuestados respecto al paro revelan que no esperan que la tasa de desempleo vuelva al actual nivel del 7,8% antes de cinco años, lo que pone de manifiesto la gravedad y la duración de la recesión anticipada y el elevado grado de histéresis que los encuestados siguen percibiendo en los mercados de trabajo europeos.

En sus respuestas cualitativas, los participantes en la encuesta se refieren principalmente a las perspectivas a corto plazo de los mercados de trabajo. Varios encuestados indican que hubieran revisado al alza las previsiones de desempleo en mayor grado y por un período de tiempo más prolongado, de no haber sido por la mayor flexibilidad que las reformas estructurales ya realizadas habrían proporcionado a los mercados de trabajo. Algunos encuestados también especifican que el descenso de las tasas de desempleo previsto después del 2010 depende de que se aceleren las reformas de los mercados de trabajo y que no se interrumpan o abandonen debido a las actuales circunstancias adversas.

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, pues las tensiones se transmitieron de forma creciente del sector financiero a la economía real. Los datos procedentes de las encuestas y los indicadores mensuales apuntaban a una intensa contracción hacia finales del 2008 y a un mantenimiento de la debilidad a comienzos del 2009. De cara al futuro, las perspectivas para la actividad económica son extraordinariamente inciertas. Se prevé que la debilidad de la actividad económica en la zona del euro persistirá en los próximos trimestres, mientras que las tensiones en los mercados financieros continúan teniendo un impacto en la economía mundial y de la zona. Al mismo tiempo, es de esperar que la considerable caída registrada en el precio de las materias primas favorezca la renta real disponible, y por lo tanto el consumo, en el futuro próximo. Además, la zona del euro debería beneficiarse con el tiempo de los efectos de las importantes medidas de política económica anunciadas en los últimos meses. 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

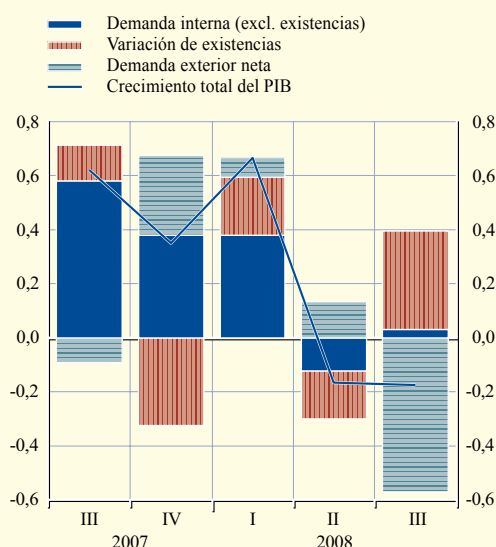
El ritmo de la actividad económica en la zona del euro se redujo de forma acusada en el segundo semestre del 2008. El PIB real cayó un 0,2%, en tasa intertrimestral, en el segundo y tercer trimestres del 2008 (véase gráfico 25). Las encuestas y los indicadores mensuales señalaban una contracción mucho más profunda de la actividad hacia finales del 2008.

La desagregación del gasto para el tercer trimestre indicaba un estancamiento de la demanda interna, excluida la variación de existencias, por lo que su contribución en el tercer trimestre del 2008 fue próxima a cero. El consumo privado registró un ligero avance, y la inversión cayó. Lo anterior se vio compensado en parte por el aumento del consumo público. El crecimiento de las exportaciones mantuvo su debilidad, mientras que las importaciones se recuperaron en el tercer trimestre. Como consecuencia, la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB fue negativa (-0,6 puntos porcentuales). La contribución de la variación de existencias al crecimiento total fue de 0,4 puntos porcentuales.

El consumo privado aumentó ligeramente en el tercer trimestre del 2008, tras haber caído en el segundo trimestre. Las cuentas integradas de la zona del euro ofrecen algunos indicios de los factores que afectan a las recientes tendencias en el gasto de los hogares. Una influencia clave ha sido la debilidad de su renta real disponible. El crecimiento interanual

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.

de la renta nominal de los hogares mantuvo un ritmo relativamente sólido en el tercer trimestre del 2008, como consecuencia del fuerte crecimiento de la remuneración por asalariado. No obstante, una importante subida de la inflación observada hasta mediados de año —impulsada principalmente por los sustanciales aumentos observados en los precios de las materias primas— redujo considerablemente la renta real de los hogares. En el tercer trimestre del 2008, el crecimiento de la renta real disponible de las familias siguió siendo bajo, y también se registraron caídas en su riqueza financiera. Al mantenerse la incertidumbre económica y empeorar la confianza de los consumidores, la tasa de ahorro de los hogares volvió a experimentar un ascenso en el tercer trimestre.

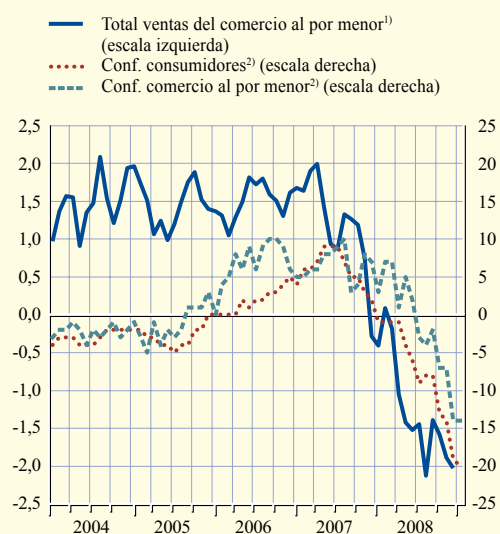
La evolución reciente experimentada en el comercio al por menor, junto con los niveles de confianza de los consumidores y las matriculaciones de automóviles, apuntan al mantenimiento de la debilidad en el gasto en consumo durante el último trimestre del 2008 y los primeros meses del 2009. En diciembre, el volumen de ventas del comercio al por menor no registró variaciones, en tasa intermensual. En general, en el cuarto trimestre del 2008 las ventas cayeron un 0,9% (véase gráfico 26). Las matriculaciones de automóviles se incrementaron, en tasa intermensual, en diciembre, pero la tendencia general siguió siendo de gran debilidad. En diciembre del 2008, las matriculaciones de automóviles fueron un 20% más bajas que en el año anterior. La confianza de los consumidores se deterioró ligeramente en enero y se situó en su nivel más bajo desde que comenzó la encuesta en 1985. En concreto, como consecuencia del continuado empeoramiento del mercado de trabajo, se registraron nuevos descensos en la valoración que efectúan los hogares de la situación del desempleo en la zona del euro.

