

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

En el último trimestre, la recesión económica mundial se ha hecho más profunda al haberse intensificado las turbulencias financieras y extendido sus repercusiones a todo el mundo. Los mercados emergentes —uno de los principales pilares del crecimiento económico en los últimos años— también parecen verse cada vez más afectados por el empeoramiento de la situación económica mundial. Las presiones inflacionistas mundiales se han atenuado debido al acusado descenso de los precios de las materias primas y a la desaceleración de la demanda mundial. Al mismo tiempo se ha disparado la volatilidad en muchos mercados y las perspectivas de la economía mundial están sujetas actualmente a un alto grado de incertidumbre.

I.1 EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

La economía mundial está experimentando la desaceleración más grave en muchas décadas a pesar de las audaces medidas de política económica que se han adoptado en todo el mundo para hacer frente a las turbulencias financieras y sus adversas consecuencias. Los indicadores publicados en los últimos tres meses apuntan a una recesión más profunda y sincronizada de la economía mundial, como lo demuestra la fuerte y generalizada caída del índice general de directores de compras de la industria manufacturera hasta niveles muy inferiores al umbral que separa la contracción de la expansión, de lo que se deduce que, a nivel mundial, los sectores han seguido reduciendo su actividad. Pese a un moderado repunte en enero, el índice se mantuvo en niveles muy bajos en febrero. En general, los mercados financieros todavía no funcionan como es debido y la confianza de los consumidores y las empresas se sitúa en mínimos históricos. La caída de la riqueza neta de los hogares, junto con el alto nivel de incertidumbre, ha hecho que tanto los hogares como las empresas recorten el gasto, reduciéndose así la demanda de bienes de consumo y de capital en todo el mundo. La caída de la demanda y de la producción industrial mundial han sido los principales factores determinantes de la acusada contracción del comercio internacional, que ha hecho que la recesión se propague más rápidamente de las economías industrializadas a los mercados emergentes. El desplome del comercio mundial en el cuarto trimestre del 2008 se exacerbó con el aumento de las dificultades para obtener créditos comerciales (véase también recuadro 1). En consonancia con el empeoramiento de la situación económica a nivel mundial, el entorno exterior de la zona del euro ha experimentado un nuevo deterioro.

Al mismo tiempo, las presiones inflacionistas mundiales se han reducido rápidamente en los últimos meses, como lo demuestra el descenso del índice general de precios de los consumos intermedios de la encuesta a directores de compras, que ha caído hasta niveles coherentes con una acusada reducción de los costes medios de dichos consumos. La reducción de las presiones inflacionistas es atribuible, principalmente, a efectos de base que tienen su origen en la bajada de los precios de las materias primas, así como en la atonía de la demanda mundial y en el deterioro de la situación de los mercados laborales. La notable y rápida caída de los precios del petróleo —causada por el pronunciado debilitamiento de las

Gráfico I Índice general de directores de compras

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



Fuente: Markit.

perspectivas de la economía mundial y la consiguiente caída de la demanda de petróleo— contribuyó en gran medida al descenso de la inflación interanual medida por los precios de consumo. La recesión económica mundial está intensificando estas presiones a la baja, confirmando así de que los episodios de crecimiento económico mundial más lento —combinados con un aumento de las brechas de producción y de las tasas de paro— se asocian a una desaceleración de la inflación medida por los precios de consumo en todo el mundo. Los datos más recientes muestran que, a escala mundial, la inflación se encuentra ahora en una trayectoria descendente en las principales regiones económicas. La inflación general medida por los precios de consumo en los países de la OCDE se situó en el 1,3% en el año transcurrido hasta enero del 2009, frente al 1,5% observado en el mes anterior. Excluidos la energía y los alimentos, los precios de consumo crecieron un 1,9% en el año transcurrido hasta enero, frente al 2% en diciembre.

Recuadro I

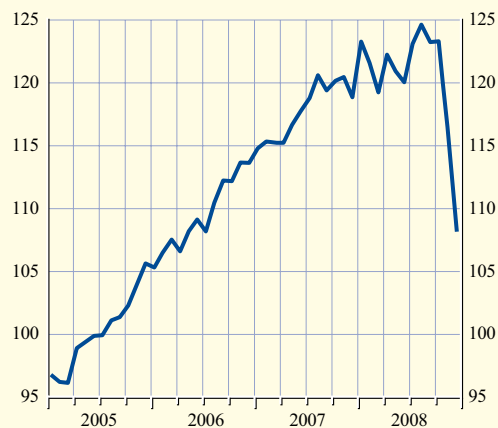
LA RECIENTE Y ACUSADA CONTRACCIÓN DEL COMERCIO MUNDIAL VISTA DESDE UNA PERSPECTIVA HISTÓRICA

Las repercusiones, cada vez más amplias, de las turbulencias financieras han precipitado últimamente una caída de las transacciones comerciales internacionales en todo el mundo. Según indican los últimos datos publicados¹, el comercio mundial de bienes experimentó, en términos reales, una acusada contracción del 5,3% y del 7%, en tasa intermensual, en noviembre y diciembre del 2008, respectivamente. En conjunto, el comercio internacional registró una caída del 6% en tasa intertrimestral en el

1 Los datos mensuales sobre el comercio mundial de bienes proceden del CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis (<http://www.cpb.nl/eng/research/sector2/data/trademonitor.html>).

Gráfico A Comercio mundial de bienes en términos reales

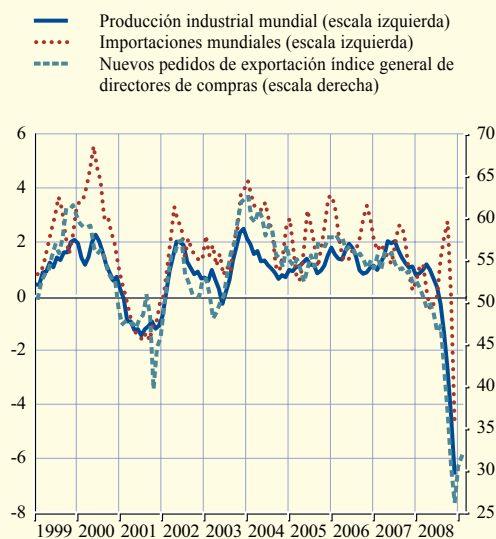
(índice 2005 = 100; datos mensuales)



Fuente: CPB.

Gráfico B Importaciones mundiales en términos reales, producción industrial mundial y nuevos pedidos del índice general de directores de compras

(índice; variaciones porcentuales)



Fuentes: CPB, Banco Mundial y cálculos del BCE.

Nota: Las cifras sobre la producción industrial mundial y las importaciones mundiales en términos reales corresponden a variaciones porcentuales de tres meses sobre los tres meses anteriores.

cuarto trimestre del 2008. De acuerdo con esta información más reciente, a finales del 2008, el comercio mundial habría retrocedido hasta niveles de mediados del 2006 (gráfico A). Además, se espera una nueva contracción, dado que, en febrero, el índice general de directores de compras de pedidos de exportación se mantuvo por debajo del umbral que separa la expansión de la contracción por sexto mes consecutivo. A continuación, se analiza la reciente contracción del comercio internacional desde una perspectiva histórica, a fin de arrojar algo de luz sobre su posible evolución a medio plazo.

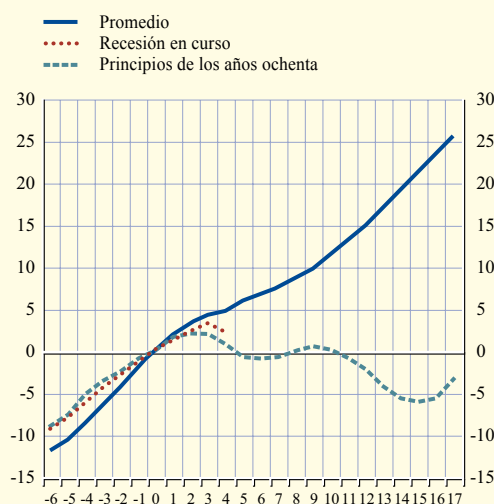
Tras un período de sólido crecimiento, el comercio internacional se vio paulatinamente afectado por la desaceleración general de la actividad mundial que se inició con la recesión de la economía estadounidense a finales del 2007. Tras la quiebra de Lehman Brothers, la intensa y negativa retroalimentación entre las turbulencias financieras y la actividad real dio lugar a una pronunciada caída del comercio mundial. El impacto de las turbulencias sobre la riqueza y la confianza, unido al consiguiente alto grado de incertidumbre, obligó a las empresas y a los hogares a reducir o aplazar sus gastos, como puede observarse, por ejemplo, en la acusada caída del índice general de directores de compras de nuevos pedidos del sector manufacturero. El descenso de la demanda de bienes de capital y de consumo —especialmente de consumo duradero— que tiene un contenido de importaciones relativamente elevado, hizo que la producción y el comercio mundiales se desplomaran en los últimos meses del 2008 (gráfico B).

Las dificultades que rodean al acceso al crédito comercial han exacerbado la caída del comercio. Si bien la evidencia relativa a los problemas que plantea la financiación del comercio sigue siendo un tanto anecdótica, parecería que el coste de dicha financiación ha aumentado en todo el mundo y que el volumen de crédito otorgado por los bancos se ha reducido, especialmente en los mercados emergentes (y, en particular, en Asia)².

Desde una perspectiva histórica, la correlación entre el ciclo económico de Estados Unidos y la evolución de la economía mundial sigue siendo importante y las recesiones en Estados Unidos se han asociado históricamente con caídas en el comercio mundial. Aunque esta relación no necesariamente implica ninguna causalidad, constituye un indicador útil para calibrar los acontecimientos actuales. Basándose en los datos recogidos desde finales de los años cincuenta, el gráfico C muestra el perfil promedio de la variación de las importaciones reales de bienes y servicios durante las recesio-

Gráfico C Evolución de las importaciones mundiales en términos reales durante las recesiones en Estados Unidos

(variaciones acumuladas; en porcentaje; media móvil de cuatro trimestres; datos trimestrales)



Fuentes: FMI y cálculos del BCE; datos más recientes obtenidos del CPB.

Notas: El trimestre «0» corresponde al inicio de la recesión en Estados Unidos. El promedio se basa en ocho recesiones en Estados Unidos desde 1957.

² Véase, por ejemplo, «Trade and Development Quarterly», Departamento de Comercio Internacional (PRMTR), Banco Mundial, 17.ª edición, enero del 2009 (http://siteresources.worldbank.org/INTRANETTRADE/Resources/239054-1090532971789/Trade_Quarterly_17th_edition_Jan_22_09.pdf)

nes en Estados Unidos (correspondiendo el trimestre «0» al comienzo de la recesión en Estados Unidos, conforme a la fecha indicada por la Oficina Nacional de Investigación Económica). En general, las recesiones económicas en Estados Unidos han ido acompañadas de una desaceleración del ritmo de expansión del comercio mundial (en promedio, la tasa de crecimiento del comercio mundial se reduce durante los ocho trimestres siguientes al comienzo de una recesión en Estados Unidos). Si bien la variación, en términos reales, de las importaciones mundiales durante la recesión actual (correspondiendo el trimestre «0» al cuarto trimestre del 2007) se ajusta de forma bastante paralela al perfil promedio hasta el tercer trimestre del 2008, la fuerte contracción observada en el cuarto trimestre del 2008 implica una desviación significativa respecto a dicho promedio.

Examinando individualmente las recesiones anteriores de Estados Unidos, se observa que la que se produjo a principios de la década de los ochenta muestra similitudes con el ciclo actual. Ambas se caracterizan por los notables efectos negativos sobre el consumo, la inversión residencial y las importaciones. Además, la recesión de principios de los ochenta se produjo en un contexto de dificultades en el sector bancario, como ha ocurrido en el ciclo actual. Los efectos de aquella recesión sobre el comercio mundial fueron especialmente intensos, pues lo mantuvieron en niveles inferiores a los observados antes de la recesión durante los cuatro años siguientes (gráfico C). La evolución de la desaceleración actual del comercio ha sido, hasta la fecha, relativamente similar a la de principios de la década de los ochenta. Por lo tanto, si se utiliza dicha recesión como marco de referencia, parece justificado esperar un debilitamiento adicional del comercio mundial durante cierto tiempo. Por otra parte, las características propias del episodio actual podrían dar lugar a riesgos a la baja para las perspectivas del comercio mundial, como un acceso limitado al crédito comercial o la aparición de procesos de producción mundiales susceptibles de intensificar el descenso sincronizado de los intercambios comerciales en todo el mundo. No obstante, estos riesgos podrían quedar atenuados en cierta medida por la reciente caída de los precios del petróleo, ya que la consiguiente bajada de los costes del transporte podría favorecer una recuperación del comercio internacional.

En conjunto, la reciente caída del comercio internacional es consecuencia, principalmente, de la fuerte y sincronizada desaceleración de la demanda mundial. De cara al futuro, en la medida en que las autoridades competentes están actuando en todo el mundo para atenuar las restricciones de la oferta de crédito en general, cabría esperar alguna mejora de la financiación del comercio a lo largo de este año. No obstante, dado que aún no se vislumbra una recuperación significativa de la actividad, es improbable que, a corto plazo, se produzca un repunte de la demanda o del comercio mundiales, especialmente si la recuperación de la economía mundial se deriva esencialmente de la expansión fiscal que, normalmente, es relativamente poco intensiva en el componente de comercio.

En este contexto, el creciente riesgo de proteccionismo es un tema que preocupa cada vez más. La Gran Depresión es una prueba fehaciente de que la intensificación de las medidas proteccionistas puede retrasar la recuperación del comercio internacional y agravar la duración y el alcance de la recesión a escala mundial. Si bien el riesgo de que surja un proteccionismo similar al de la Gran Depresión sigue siendo muy limitado, otros tipos de proteccionismo (como las políticas industriales conducentes al nacionalismo económico o las medidas proteccionistas de carácter financiero) podrían resultar nocivos para el comercio y el crecimiento a nivel mundial. Por consiguiente, en interés de todas las partes implicadas en la economía mundial es preciso resistir la presión para adoptar medidas proteccionistas.

ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos, el PIB real creció a una tasa del 1,1% en el 2008, lo que indica una acusada desaceleración en comparación con la tasa media de crecimiento registrada en años anteriores. Si bien el crecimiento fue positivo en el primer semestre del año, la intensificación de las tensiones en los mercados financieros, las restrictivas condiciones de concesión de crédito y el debilitamiento de la demanda exterior contribuyeron a una clara contracción del producto durante el segundo semestre del 2008. Las estimaciones provisionales de la Oficina de Análisis Económico de Estados Unidos indican que el PIB real se contrajo un 6,2%, en tasa anualizada, en el cuarto trimestre del 2008, frente a la contracción del 0,5% registrada en el tercer trimestre. El consumo personal y la inversión fija privada constituyeron un pesado lastre para el crecimiento del PIB. El efecto positivo del comercio exterior, uno de los principales factores determinantes del crecimiento en trimestres anteriores, se disipó hacia finales de año, en la medida en que la acusada desaceleración económica que sufrieron varios de los socios comerciales de Estados Unidos afectó a la demanda exterior y a las exportaciones.

Por lo que respecta a la evolución de los precios, la tasa media de variación interanual del IPC fue del 3,8% en el 2008, frente al 2,9% del 2007. Durante el pasado año, la inflación general osciló dentro de un intervalo más amplio de lo habitual, como consecuencia de la volatilidad de los precios del petróleo y de otras materias primas. La inflación general registró una acusada caída hacia finales del 2008 y bajó de nuevo, hasta el 0%, en enero del 2009. Este reciente episodio de desinflación tuvo su origen en los rápidos descensos de los precios de las materias primas, así como en la creciente atonía de los mercados de productos y de trabajo de Estados Unidos como resultado de la intensificación de la recesión económica. Excluidos la energía y los alimentos, la inflación interanual, medida por el IPC, bajó hasta el 1,7% en enero del 2009, desde una media del 2,3% en el 2008.