Tras el descenso registrado en el segundo trimestre del 2008, el crecimiento de la inversión también se moderó en el tercer trimestre, lo que es atribuible a una marcada contracción de la inversión en construcción y a una reducción de menor magnitud de la inversión empresarial.

La inversión en construcción cayó un 1%, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre del 2008, tras contraerse un 1,7% en el trimestre anterior. Esta contracción se debe, en parte, al ajuste que se está produciendo en los mercados de la vivienda de varios países de la zona del euro, que ha moderado la inversión residencial. Como se comenta en el recuadro 4, la inflación de precios de la vivienda residencial siguió disminuyendo a principios del 2008, manteniéndose la senda de moderación de los tres años anteriores. El crecimiento interanual de los nuevos préstamos para adquisición de vivienda en la zona del euro ha caído desde el 2007, pero esta contracción se ha acelerado durante el año 2008, al endurecerse las condiciones para la concesión de créditos aplicadas por las entidades de crédito. En general, dada la debilidad actual observada en la renta disponible de los hogares y el prolongado deterioro de la confianza de los consumidores, es probable que la moderada evolución registrada en los mercados de la vivienda de la zona del euro persista durante algún tiempo. Es posible que ello contenga, a su vez, la inversión residencial en los próximos trimestres.

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

(datos mensuales)



Fuentes: Encuestas de opinión de la Comisión Europea y Eurostat.
Nota: Los datos 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.

La inversión excluida la construcción también cayó ligeramente en el tercer trimestre del 2008. El endurecimiento de los criterios para la concesión de créditos ha aumentado los diferenciales de financiación, lo que tiende a moderar el crecimiento. Además, el descenso de la demanda ya ha reducido la rentabilidad. Según las cuentas integradas de la zona del euro, el crecimiento interanual del excedente bruto de explotación de las sociedades no financieras cayó considerablemente en el tercer trimestre del 2008. La menor demanda también ha reducido las restricciones de la capacidad productiva dentro de las empresas, lo que posiblemente ha frenado su necesidad de ampliar su capacidad. La encuesta de la Comisión Europea de enero del 2009 puso de manifiesto un acusado descenso en la utilización de la capacidad productiva en la industria, hasta situarse en la tasa más baja desde que se inició la encuesta en 1985.

Al deteriorarse el entorno exterior, el crecimiento de las exportaciones se moderó durante el 2008. Las exportaciones cayeron el segundo trimestre del 2008 y se mantuvieron prácticamente sin cambios en el tercer trimestre. Como la actividad de las economías avanzadas sigue siendo débil y el impacto de las turbulencias financieras afecta cada vez más a las economías emergentes, es probable que la demanda exterior de exportaciones de la zona del euro siga siendo moderada. Las encuestas a las empresas del sector industrial relativas a sus expectativas sobre nuevos pedidos procedentes del extranjero confirman esta perspectiva tan desalentadora.

4.2 PRODUCTO, OFERTA Y MERCADO DE TRABAJO

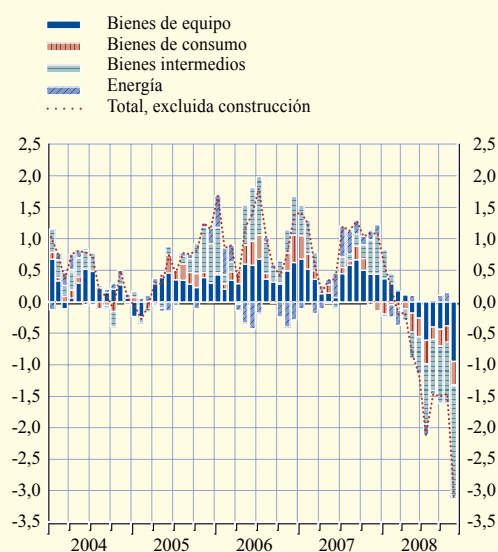
El deterioro de la actividad económica en el tercer trimestre reflejó, fundamentalmente, caídas en las manufacturas y en la producción de la construcción. El crecimiento del valor añadido en la rama de servicios fue ligeramente más resistente, y registró un tímido crecimiento positivo.

Los indicadores mensuales sugieren un acusado debilitamiento de la actividad durante el cuarto trimestre del 2008. Las cifras para la producción industrial en la zona del euro (excluida la construcción) apuntaban a una pronunciación y aceleración de la contracción durante el mencionado trimestre. La producción se redujo un 1,9%, en tasa intermensual, en noviembre, tras fuertes caídas en octubre y septiembre (véase gráfico 27). La importante reducción mensual situó la producción industrial en un nivel comparable con el que alcanzó a comienzos del 2006. Los nuevos pedidos industriales también siguieron disminuyendo de forma muy acusada en noviembre. La producción de la construcción en la zona del euro se redujo en noviembre, cayendo un 1,5% en tasa intermensual. En general, estos datos muestran una desaceleración muy pronunciada de la actividad en el sector industrial durante el cuarto trimestre.

Las encuestas de opinión pusieron de manifiesto que la actividad industrial seguía siendo muy moderada en enero y que se acercaba a niveles históricamente bajos, lo que indicaba una debilidad continuada de la actividad a comienzos del 2009. Sin

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.

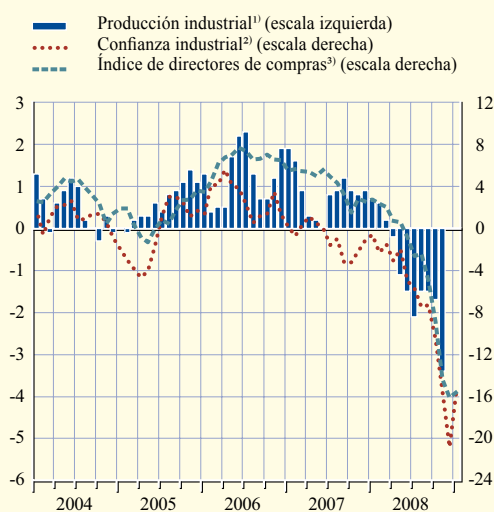
embargo, aunque en los últimos tres o cuatro meses se registraron caídas muy fuerte, en enero no se observaron nuevos descensos significativos (véase gráfico 28). Resulta difícil extraer conclusiones relevantes de los datos para un único mes, pero las encuestas relativas a enero pueden proporcionar al menos algunos indicios provisionales de una estabilización en el ritmo del deterioro económico a comienzos del 2009. El índice sintético de la encuesta a los directores de compras aumentó de forma marginal en enero del 2009, como consecuencia de los moderados aumentos observados tanto en las manufacturas como en los servicios. Por el contrario, las encuestas de la Comisión Europea sobre la actividad en la industria y los servicios empeoraron ligeramente en enero, aunque a un ritmo más moderado que en el cuarto trimestre del 2008. La nueva pérdida observada en la confianza empresarial fue generalizada y afectó a las manufacturas, los servicios y la construcción.

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 % registrado en el trimestre anterior (véase cuadro 6). El empleo cayó en el sector industrial, como consecuencia de los descensos observados tanto en la construcción como en la industria excluida la construcción. El crecimiento del empleo en la rama de servicios siguió siendo positivo, aunque sus tasas fueron más moderadas que en trimestres anteriores. Las encuestas sobre las intenciones de crea-

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 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.

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
Del cual:							
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

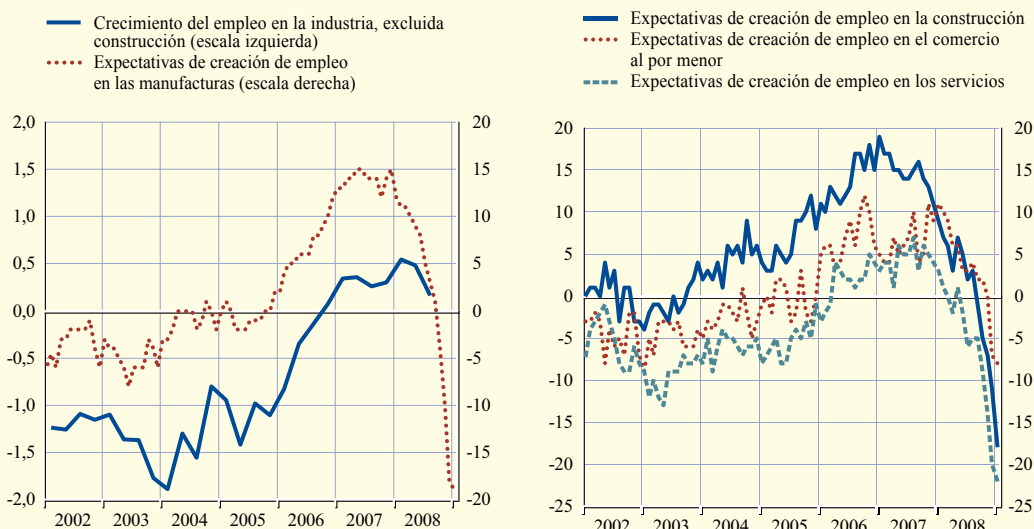
Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

1) Incluye también educación, salud y otros servicios.

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 se refieren a la zona del euro, incluida Eslovaquia.

ción de empleo de las empresas sugieren una continuación de las moderadas perspectivas para el empleo en los próximos meses (véase gráfico 29). Tanto la encuesta a los directores de compras como la encuesta de la Comisión Europea, ambas sobre las expectativas de creación de empleo, siguieron empeorando en enero, y mostraron indicios de descensos generalizados en el empleo en todos los sectores.

Al contraerse la actividad, la productividad 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 interanual más baja desde comienzos del 2002. Los últimos datos para diciembre, 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 su creación en 1988.

La tasa de desempleo en la zona del euro se incrementó de nuevo en diciembre del 2008, pasando

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.

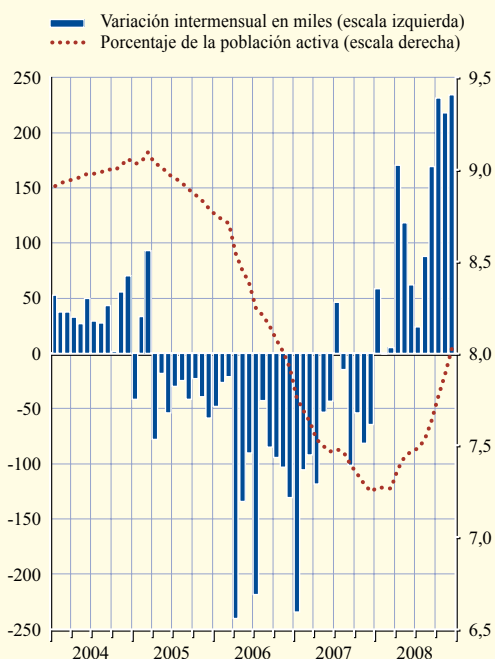
del 7,9% registrado en noviembre al 8% (véase gráfico 31). El aumento experimentado en el número de parados superó los 200.000 por tercer mes consecutivo. Al igual que en meses anteriores, este aumento fue reflejo del acusado crecimiento del desempleo en España. No obstante, Alemania registró la primera subida en el número de parados desde enero del 2006.

4.3 PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

El ritmo de la actividad económica en la zona del euro se redujo en forma acusada en el segundo semestre del 2008, pues las tensiones se transmitieron de forma creciente del sector financiero a la economía real. Los datos procedentes de las encuestas y los indicadores mensuales apuntaban a una intensa contracción hacia finales del 2008 y a un mantenimiento de la debilidad a comienzos del 2009. De cara al futuro, las perspectivas para la actividad económica son extraordinariamente inciertas. Se prevé que la debilidad de la actividad económica en la zona del euro persistirá en los próximos trimestres, mientras que las tensiones en los mercados financieros continúen teniendo un impacto en la economía mundial y de la zona. Al mismo tiempo, es de esperar que la considerable caída registrada en el precio de las materias primas favorezca la renta real disponible, y por lo tanto el consumo, en el futuro próximo. Además, la zona del euro debería beneficiarse con el tiempo de los efectos de las importantes medidas de política económica anunciadas en los últimos meses. 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 nominales han registrado notables oscilaciones. En términos efectivos nominales, el euro se apreció en noviembre y, especialmente, en diciembre, pero esta apreciación se revirtió en parte en enero y principios de febrero del 2009.