De cara al futuro, las perspectivas de la actividad económica en Estados Unidos siguen estando empañadas por las turbulencias que afectan a los mercados financieros y su negativo impacto en la economía real. Las caídas resultantes de la riqueza de los hogares, la menor disponibilidad de crédito y el ajuste a la baja de las expectativas respecto a la evolución de la situación económica en el futuro frenarán, probablemente, el gasto de los hogares y las empresas. La necesidad de corregir anteriores desequilibrios y sanear los balances se materializará, probablemente, en forma de un mayor desapalancamiento por parte de las instituciones financieras y de una reducción del endeudamiento de los hogares hasta niveles más sostenibles. En este contexto, una batería de medidas de estímulo de magnitud considerable debería brindar cierto apoyo a la actividad económica en los próximos trimestres. Por lo que respecta a la evolución de los precios, es probable que la inflación se mantenga en niveles bajos, debido a la existencia de notable una brecha de producción y a efectos de base relacionados con la anterior evolución de los precios de las materias primas.

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. Dado que el tipo de interés se encuentra tan próximo al límite inferior del 0%, la Reserva Federal ha aplicado medidas de política no convencionales para apoyar el funcionamiento de los mercados financieros y estimular la economía.

JAPÓN

En Japón, la recesión se ha acentuado aún más en el último trimestre, como resultado de la fuerte desaceleración de la demanda exterior y del debilitamiento de la demanda interna. Según la primera estimación provisional de la Oficina Económica del Gobierno, el PIB real se redujo un 3,3%, en tasa intertrimestral, en el cuarto trimestre del 2008, siendo éste el tercer trimestre consecutivo en el que se

registra un crecimiento negativo y, como resultado, el crecimiento del PIB para el conjunto del año también se situó en una cifra negativa de $-0,7\%$. La contracción registrada en el cuarto trimestre es atribuible, principalmente, a la evolución de la demanda exterior neta. Aunque las exportaciones han sido el principal motor de la expansión de la economía japonesa en los últimos años, la acusada caída de $-13,9\%$ en el cuarto trimestre se tradujo en una contribución negativa al crecimiento del PIB de tres puntos porcentuales. Además, se acentuó el descenso de la inversión empresarial ($-5,3\%$) y el crecimiento del consumo privado comenzó a registrar cifras negativas ($-0,4\%$).

La inflación, medida por los precios de consumo, continuó reduciéndose en enero del 2009. Empujada por el aumento de la brecha de producción, la inflación interanual, medida por el IPC, bajó hasta el 0% , desde el $0,4\%$ de diciembre. Excluidos la energía y los alimentos, la inflación interanual, medida por el IPC, se tornó negativa en enero del 2009, situándose en $-0,2\%$. Para el conjunto del 2008, la inflación medida por el IPC se situó en el $1,4\%$.

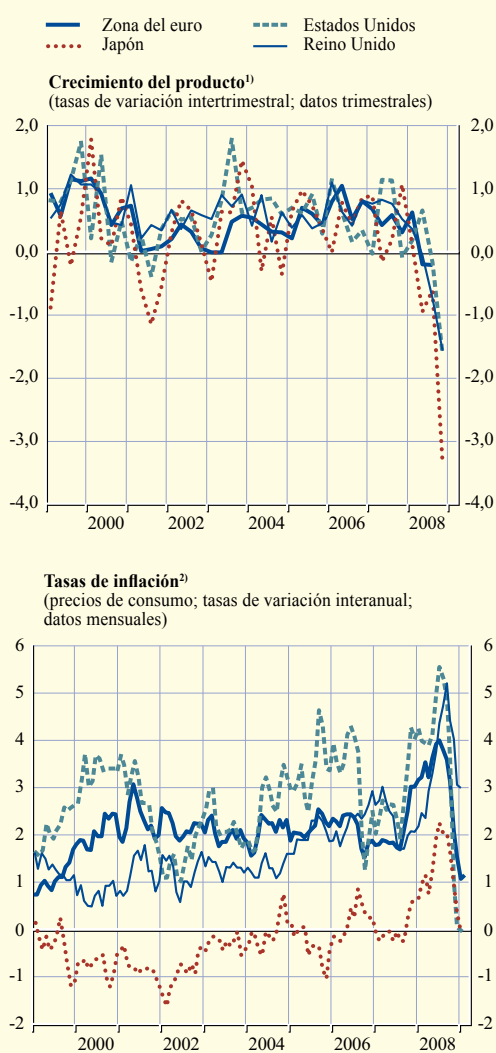
De cara al futuro, se prevé que la actividad económica seguirá siendo débil a corto plazo, ya que es probable que se mantenga la atonía de las exportaciones como consecuencia de la contracción de la demanda exterior, mientras que el consumo privado se mantendrá en niveles bajos al empeorar la situación del empleo.

Tras reducir el objetivo para el tipo de interés de los préstamos a un día sin garantía en un total de 40 puntos básicos, hasta el $0,1\%$, en las reuniones celebradas el 31 de octubre y el 19 de diciembre de 2008, el Banco de Japón decidió no modificar dicho tipo en su reunión de 19 de febrero de 2009. En su lugar, la institución ha comenzado a aplicar medidas de política monetaria no convencionales para estimular la economía.

REINO UNIDO

En el Reino Unido, el PIB real experimentó una contracción en los últimos trimestres al tiempo que se redujo la inflación. En el cuarto trimestre del 2008, la contracción fue del $1,5\%$ en tasa intertrimestral, siendo el descenso del PIB real bastante generalizado. El gasto en inversión se redujo rápidamente, ya que las empresas, al tener que hacer frente a una menor demanda y a unas condiciones de financiación más restrictivas, recortaron la producción y el empleo. La tasa de paro ha aumentado de forma notable,

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.

situándose en el 6,3% en el cuarto trimestre del 2008. La mayoría de los indicadores de confianza de los consumidores y las empresas siguieron descendiendo en febrero del 2009 y se mantuvieron muy por debajo de las medias de largo plazo. Se prevé que la economía experimentará una pronunciada recesión en el 2009. Por otro lado, la tendencia general de los precios de la vivienda sigue apuntando a la baja. La inflación interanual, medida por el IAPC, se ha venido moderando en los últimos meses, situándose en el 3% en enero, y se espera que continúe descendiendo en los próximos meses. El 8 de enero y el 5 de febrero de 2009, el Comité de Política Monetaria del Banco de Inglaterra redujo su principal tipo de interés oficial en un total de 100 puntos básicos, hasta el 1%.

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 en los últimos trimestres han venido acompañadas de un descenso de la inflación.

En Suecia, el PIB registró, en tasa intertrimestral, una contracción del 2,4% en el cuarto trimestre del 2008, debido a las condiciones financieras más restrictivas, al debilitamiento de la demanda exterior y a un comportamiento cada vez más cauteloso por parte de los hogares. Estos factores también están moderando la actividad económica en Dinamarca, en donde el producto se contrajo un 0,4% en el tercer trimestre. Los indicadores de actividad a corto plazo apuntan a un nuevo debilitamiento de la actividad económica en ambos países. La inflación, medida por el IAPC, continuó reduciéndose en estos dos países, tras alcanzar un máximo a finales del verano del pasado año. En Suecia, la inflación, medida por el IAPC, se redujo hasta el 2% en enero del 2009, mientras que en Dinamarca bajó hasta el 1,7%. El 15 de enero de 2009, el Danmarks Nationalbank rebajó sus principales tipos de interés oficiales en 75 puntos básicos, hasta el 2,75%. El 9 de febrero, el Sveriges Riksbank realizó un recorte similar de 100 puntos básicos, situando el tipo de interés oficial en el 1%.