TIPO DE CAMBIO EFECTIVO DEL EURO

El 4 de febrero 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 un 4,6% por encima del nivel observado a finales de octubre (véase gráfico 32). El repunte fue generalizado, con la notable excepción del ligero debilitamiento experimentado frente al yen japonés. La apreciación del euro fue considerable, especialmente, frente a la libra esterlina, la corona sueca y las monedas de algunos nuevos Estados miembros de la UE, y más moderada frente a la mayoría de las otras principales monedas.

El tipo de cambio efectivo nominal del euro ha seguido registrando significativas oscilaciones en los tres últimos meses (véase, en el recuadro 6, un análisis de la evolución reciente de la volatilidad de los tipos de cambio). En noviembre, el euro comenzó a apreciarse, revirtiendo así la tendencia negativa que se había iniciado en el verano, y cobró nuevo impulso en diciembre, al ir perdiendo influencia, aparentemente, los factores que favorecían al dólar estadounidense (véase gráfico 32). Si embargo, en enero y a principios de febrero, el euro volvió a depreciarse, perdiendo casi la mitad de la apreciación experimentada desde finales de octubre. El 4 de febrero, todavía cotizaba un 2,7% por debajo de la media del 2008.

DÓLAR ESTADOUNIDENSE/EURO

Tras una fase de estabilización en noviembre, el euro repuntó el diciembre, en la medida en que el despalancamiento financiero y los factores técnicos desempeñaron, al parecer, un papel algo menos importante y se adoptó una política monetaria aún menos restrictiva en Estados Unidos. No obs-

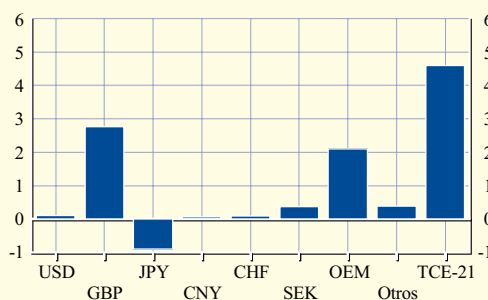
Gráfico 32 Tipo de cambio efectivo del euro y sus componentes¹⁾

(datos diarios)

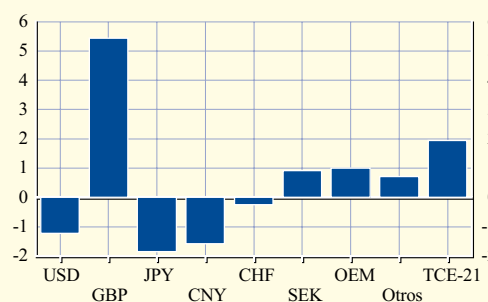
Índice: 1 1999 = 100



Contribuciones a las variaciones del TCE²⁾
Del 31 de octubre de 2008 al 4 de febrero de 2009
(en puntos porcentuales)



Contribuciones a las variaciones del TCE²⁾
Del 3 de enero de 2005 al 4 de febrero 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.

tante, en 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 de la economía estadounidense. Los datos publicados sobre inflación y producción industrial en la zona del euro, menos favorables de lo que esperaban los participantes en el mercado, también podrían haber influido en las expectativas de los mercados. El 4 de febrero de 2009, el euro cotizaba a 1,28 dólares estadounidenses, un nivel cercano a los observados a finales de octubre y casi un 13% por debajo de la media del 2008 (véase gráfico 33).

YEN JAPONÉS/EURO

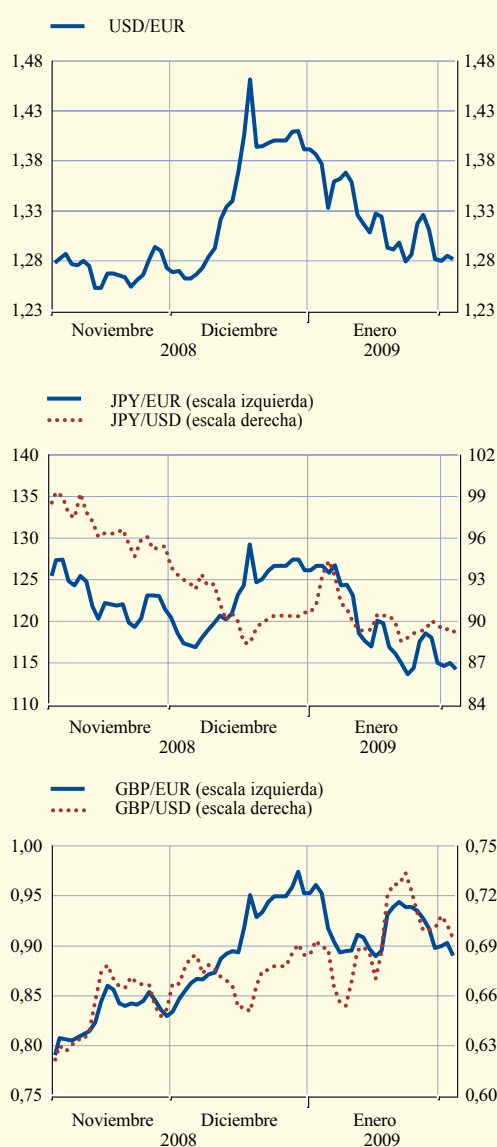
El período de debilidad del euro frente al yen japonés, que continuó en noviembre, se interrumpió temporalmente en diciembre, para reanudarse en enero del 2009. El factor principal que favoreció la apreciación generalizada del yen japonés en el entorno actual parece tener relación con el aumento de la volatilidad implícita del tipo de cambio bilateral entre algunas de las principales monedas hasta máximos históricos (véase recuadro 6), lo que ha reducido el atractivo de la moneda japonesa como instrumento de financiación de posiciones de *carry trade* y ha estimulado el desapalancamiento financiero. La acusada convergencia de los tipos de interés nominales a corto plazo a escala mundial también ha reducido el atractivo de las actividades de *carry trade* entre los principales pares de monedas. El 4 de febrero de 2009, el euro cotizaba a 114 yenes japoneses, es decir, un 8,6% por debajo del nivel observado a finales de octubre (véase gráfico 33) y un 25% por debajo de la media del 2008.