En los países más grandes de la UE de Europa central y oriental, la actividad económica se ha debilitado de forma notable en los últimos meses. En Hungría, la economía experimentó una contracción del 1%, en tasa intertrimestral, en el cuarto trimestre del 2008, tras un retroceso del 0,1% en el tercer trimestre. El crecimiento del PIB real se redujo ligeramente en el tercer trimestre en la República Checa y Polonia, situándose en el 0,9% y el 1,2%, respectivamente. Los indicadores a corto plazo sugieren que se producirá un notable debilitamiento de la actividad económica en ambos países. En Rumanía, el crecimiento del PIB real seguía siendo sólido en el tercer trimestre del 2008, como resultado, en parte, de las buenas cosechas obtenidas en el sector agrícola, pero los indicadores a corto plazo apuntan a una acusada desaceleración en los últimos meses. Las perspectivas de crecimiento se han deteriorado significativamente en los últimos meses en estos cuatro países como resultado del aumento de la aversión al riesgo respecto a la región, del endurecimiento de las condiciones de financiación y del debilitamiento del comercio exterior. Las tasas de inflación se han reducido en los últimos meses, situándose en el 2,4% en Hungría, en el 1,4% en la República Checa y en el 3,1% en Polonia en enero del 2009. La inflación también se ha venido moderando en Rumanía, donde bajó hasta el 6,4% en diciembre del 2008 y ha vuelto a subir hasta el 6,8% en enero del 2009. La moderación de la inflación, medida por el IAPC, en estos países en los últimos meses refleja, principalmente, la progresiva desaparición de los efectos de las anteriores subidas de los precios de los alimentos y la energía, así como el debilitamiento de la actividad económica. El aumento de la inflación en Rumanía en enero del 2009 es atribuible, principalmente, a la reciente y sustancial depreciación de la moneda, ya que un debilitamiento del leu se traduce en un incremento simultáneo de los precios nacionales de los productos que tradicionalmente se calculan en euros y se pagan en moneda local. Todos los bancos centrales de la región redujeron sus tipos de interés oficiales a principios del 2009. El 19 de enero, el Magyar Nemzeti Bank rebajó su principal tipo

de interés oficial en 50 puntos básicos hasta el 9,5%. El 27 de enero, el Narodowy Bank Polski decidió reducir su principal tipo de interés oficial en 75 puntos básicos hasta el 4,25%. El 6 de febrero, el Česká národní banka rebajó su principal tipo de interés oficial en 50 puntos básicos, hasta el 1,75%. El 4 de febrero, la Banca Națională a României decidió recortar su principal tipo de interés oficial en 25 puntos básicos, hasta el 10%.

En los países más pequeños de la UE no pertenecientes a la zona del euro, la evolución del crecimiento ha sido desigual en los últimos trimestres. Mientras que, en Bulgaria, la actividad económica ha seguido siendo relativamente dinámica, las tres economías bálticas están atravesando actualmente una recesión. Los indicadores disponibles sobre actividad y confianza sugieren que el crecimiento del PIB registrará una desaceleración también en Bulgaria. La inflación interanual, medida por el IAPC, ha seguido una trayectoria descendente en los cuatro países, con tasas que se han situado entre el 4,7% de Estonia y el 9,7% de Letonia en enero del 2009.

En Rusia, el crecimiento del PIB real se moderó en el tercer trimestre del 2008 hasta el 6,2%, en tasa interanual, desde el 7,5% observado en el segundo trimestre. Los datos provisionales apuntan a una pronunciada desaceleración en el cuarto trimestre, en el que se registraría un crecimiento negativo en tasa intertrimestral. Se prevé que la persistencia de las tensiones en el sector financiero y la notable reducción de las entradas netas de capital amortigüen aún más la actividad económica. La inflación, medida por los precios de consumo, que si situaba en el 13,4% en tasa interanual en enero del 2009, sólo ha bajado de forma limitada respecto al máximo de alrededor del 15% observado a mediados del 2008.

ECONOMÍAS EMERGENTES DE ASIA

En las economías emergentes de Asia, la actividad económica sufrió una acusada desaceleración en el cuarto trimestre del 2008. En particular, las pequeñas economías abiertas de la región se vieron muy afectadas por la rápida caída del comercio mundial. El consumo interno privado ha sido débil en varios países, debido a una caída de la confianza de los consumidores, al aumento del desempleo, a las restrictivas condiciones de financiación y a la atonía del mercado inmobiliario. Además, las sombrías perspectivas de las exportaciones han contribuido a que el crecimiento de la inversión sea más lento. La inflación, medida por los precios de consumo, se ha reducido hasta niveles relativamente bajos en la mayoría de los países, lo que ha dado margen de maniobra a los bancos central para aplicar una política monetaria menos restrictiva.

En China, el crecimiento registró una considerable desaceleración en los últimos meses del 2008. El PIB real creció a una tasa interanual del 6,8% en el último trimestre del 2008, lo que representa una notable caída respecto al 9% del trimestre anterior. Si bien los indicadores disponibles sugieren que el consumo privado ha mantenido, hasta ahora, una relativa capacidad de resistencia, el crecimiento de la inversión real se ha reducido, debido, principalmente, a un descenso de la actividad en el sector de la construcción. Las exportaciones chinas cayeron un 4%, en tasa interanual, en el último trimestre del 2008. Sin embargo, el superávit comercial siguió creciendo en la medida en que las importaciones se redujeron aún más, como consecuencia de factores tales como la bajada de los precios de las materias primas, el elevado contenido en importaciones de las exportaciones y el debilitamiento de la demanda interna. Como resultado, el superávit comercial se elevó hasta 114 mm de dólares estadounidenses en el último trimestre del 2008, un 50% más que en el mismo trimestre del año anterior. La inflación medida por los precios de consumo ha caído de forma acusada y, en enero del 2009, los precios de consumo se situaban sólo un 1% por encima del nivel observado un año antes. Se prevé que las tasas de inflación se tornen negativas en los próximos meses, debido también a efectos de base. Las autoridades chinas han

puesto en marcha una amplia gama de medidas de política para sostener el crecimiento económico. La relajación de la política monetaria y la batería de medidas fiscales anunciada en noviembre se reflejan ya en un rápido crecimiento del crédito. En enero del 2009, el saldo de los préstamos era un 21,3% más alto que la cifra observada un año antes, frente al incremento interanual del 14,6% registrado en noviembre.

En Corea, el PIB real se redujo a una tasa interanual de -3,4% en el último trimestre del 2008. La inflación interanual, medida por el IPC, bajó hasta el 3,7% en enero del 2009, desde el 4,1% registrado el mes anterior, debido principalmente al descenso de los precios de las materias primas. En India, se produjo una desaceleración de la actividad económica, con un crecimiento del PIB real del 5,3%, en tasa interanual, en el cuarto trimestre, frente al 7,6% observado en el tercer trimestre. La inflación medida por los precios al por mayor, la principal medida de la inflación que utiliza el Banco de Reserva de India, se redujo rápidamente, desde un máximo del 12,5% en julio del 2008 hasta un 4,4% en enero del 2009.

En conjunto, las economías emergentes de Asia están experimentando una considerable desaceleración debido a la caída de la demanda exterior y una serie de factores que obstaculizan la demanda interna. Se prevé que las economías más grandes y menos abiertas no se verán tan gravemente afectadas, en términos relativos, por la recesión económica mundial. De cara al futuro, se prevé asimismo que la actividad económica en conjunto de la región sea relativamente baja, aunque es probable que las medidas fiscales y monetarias estimulen, hasta cierto punto, el crecimiento económico.

AMÉRICA LATINA

En América Latina, el ritmo de la actividad económica sufrió una acusada desaceleración en el cuarto trimestre del 2008, mientras que las presiones inflacionistas siguieron siendo un tanto elevadas. En México, el crecimiento interanual del PIB real fue de -1,6% en el cuarto trimestre del 2008, tras el 1,7% del tercer trimestre. La inflación interanual se situó, en promedio, en el 6,2% en el cuarto trimestre del 2008, frente al 5,5% del trimestre anterior. En Argentina, la actividad económica se contrajo un 0,3% en el cuarto trimestre del 2008 en comparación con el tercer trimestre, pero aún así, creció un 4,4% en comparación con un año antes. La inflación interanual, medida por el IPC, se situó, en promedio, en el 7,8% en el último trimestre del 2008, frente al 8,9% del trimestre anterior. En Brasil, los indicadores de alta frecuencia sugieren que el crecimiento de la demanda, tanto interna como externa, se redujo en el cuarto trimestre, y que las ventas del comercio al por menor aumentaron en promedio en un 6,1% (en tasa interanual) en el último trimestre del 2008, frente al 9,9% del tercer trimestre. Por su parte, la producción industrial se redujo un 6,6% en el cuarto trimestre del 2008, tras aumentar un 6,8% en el trimestre anterior.

En conjunto, se prevé que el crecimiento del producto seguirá siendo débil, como consecuencia de la caída de la demanda externa, de los bajos precios de las materias primas y de las restrictivas condiciones de financiación, pese al hecho de que varios bancos centrales de la región han recortado el tipo de interés oficial y han adoptado una serie de medidas para mejorar la situación de liquidez de las respectivas economías.

1.2 MERCADOS DE MATERIAS PRIMAS

Los precios del petróleo prácticamente se han estabilizado en los tres últimos meses en un clima de reducción de la volatilidad. El 3 de marzo de 2009, se situaban en 43,8 dólares estadounidenses el barril, alrededor de un 18% por debajo del nivel de finales de noviembre del 2008 (en euros, la caída

fue de un 17%, aproximadamente). A medio plazo, los participantes en el mercado todavía prevén unos precios más altos, negociándose los futuros con entrega en diciembre del 2010 en torno a 55 dólares estadounidenses.

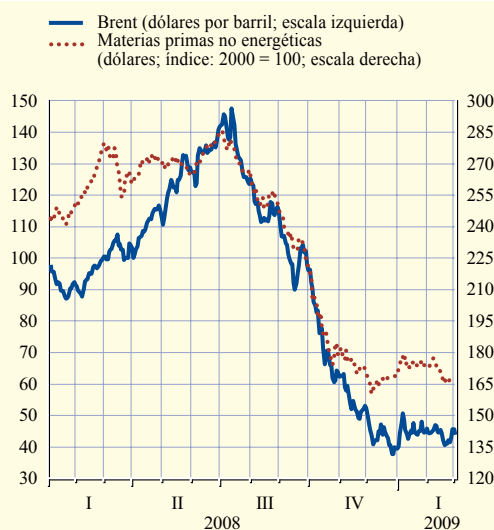
Por lo que respecta a la demanda, la desaceleración de la economía mundial está afectando negativamente a las perspectivas, tanto en los países de la OCDE como en las economías en desarrollo. La Agencia Internacional de la Energía ha vuelto a recortar sus proyecciones sobre la demanda de petróleo en el 2009 en otros 0,5 millones de barriles al día, lo que representa la mayor contracción de la demanda desde 1982. En cuanto a la oferta, los países miembros de la OPEP se han comprometido a respetar los recortes acordados en diciembre, lo que se ha traducido en una contracción de la oferta de casi un millón de barriles al día en enero del 2009, que ha compensado con creces las revisiones a la baja de la demanda y parece haber respaldado los precios.

Los precios de las materias primas no energéticas también se estabilizaron en cierta medida. Los precios de los metales siguieron siendo bajos en un clima de preocupación por la magnitud de la recesión económica mundial, pero dieron algunas señales de estabilización. La evolución de los precios de las materias primas alimenticias fue desigual, registrándose una recuperación a principios de enero como resultado de las desfavorables condiciones meteorológicas en América del Sur, que afectaron a las perspectivas de las cosechas. En términos agregados, el índice de precios de las materias primas no energéticas (denominado en dólares estadounidenses) se situaba, a finales de febrero, aproximadamente un 3% por debajo del nivel registrado a finales de noviembre del 2008.

1.3 PERSPECTIVAS DEL ENTORNO EXTERIOR

Como consecuencia de la recesión económica mundial y de la consiguiente y pronunciada caída del comercio internacional, las perspectivas de la demanda exterior de la zona del euro siguen siendo sombrías. Un elemento perturbador de la caída sincronizada del comercio internacional durante el cuarto trimestre del 2008 es el descenso de dos dígitos en los intercambios comerciales de las economías emergentes de Asia, que tuvo, en gran medida, su origen en la caída sincronizada de la producción industrial a nivel mundial; no obstante, el deterioro se aceleró tras la quiebra de Lehman Brothers, que tuvo un rápido impacto negativo sobre la confianza mundial. Por lo que respecta a las perspectivas de la actividad económica, el indicador sintético adelantado de la OCDE correspondiente a diciembre se situaba en su nivel más bajo desde las crisis del petróleo de los años setenta, lo que confirma el acusado deterioro de las perspectivas económicas de todas las grandes economías industrializadas y de las principales economías no pertenecientes a la OCDE, como China, India y Rusia (véase gráfico 4). La desfavorable situación económica mundial se confirma, en general, al examinar el indicador de clima económico mundial del Ifo, correspondiente a febrero, que registró una nueva caída hasta mínimos

Gráfico 3 Principales indicadores de los mercados de materias primas



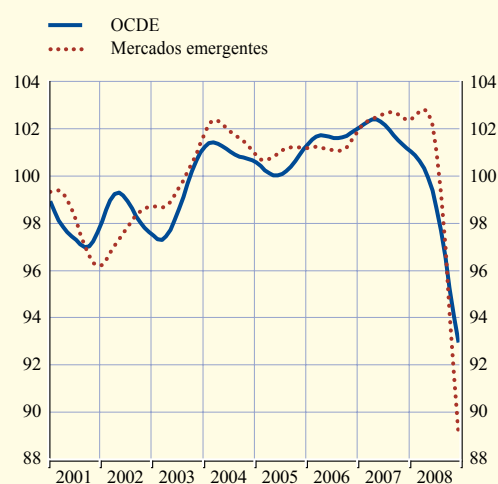
Fuentes: Bloomberg y HWWI.

históricos. Sin embargo, el componente del indicador que recoge las expectativas para los seis meses siguientes ha mejorado ligeramente.

Las perspectivas económicas siguen estando sujetas a un grado excepcionalmente elevado de incertidumbre, pero, en conjunto, los riesgos para la actividad económica mundial parecen estar ahora más equilibrados. Por una parte, puede que se observen unos efectos positivos mayores de lo esperado, también sobre la confianza, atribuibles a las importantes medidas de estímulo macroeconómico en marcha y a otras medidas de política económica adoptadas. Por otra parte, las preocupaciones existentes están relacionadas principalmente con la posibilidad de que las turbulencias de los mercados financieros tengan un mayor impacto sobre la economía real, así como con la aparición e intensificación de presiones proteccionistas y una posible evolución adversa de la economía mundial derivada de una corrección desordenada de los desequilibrios mundiales.

Gráfico 4 Indicador sintético adelantado de la OCDE

(datos mensuales; ajustados a la amplitud del ciclo)



Fuente: OCDE.

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

2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

2.1 DINERO Y CRÉDITO DE LAS IFM

Los últimos datos monetarios confirman la desaceleración del crecimiento de M3 y respaldan la tesis de que las presiones inflacionistas están cediendo. La intensificación de las turbulencias de los mercados financieros ha seguido afectando considerablemente a algunas partidas concretas del balance de las IFM, habiéndose observado desplazamientos significativos, por ejemplo, entre M1 y otros componentes de M3. Al mismo tiempo, el flujo de préstamos al sector privado no financiero se mantiene en niveles moderados. Sin embargo, si se considera más allá del efecto de fin de año, con flujos negativos en diciembre antes de volver a ser positivos en enero, los datos recientes no apuntan a que vaya a cesar repentinamente la disponibilidad de la financiación bancaria. Asimismo, parece que continúa el desapalancamiento de las entidades de crédito, principalmente a través de los activos exteriores.