MONEDAS DE LOS ESTADOS MIEMBROS DE LA UE

En los tres últimos meses, la mayoría de las monedas que participan en el MTC II se han mantenido estables y han seguido cotizando al tipo de cambio correspondiente a las respectivas paridades centrales o en torno a dichas paridades (véase gráfico 34). Desde finales de octubre del 2008, el latvian ha cotizado, principalmente, en la zona débil de su banda de fluctuación pero se ha apreciado desde finales de diciembre y, el 4 de febrero, cotizaba en valores ligeramente superiores a su paridad central.

Gráfico 33 Evolución de los tipos de cambio

(datos diarios)



Fuente: BCE.

Recuadro 6

RECIENTE Y EXCEPCIONAL AUMENTO DE LA VOLATILIDAD DE LOS TIPOS DE CAMBIO

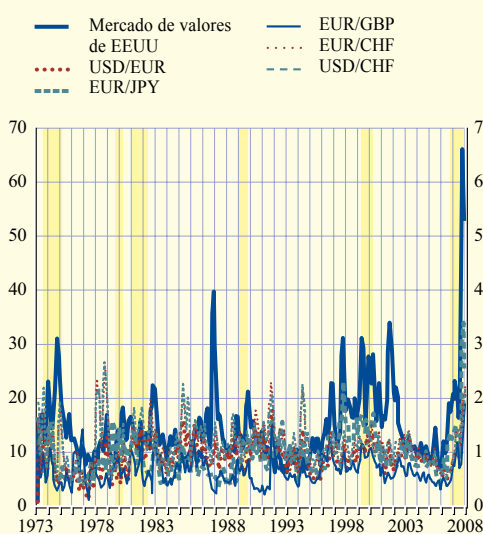
La volatilidad de los instrumentos financieros, medida sobre la base de los rendimientos históricos, ha aumentado en los últimos meses en todas las categorías de activos. Este repunte ha sido particularmente pronunciado en términos históricos, y los máximos alcanzados a finales del 2008 y principios del 2009 en los principales mercados de renta variable y de divisas se han situado en los valores más altos registrados desde 1973 (véase gráfico A).

Las fluctuaciones cíclicas de la volatilidad realizada han sido las típicas de los mercados de renta variable, asociándose muy frecuentemente la volatilidad más pronunciada a fases recesivas del ciclo económico. Por el contrario, la volatilidad histórica del tipo de cambio bilateral entre el dólar estadounidense y el euro y otros tipos de cambio bilaterales importantes se había mantenido, hasta fechas recientes, relativamente estable desde la década de los años setenta, observándose poca relación con el ciclo económico mundial o con acontecimientos de carácter gravemente perturbador. Si bien se produjeron fuertes oscilaciones en el mercado de divisas, los picos y valles se alcanzaron a un ritmo relativamente gradual y, por lo tanto, no se tradujeron en incrementos significativos de la volatilidad realizada, que fue especialmente moderada entre los años 2002 y 2007.

Sin embargo, en el reciente episodio de turbulencias, la volatilidad de los tipos de cambio entre los principales pares de monedas ha alcanzado máximos históricos que no se habían registrado desde

Gráfico A Volatilidades históricas

(porcentajes)

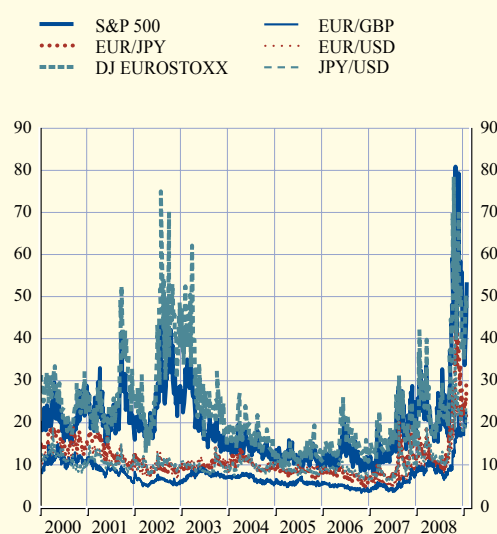


Fuentes: Thomson Financial Datastream y cálculos de los expertos del BCE.

Nota: Cifras mensuales anualizadas. Las volatilidades corresponden a un horizonte de tres meses, es decir, se miden como desviaciones típicas de los 60 tipos de cambio diarios anteriores a cada fin de mes. Las zonas sombreadas representan periodos de recesión de la economía estadounidense. La observación más reciente corresponde al 28 de enero de 2009.

Gráfico B Volatilidades implícitas

(porcentajes)



Fuentes: Reuters y Thomson Financial Datastream.

Nota: La observación más reciente corresponde al 28 de enero de 2009. Todas las volatilidades implícitas se refieren a opciones con un plazo al vencimiento de un mes aproximadamente.

1973, lo que significa que los movimientos de los principales tipos de cambio bilaterales han sido más rápidos y de mayor amplitud que en episodios anteriores.

Examinando la evolución de la volatilidad implícita en los mercados de opciones¹, se pueden extraer también varias enseñanzas útiles. Además de las expectativas respecto a la volatilidad realizada futura, la volatilidad implícita también proporciona información sobre el precio de la incertidumbre durante el período que transcurre hasta el vencimiento de la opción y, por consiguiente, refleja el grado de aversión al riesgo de los participantes en el mercado. Analizando la evolución reciente de los mercados de renta variable, se observa que la volatilidad implícita del mercado estadounidense (y también del mercado de la zona del euro) alcanzó valores muy elevados, especialmente en el período siguiente a la caída de Lehman Brothers en septiembre del 2008, pero se redujo posteriormente, mostrando así un comportamiento comparable a períodos anteriores de tensiones en los mercados, como el que siguió a los atentados terroristas en Estados Unidos el 11 de septiembre del 2001 y la fase de rápido desplome de las cotizaciones bursátiles entre el 2002 y el 2003 (véase gráfico B).