EL AGREGADO MONETARIO AMPLIO M3

La tasa de crecimiento interanual de M3 volvió a reducirse significativamente en enero del 2009 y se situó en el 5,9%, frente al 8,1% del cuarto trimestre del 2008 y al 9% del tercer trimestre (véase gráfico 5). La desaceleración observada en los últimos trimestres en el crecimiento interanual del agregado monetario amplio y de los agregados crediticios es reflejo del endurecimiento de las condiciones de financiación y de la ralentización del crecimiento económico.

El descenso de las tasas de crecimiento a corto plazo fue incluso más acusado y la tasa de crecimiento de seis meses anualizada se situó en el 4,2% en enero, el nivel más bajo desde principios del 2001. Esta evolución reflejó una tasa de crecimiento intermensual del -0,8% en enero. No obstante, esta cifra debe interpretarse con cautela, dado el posible impacto de consideraciones de tipo contable relacionadas con el final del año.

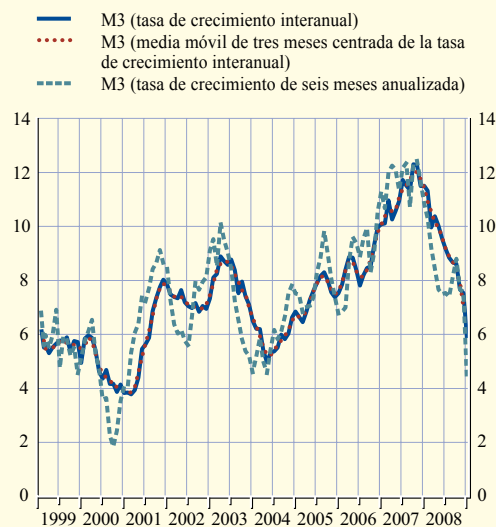
El aumento de la tensión observada en el sistema financiero desde mediados de septiembre ha tenido un impacto visible en varios componentes y contrapartidas de M3. Por ejemplo, debe reconocerse que los desplazamientos de cartera hacia activos líquidos cubiertos por avales públicos, desde instrumentos negociables sin dicha garantía, tuvieron un efecto al alza en los depósitos de los hogares en el último trimestre del 2008. Esta evolución fue contrarrestada por la significativa reducción de las tenencias de M3 de las sociedades no financieras y de los intermediarios financieros no monetarios, probablemente como consecuencia del deterioro de la situación y las perspectivas económicas.

PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

Los cambios en los componentes de M3 observados en el cuarto trimestre del 2008 continuaron en enero del 2009. La desaceleración sostenida del crecimiento interanual de M3 registrada en el último trimestre del 2008 y en enero del 2009 tuvo su origen, principalmente, en la menor contribución de los

Gráfico 5 Crecimiento de M3

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



Fuente: BCE.

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 Dic	2009 Ene
M1	43,6	3,8	2,3	0,6	2,7	3,3	5,2
Efectivo en circulación	7,6	7,8	7,8	7,5	12,4	13,4	13,7
Depósitos a la vista	36,0	3,0	1,2	-0,7	0,8	1,4	3,6
M2 - M1 (= otros depósitos a corto plazo)	42,4	18,4	19,3	18,9	15,7	13,6	9,7
Depósitos a plazo hasta dos años	25,4	41,4	40,4	37,6	29,1	23,3	14,3
Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses	17,0	-3,3	-2,3	-2,0	-0,8	1,0	3,7
M2	86,0	10,3	10,0	9,1	8,9	8,2	7,4
M3 - M2 (= instrumentos negociables)	14,0	16,3	10,3	8,9	4,1	3,7	-2,4
M3	100,0	11,2	10,1	9,0	8,1	7,5	5,9
Crédito a residentes en la zona del euro		10,0	9,6	9,1	7,3	6,2	6,0
Crédito a las Administraciones Públicas		-2,5	-1,2	0,6	1,7	3,1	5,2
Préstamos a las Administraciones Públicas		-0,9	0,8	2,2	2,9	1,3	2,4
Crédito al sector privado		12,7	11,9	10,8	8,4	6,8	6,1
Préstamos al sector privado		11,1	10,5	9,1	7,3	5,8	5,0
Préstamos al sector privado ajustados por ventas y titulizaciones		12,0	11,5	10,2	8,6	7,3	6,7
Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas)		6,8	4,5	3,3	1,0	-0,5	0,4

Fuente: BCE.

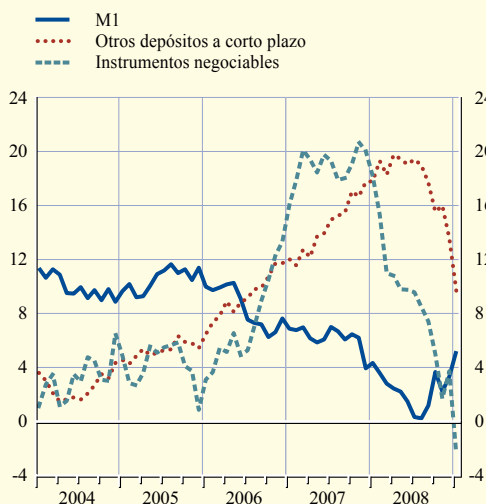
1) A fin del último mes disponible. Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo.

instrumentos negociables (M3-M2) y de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista (M2-M1), mientras que la aportación de M1 aumentó (véase cuadro 1).

La tasa de crecimiento interanual de M1 aumentó hasta el 2,7% en el cuarto trimestre del 2008, desde el 0,6% del tercer trimestre, y volvió a incrementarse en enero del 2009, situándose en el 5,2% (véase gráfico 6). El mayor crecimiento de M1 observado en el último trimestre fue consecuencia de la evolución de sus dos componentes. La tasa de crecimiento interanual del efectivo en circulación se mantuvo en niveles elevados, del 13,7%, en enero, tras aumentar hasta el 12,4% en el cuarto trimestre del 2008, desde el 7,5% del trimestre anterior. En septiembre y octubre se produjo una demanda extraordinaria de efectivo, parte de la cual procedió, probablemente, de no residentes. Asimismo, la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a la vista aumentó hasta el 3,6% en enero, desde el 0,8% del cuarto trimestre y el -0,7% registrado en el tercer trimestre. La mayor demanda de depósitos a la vista se vio favorecida por las disminuciones de los costes de oportunidad de mantener dichos activos, lo que provocó desplazamientos desde depósitos a corto plazo hacia depósitos a la vista. Además, el deterioro de la confianza de los consumidores y el incremento de la rentabilidad por beneficios significan que los inversores tienden ahora a tener una preferen-

Gráfico 6 Principales componentes de M3

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



Fuente: BCE.

cia mayor por la liquidez. En esta situación, los depósitos a la vista pueden utilizarse para aparcarse fondos temporalmente cuando se transfieren entre otras categorías de activos. Sin embargo, debe tenerse en cuenta que el efecto de fin de año puede haber intensificado la volatilidad de la tasa de crecimiento de estos depósitos.

Los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista fueron los que más contribuyeron al crecimiento interanual de M3. Sin embargo, la tasa de crecimiento interanual de estos depósitos volvió a disminuir y se situó en el 9,7% en enero, frente al 15,7% del cuarto trimestre y el 18,9% del tercer trimestre. Esta evolución obedece en gran medida al descenso de la tasa de crecimiento interanual de la demanda de depósitos a plazo hasta dos años (depósitos a corto plazo), que cayó hasta el 14,3% en enero, desde el 29,1% del cuarto trimestre y el 37,6% del tercer trimestre. En cambio, los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses (depósitos de ahorro a corto plazo) crecieron a una tasa interanual del 3,7% en enero, frente al -0,8% del cuarto trimestre y el -2% del tercer trimestre.