A este respecto, si bien la volatilidad histórica de los mercados de renta variable sigue siendo alta, la rápida reducción de la volatilidad implícita indica que la compensación exigida para asumir el riesgo de volatilidad es ahora menor, posiblemente como consecuencia de las medidas adoptadas por las autoridades públicas para estabilizar el sector financiero y la economía real.

A diferencia de la evolución del mercado de renta variable, la volatilidad implícita de los tipos de cambio ha seguido manteniéndose en las últimas semanas en niveles sin precedentes. En el gráfico B se presentan las volatilidades implícitas de algunos de los principales tipos de cambio bilaterales frente al euro desde comienzos del 2000.

Es difícil determinar las razones por las que la volatilidad de los tipos de cambio se mantiene en niveles tan elevados en la coyuntura actual en comparación con anteriores episodios. Una posible explicación podría tener relación con la duración y la profundidad de la recesión actualmente en curso, que está sumamente sincronizada en todo el mundo. En un período de bajos rendimientos, fuerte incertidumbre, grandes necesidades de liquidez y un alto grado de aversión al riesgo, los participantes en los mercados podrían estar retrasando su posicionamiento en los mercados de divisas hasta que se llegue a un consenso en las expectativas respecto a qué economías serán las primeras en recuperarse de la recesión mundial. Dado que las inversiones fluirían hacia esas zonas, es probable que, en última instancia, se revaloricen sus monedas. No obstante, actualmente parece prevalecer la incertidumbre y los participantes en los mercados exigen una compensación relativamente más alta a cambio de asumir el riesgo cambiario. Otra explicación podría ser la dificultad de evaluar el impacto que las medidas fiscales expansivas adoptadas por algunos gobiernos en respuesta a la crisis financiera mundial podrían tener sobre la balanza por cuenta corriente de Estados Unidos y otros países, lo que añade un mayor grado de incertidumbre a la futura configuración de los tipos de cambio bilaterales entre los principales pares de monedas.

1 La volatilidad implícita se basa en los precios de las opciones en divisas. En el presente recuadro se consideran las opciones «at-the-money», es decir, aquellas cuyo precio de ejercicio coincide con el tipo de cambio a plazo correspondiente al período que media hasta el vencimiento de la opción, obtenido multiplicando el tipo de cambio al contado por los diferenciales de tipos de interés.

Por lo que respecta a las monedas de los otros Estados miembros de la UE que no participan en el MTC II, el euro se ha apreciado de forma más bien acusada frente a la libra esterlina desde finales de octubre. 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, frente a la libra, el nivel máximo observado desde la introducción de la moneda única, situándose en 0,98 libras el 28 de diciembre. No obstante, en enero del 2009 la libra esterlina se ha visto favorecida, al parecer, por consideraciones de mercado respecto a su situación actual en relación con las medias históricas, a pesar de la nueva reducción de los tipos de interés oficiales (en 50 puntos básicos) realizada por el Banco de Inglaterra el 9 de enero, y de las nuevas señales de deterioro del sector bancario del Reino Unido. El 4 de febrero de 2009, el euro cotizaba frente a la libra esterlina casi un 13% por encima del nivel observado tres meses antes. Durante el mismo período, la moneda única se apreció casi un 30% frente al zloty polaco y alrededor del 17% frente al leu rumano, tras la reevaluación, por parte de los mercados, del impacto de las turbulencias financieras mundiales sobre estos países. Por último, el euro se apreció también, casi un 8%, frente a la corona sueca.

OTRAS MONEDAS

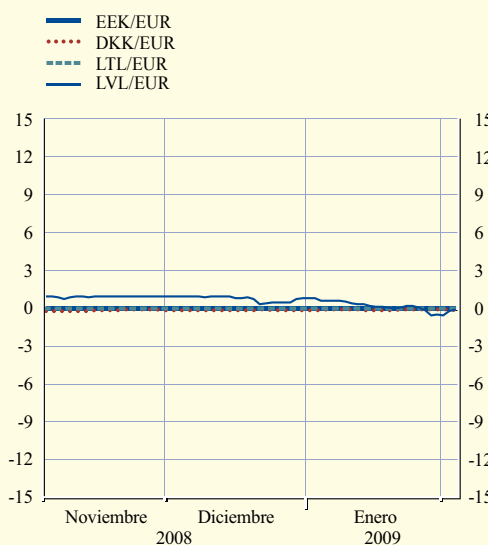
Los rápidos incrementos de la volatilidad implícita de los tipos de cambio en el segundo semestre del 2008 y a principios del 2009 tuvieron un efecto significativo sobre el tipo de cambio del franco suizo frente al euro, reduciendo el papel desempeñado por la moneda suiza en las operaciones de *carry trade*. Tras un repunte en noviembre y en los primeros días de diciembre, el euro reanudó la tendencia a la baja en enero de este año, pero se mantuvo alrededor de un 1,4% por encima del nivel observado a finales de octubre del 2008. La moneda suiza podría haber servido de refugio seguro en el clima de turbulencias financieras, como lo demuestra su relación positiva con la volatilidad del tipo de cambio. El 4 de febrero de 2009, el euro cotizaba a 1,49 francos suizos, es decir, un 6,1% por debajo de la media del 2008.

5.2 BALANZA DE PAGOS

La balanza por cuenta corriente, acumulada de doce meses hasta noviembre del 2008, registró un déficit de 65,3 mm de euros (0,7% del PIB), frente al superávit de 45,9 mm de euros contabilizado un año antes. Este cambio de signo tuvo su origen, principalmente, en un cambio de superávit a déficit en las balanzas de bienes y rentas, y en un incremento del déficit de transferencias corrientes. En la cuenta financiera, el agregado de inversiones directas y de cartera registró entradas netas acumuladas de 108,9 mm de euros en el periodo de doce meses transcurrido hasta noviembre del 2008, frente a las entradas netas de 86 mm de euros contabilizadas un año antes. Este aumento se debió, en gran medida, al incremento de las entradas netas de instrumentos de deuda, significativamente mayor que el aumento de las salidas netas de inversiones directas.

Gráfico 34 Evolución de los tipos de cambio en el MTC II

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



Fuente: BCE.

Nota: Una desviación positiva (negativa) de la paridad central frente al euro significa que la moneda se sitúa en la zona débil (fuerte) de la banda. Para la corona danesa, la banda de fluctuación es $\pm 2,25\%$; para todas las demás monedas, la banda de fluctuación estándar es $\pm 15\%$.

COMERCIO Y BALANZA POR CUENTA CORRIENTE

Tras aumentar de forma sostenida desde mediados del 2008, el déficit por cuenta corriente acumulado de 12 meses ascendió, en noviembre del 2008, a 65,3 mm de euros (en cifras desestacionalizadas y ajustadas por días laborables), que corresponden a un 0,7% del PIB, frente al superávit de 45,9 mm de euros contabilizado un año antes. Este cambio de signo se debió, en gran medida, al paso de superávit a déficit de las balanzas de bienes y rentas y a un aumento del déficit de la balanza de transferencias corrientes.

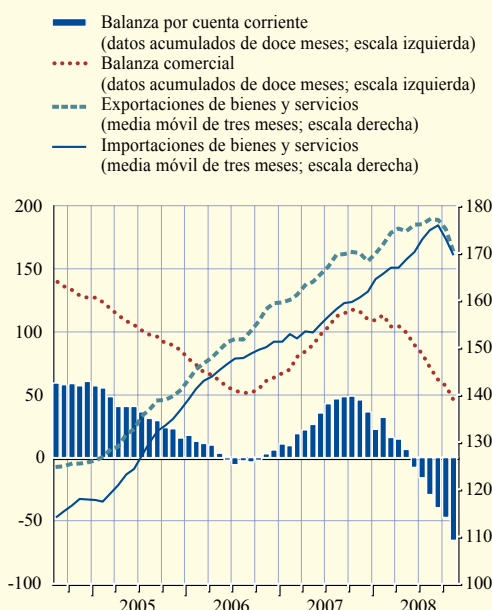
En noviembre del 2008, la balanza de bienes acumulada de doce meses registró un déficit de 4,8 mm de euros, frente al superávit de 63,4 mm de euros contabilizado un año antes, como consecuencia de un descenso más rápido del crecimiento de las exportaciones en relación con las importaciones (véase gráfico 35). Considerando la evolución más reciente, en los tres meses transcurridos hasta noviembre del 2008, el crecimiento intertrimestral, en términos nominales, de las exportaciones y las importaciones de bienes se tornó negativo (-5,4% y -4,8%, respectivamente), tras un crecimiento positivo (del 2% y 4,8%, respectivamente) en los tres meses transcurridos hasta agosto (véase cuadro 7). La caída de las importaciones tuvo su origen, principalmente, en los descensos de los precios del petróleo y de las materias primas no energéticas, mientras que las exportaciones registraron una fuente contracción asociada al debilitamiento de la demanda exterior.

La desagregación del comercio de bienes por volúmenes y precios, disponible hasta octubre del 2008, indica que los precios de importación han comenzado ahora a descender, tras haber aumentado de forma sostenida desde el último trimestre del 2007. Aunque el crecimiento negativo de los precios de importación tiene su origen en la caída de los precios del petróleo, en cifras acumuladas de doce meses, la subida de los precios del petróleo y de otras materias primas sigue siendo la causa principal del crecimiento de las importaciones nominales. Más concretamente, en cifras acumuladas de doce meses, el déficit del comercio del petróleo ascendió a 227,64 mm de euros en octubre del 2008, frente a los 163,36 mm de euros registrados un año antes.

En términos reales, tanto las exportaciones como las importaciones han pasado a registrar tasas de crecimiento intertrimestral negativas como resultado de la caída de la demanda exterior y de la demanda interna y, posiblemente, como consecuencia de un deterioro de la financiación del comercio a escala mundial. En los tres meses transcurridos hasta octubre del 2008, las exportaciones reales de la zona del euro a Estados Unidos y 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 período de tres meses anterior. Sin embargo, el crecimiento de las exportaciones reales a los países de la OPEP siguió siendo bastante vigoroso durante el mismo período, debido al sólido crecimiento económico observado en estos países

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

(mm de euros; datos mensuales; datos desestacionalizados)



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 Oct	2008 Nov	2008 Feb	2008 May	2008 Ago	2008 Nov	2007 Nov	2008 Nov
<i>mm de euros</i>								
Cuenta corriente	-6,0	-16,0	-2,3	-3,0	-6,2	-10,3	45,9	-65,3
Bienes	1,6	-6,0	1,1	1,7	-1,8	-2,6	63,4	-4,8
Exportaciones	130,5	121,5	129,9	132,8	135,5	128,2	1.506,6	1.579,6
Importaciones	128,9	127,5	128,9	131,1	137,4	130,8	1.443,2	1.584,4
Servicios	3,6	3,4	5,1	4,4	4,1	3,3	53,0	50,6
Exportaciones	41,9	41,6	41,9	41,8	41,6	42,0	484,4	502,1
Importaciones	38,3	38,2	36,8	37,5	37,5	38,7	431,4	451,5
Rentas	-1,5	-4,0	-0,6	-1,2	-1,2	-2,3	11,9	-16,0
Transferencias corrientes	-9,7	-9,5	-7,9	-7,8	-7,2	-8,7	-82,5	-95,0
Cuenta financiera ¹⁾	75,1	17,2	-15,2	28,7	12,6	34,4	32,8	181,6
Total inversiones directas y de cartera netas	106,5	16,7	-21,2	-13,4	12,7	58,2	86,0	108,9
Inversiones directas netas	-13,9	-31,2	-32,2	-17,6	-13,7	-22,2	-107,0	-257,1
Inversiones de cartera netas	120,3	47,9	11,0	4,1	26,4	80,4	193,0	366,0
Acciones y participaciones	6,2	35,9	20,4	-8,0	1,7	-5,3	49,3	26,4
Valores distintos de acciones	114,2	12,0	-9,4	12,2	24,7	85,7	143,7	339,6
Bonos y obligaciones	7,9	18,8	9,7	20,0	17,3	19,6	208,1	199,8
Instrumentos del mercado monetario	106,2	-6,7	-19,0	-7,8	7,3	66,1	-64,4	139,9
<i>variaciones porcentuales sobre el período anterior</i>								
Bienes y servicios								
Exportaciones	-1,5	-5,4	1,1	1,6	1,4	-3,9	9,7	4,6
Importaciones	-4,7	-0,9	3,1	1,7	3,7	-3,1	6,9	8,6
Bienes								
Exportaciones	-1,6	-6,9	1,3	2,2	2,0	-5,4	9,3	4,8
Importaciones	-5,2	-1,1	4,2	1,7	4,8	-4,8	6,0	9,8
Servicios								
Exportaciones	-1,2	-0,7	0,4	-0,2	-0,6	1,0	11,1	3,7
Importaciones	-3,2	-0,3	-0,5	1,8	-0,0	3,3	10,0	4,7