La evolución divergente observada en los distintos tipos de depósitos a corto plazo fue reflejo, probablemente, del aumento de las tensiones del sistema financiero, así como de consideraciones relativas a la remuneración de los depósitos. Según los datos sobre tipos de interés disponibles hasta diciembre, la remuneración de los depósitos a corto plazo cayó considerablemente en noviembre y diciembre y los diferenciales con respecto a los tipos de interés a los que se remuneraban los depósitos a la vista y los depósitos de ahorro a corto plazo se estrecharon significativamente.

La tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables incluidos en M3 continuó disminuyendo en enero y se situó en el -2,4%, frente al 4,1% y al 8,9% del cuarto y tercer trimestres, respectivamente. Esta evolución fue consecuencia de los acusados descensos observados en las tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones hasta dos años y de las cesiones temporales. En cambio, la tasa de crecimiento de las participaciones en fondos del mercado monetario, el subcomponente más importante, permaneció prácticamente sin variación con respecto a las medias trimestrales. No obstante, este resultado oculta la volatilidad de los flujos mensuales de entrada y salida de este instrumento. De hecho, las participaciones en fondos del mercado monetario registraron salidas significativas en septiembre y en octubre, tras la quiebra de Lehman Brothers, siendo reflejo de la preocupación de los inversores en relación con la calidad de algunas de las carteras de activos de los fondos del mercado monetario y, por ende, con la seguridad del capital de sus inversiones. Entre noviembre y enero, a pesar de que la anunciada mejora de los sistemas de garantía de depósitos no contemplaba este instrumento, volvieron a registrarse entradas de participaciones en los citados fondos, lo que sugiere que los temores temporales de los residentes en la zona del euro acerca de la calidad de este instrumento se fueron disipando.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3, que incluye los depósitos a corto plazo y las cesiones temporales, y que constituye el agregado monetario más amplio para el que se dispone de información fiable por sectores, cayó hasta el 9,2% en el cuarto trimestre, desde el 10,2% del tercer trimestre. Esta moderación continuó en enero, cuando la tasa de crecimiento interanual descendió hasta el 7,4%, desde el 8,3% registrado en diciembre.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3 de los hogares, que representan la mayor contribución al crecimiento total de los depósitos de M3, aumentó hasta el 9,5% en el cuarto trimestre del 2008, desde el 9% del tercer trimestre. Sin embargo, si se examinan las cifras mensuales, la tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3 de los hogares se redujo en enero y se situó en el 8,7%, frente al 8,9% de diciembre (véase gráfico 7).

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3 que obran en poder de las sociedades no financieras volvió a disminuir hasta situarse en el 3,5% en el cuarto trimestre del 2008 (frente al 6,7% del trimestre anterior). No obstante, si se consideran las cifras mensuales, esta tasa se incrementó nuevamente en enero hasta el 1,9%, desde el 0,4% de diciembre. Si se analiza más allá de la evolución mensual, la desaceleración observada en la acumulación de tenencias líquidas obedece, probablemente, a la continua moderación del crecimiento de los beneficios de las sociedades no financieras. Sin embargo, quizá está relacionada también con el deterioro de las condiciones de financiación, que puede haber impulsado a las empresas (principalmente las más pequeñas) a financiar sus inversiones en capital fijo y su capital circulante mediante sus beneficios no distribuidos y sus depósitos, en vez de recurrir a la financiación bancaria, posiblemente de acceso menos fácil.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3 de los intermediarios financieros no monetarios distintos de las empresas de seguros y fondos de pensiones (OIF) disminuyó tanto en el cuarto trimestre del 2008 como en enero del 2009. A pesar de esta moderación, la tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3 de este sector se mantiene significativamente más elevada que la observada en otros sectores, probablemente como consecuencia de la mayor necesidad de los fondos de inversión de mantener reservas de liquidez para prepararse para posibles solicitudes de reembolso dado el entorno de mercado actual. Al mismo tiempo, la evolución de diciembre y enero también puede denotar consideraciones de tipo contable relacionadas con el final del año.

PRINCIPALES CONTRAPARTIDAS DE M3

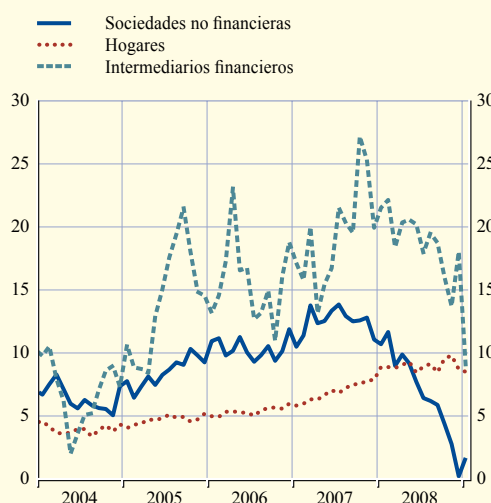
En cuanto a las contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual del crédito total concedido por las IFM a residentes en la zona del euro continuó disminuyendo en el cuarto trimestre del 2008, hasta situarse en el 7,3%, frente al 9,1% del tercer trimestre, antes de descender nuevamente hasta el 6% en enero del 2009 (véase cuadro 1). Esta evolución fue reflejo de la significativa desaceleración observada en el crédito de las IFM al sector privado, que se vio compensada, en parte, por un notable aumento del crédito concedido a las Administraciones Públicas.

La tasa de crecimiento interanual del crédito de las IFM a las Administraciones Públicas se incrementó hasta el 1,7% en el cuarto trimestre, desde el 0,6% del tercer trimestre, y experimentó un nuevo aumento en enero, hasta situarse en el 5,2%. Estas subidas obedecen, principalmente, a las considerables entradas observadas en las tenencias de deuda pública por parte del sector de las IFM entre noviembre y enero, tras las salidas registradas en septiembre y octubre.

La tasa de crecimiento interanual del crédito concedido por las IFM al sector privado continuó disminuyendo en el cuarto trimestre del 2008, hasta el 8,4%, desde el 10,8% del tercer trimestre, antes de volver a reducirse en enero, mes en que se situó en el 6,1%. Este descenso es consecuencia de la evolución de todos sus subcomponentes. La tasa de crecimiento interanual de las tenencias de valores distintos de ac-

Gráfico 7 Depósitos a corto plazo y cesiones temporales

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



Fuente: BCE.

Nota: Sector IFM, excluido el Eurosistema.

ciones del sector privado por parte de las IFM cayó desde el 36,6% en el tercer trimestre hasta el 30,6% en el cuarto trimestre, antes de volver a contraerse y situarse en el 29,8% en enero. Esta caída se debe, principalmente, a un efecto de base que oculta entradas significativas en los últimos meses del 2008 —cuando las IFM compraron valores emitidos por intermediarios financieros no monetarios distintos de las empresas de seguros y los fondos de pensiones— así como una reducida entrada mensual en enero.

La tasa de crecimiento interanual de las tenencias de acciones y otras participaciones por parte de las IFM disminuyó desde el 6% observado en el tercer trimestre del 2008 hasta el -1,2% del cuarto trimestre, antes de caer nuevamente y situarse en el -7,2% en enero. Es probable que el considerable descenso de las tenencias de este tipo de instrumentos por parte del citado sector esté relacionado con la necesidad de desapalancamiento de las entidades de crédito, como consecuencia de las crecientes presiones sobre sus balances dada la intensificación de las tensiones en los mercados financieros. Por tanto, la capacidad de las IFM para reducir sus tenencias de valores se ha traducido en que la tasa de crecimiento de los préstamos bancarios al sector privado no ha caído de forma tan acusada como lo hubiera hecho en otras circunstancias, dado el impacto del aumento de las tensiones sobre las condiciones de financiación de las entidades.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM al sector privado —el principal componente del crédito otorgado a este sector— continuó disminuyendo y cayó desde el 9,1% del tercer trimestre del 2008 hasta el 7,3% en el cuarto trimestre, antes de volver a descender y situarse en el 5% en enero (véase cuadro 1). El nivel de crecimiento de los préstamos está siendo distorsionado a la baja por el impacto de las operaciones de titulización fuera de balance, que ha sido muy intenso en los últimos meses. Ajustada por este efecto, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado fue del 6,7% en enero, más de 1,5 puntos porcentuales superior a la cifra no ajustada.