Fuente: BCE.

Nota: Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo.

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

y a los efectos del aumento de las rentas que, hasta hace muy poco, tenían su origen en los ingresos provenientes del petróleo. En el periodo de tres meses transcurrido hasta octubre del 2008, las caídas más acusadas de las exportaciones reales se registraron en las rúbricas de bienes intermedios y de consumo, mientras que, en el caso de las importaciones reales, el descenso se produjo, sobre todo, en los bienes de consumo, seguidos de los bienes de capital.

Por lo que respecta a otras rúbricas de la balanza por cuenta corriente, en cifras acumuladas de doce meses, el superávit de la balanza de servicios se redujo ligeramente hasta 50,6 mm de euros en noviembre del 2008, desde los 53 mm registrados un año antes. Al mismo tiempo, el saldo de la balanza de rentas experimentó una caída de 27,9 mm de euros, pasando de un superávit de 11,9 mm de euros en los doce meses transcurridos hasta noviembre del 2007 a un déficit de 16 mm de euros en los doce meses transcurridos hasta noviembre del 2008. Este cambio de signo parece tener su origen en un aumento de los pagos por rentas a no residentes en la zona del euro. Por último, durante el mismo período, el déficit acumulado de la balanza de transferencias corrientes aumentó de 82,5 mm de euros a 95 mm de euros.

CUENTA FINANCIERA

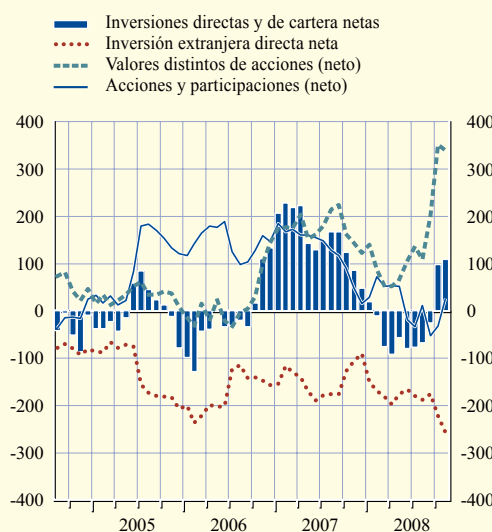
En el período de tres meses transcurrido hasta noviembre del 2008, el agregado de inversiones directas y de cartera de la zona del euro registró, en promedio, entradas netas mensuales por importe de 58,2 mm de euros, principalmente como resultado de las entradas netas de inversiones de cartera en forma de instrumentos del mercado monetario y, en menor medida, de las entradas netas de bonos y obligaciones. El aumento de las entradas netas de instrumentos de deuda quedó contrarrestado, en parte, por las salidas netas de inversión directa extranjera y de acciones y participaciones de capital.

El aumento de las entradas netas de instrumentos del mercado monetario en 58,8 mm de euros, en comparación con los tres meses transcurridos hasta agosto del 2008 se debe, en gran medida, al repunte transitorio observado en septiembre y octubre de ese año, cuando las entradas de este tipo de instrumentos fueron las mayores registradas desde 1999. Esta situación vino determinada tanto por las ventas de instrumentos del mercado monetario extranjeros por parte de residentes en la zona del euro, como por las compras de instrumentos del mercado monetario de la zona del euro realizadas por no residentes, lo que, posiblemente, tuvo su origen en las medidas adoptadas para estimular la liquidez durante el período de intensificación de las turbulencias financieras que siguió a la caída de Lehman Brothers.

Desde una perspectiva de más largo plazo, el agregado de inversiones directas y de cartera registró entradas netas de 108,9 mm de euros en el período de doce meses transcurrido hasta noviembre del 2008, frente a la entradas netas de 86 mm de euros contabilizados un año antes (véase gráfico 36). Este aumento de las entradas netas de capital refleja un significativo incremento de las entradas de instrumentos de deuda (339,6 mm de euros en noviembre del 2008, frente a 143,7 mm un año antes, véase cuadro 7), que se compensó, en parte, con unas menores entradas de acciones y participaciones y con un nuevo aumento de las salidas netas de inversiones directas; el descenso de las entradas de acciones y participaciones fue, en gran medida, resultado de una acusada desinversión en valores de la zona del euro por parte de los inversores no residentes, como consecuencia de las turbulencias financieras. Al mismo tiempo, en cifras acumuladas de doce meses, las entradas netas de pasivos en la inversión directa extranjera siguieron reduciéndose y, en noviembre del 2008, se situaron en niveles más bajos, comparables a los del tercer trimestre del 2004. Examinando las cifras con más detalle, se observa que, en el período de doce meses transcurrido hasta noviembre del 2008, las inversiones directas registraron salidas netas de 257,1 mm de euros, mientras que las entradas netas de inversiones de cartera en forma de acciones y participaciones se redujeron hasta 26,4 mm de euros, frente a los 49,3 mm de euros contabilizados un año antes. Las entradas netas de bonos y obligaciones y de instrumentos del mercado monetario se situaron en 199,8 mm de euros y 139,9 mm de euros, respectivamente (véase cuadro 7). El aumento de la aversión al riesgo, de las necesidades de liquidez y de los diferenciales de tipos de interés a corto plazo podría haber contribuido a esta situación.

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.