La reciente disminución de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado ha sido generalizada en todos los sectores prestatarios. En el caso de intermediarios financieros no monetarios distintos de las empresas de seguros y los fondos de pensiones, esta tasa de crecimiento cayó hasta el 14,3% en el cuarto trimestre del 2008, desde el 22,1% del tercer trimestre, y se situó en el 7,7% en enero. Estos descensos pueden deberse, en parte, a la caída general de la intermediación financiera, que puede estar afectando más a los intermediarios financieros no monetarios que a las entidades de crédito.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos otorgados a las sociedades no financieras cayó hasta el 11,3% en el cuarto trimestre, desde el 12,8% del tercer trimestre, antes de disminuir nuevamente y situarse en el 8,8% en enero. Sin embargo, la tasa de crecimiento de tres meses anualizada (un indicador de la evolución a corto plazo) experimentó un descenso más acusado, colocándose en torno al 4% en diciembre y al 3% en enero, frente al 10% de septiembre. Al mismo tiempo, aunque el flujo de préstamos fue negativo en diciembre, recuperó su signo positivo en enero. Si se analiza más allá de la evolución de finales de año y principios del siguiente, se confirma que los flujos de préstamos se han reducido, pero no se deduce que los préstamos bancarios dejaran de estar disponibles repentinamente tras la intensificación de las turbulencias financieras a mediados de septiembre. A este respecto, la disminución de los flujos de préstamos a sociedades no financieras guarda relación, principalmente, con el deterioro de las perspectivas económicas en la zona del euro, que está impulsando a las empresas a solicitar menos préstamos, pero también está influyendo en la valoración de los perfiles de riesgo de los prestatarios por parte de las entidades de crédito y, por tanto, en las condiciones crediticias que ofrecen. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares se situó en el 2,9% en el cuarto trimestre y en el 1,2% en enero, descendiendo con respecto al 4% del tercer trimestre (para un análisis más detallado de la evolución de los préstamos por sectores, véanse las secciones 2.6 y 2.7).

Gráfico 8 M3 y pasivos financieros a más largo plazo de las IFM

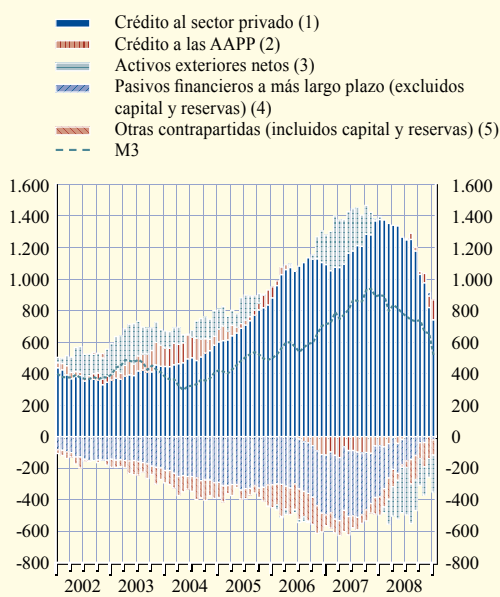
(tasas de variación interanual; datos ajustados de efectos estacionales y de calendario)



Fuente: BCE.

Gráfico 9 Contrapartidas de M3

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



Fuente: BCE.

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

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) continuó disminuyendo en los últimos trimestres (véase gráfico 8), situándose en el 1% en el cuarto trimestre y en el 0,4% en enero, frente al 3,3% registrado en el tercer trimestre. Este descenso es reflejo del crecimiento más lento tanto de los depósitos a más de dos años como de los valores distintos de acciones a más de dos años. En concreto, la intensificación de las tensiones en los mercados financieros puede haber favorecido desplazamientos desde los depósitos a largo plazo hacia depósitos más líquidos a más corto plazo, así como una actitud reacia en el sector privado a mantener valores distintos de acciones emitidos por IFM. Sin embargo, en enero se registró una cuantiosa entrada de valores distintos de acciones a más de dos años, lo cual indicaría que puede que ahora resulte menos difícil obtener financiación fuera del sector de las IFM a través de esta fuente, probablemente debido a las garantías otorgadas por los Gobiernos para algunos de los valores en cuestión.

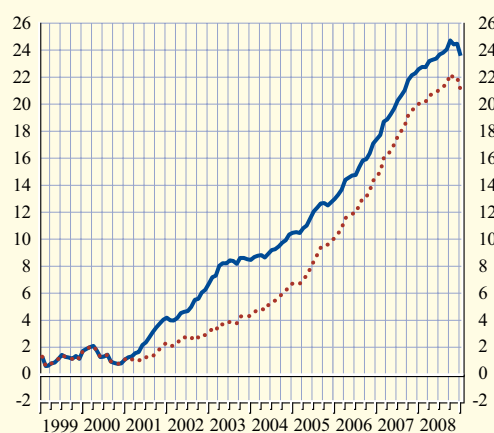
La tasa de crecimiento interanual del capital y reservas aumentó tanto en el cuarto trimestre del 2008 como en enero del 2009, y el flujo medio trimestral se situó en su nivel más elevado desde el 2004, como consecuencia, en distintas medidas, de las inyecciones de capital público y privado observadas en las entidades de crédito en los últimos meses.

Por último, la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM registró una significativa salida neta mensual de 117 mm de euros en enero, tras cinco meses de entradas. Este resultado obedece a que los activos exteriores siguieron disminuyendo en dicho mes, mientras que los pasivos exteriores aumentaron. Como consecuencia de esta salida neta mensual, las salidas interanuales de la citada posición se incrementaron hasta 235 mm de euros en enero, desde 119 mm de euros en diciembre (véase gráfico 9).

Gráfico 10 Estimaciones de la brecha monetaria nominal¹⁾

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

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



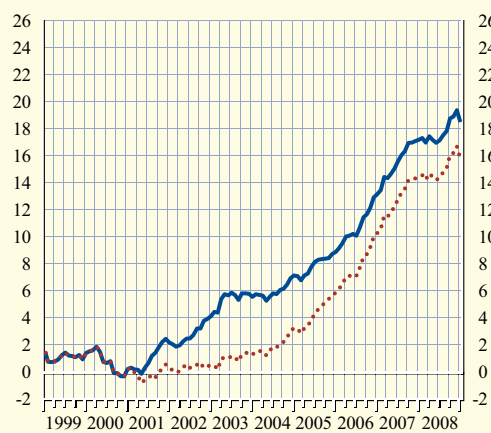
Fuente: BCE.

1) La brecha monetaria nominal se define como la diferencia existente entre el nivel efectivo de M3 y el nivel que correspondería a un crecimiento constante de este agregado monetario igual a su valor de referencia (4,5%), tomando diciembre de 1998 como período base.
 2) Las estimaciones de la magnitud de los desplazamientos de cartera hacia M3 se obtienen utilizando el enfoque que se analiza en la sección 4 del artículo titulado «Análisis monetario en tiempo real», en el Boletín Mensual de octubre del 2004.

Gráfico 11 Estimaciones de la brecha monetaria real¹⁾

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

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



Fuente: BCE.

1) La brecha monetaria real se define como la diferencia existente entre el nivel efectivo de M3, deflactado por el IAPC, y el nivel de M3, en términos reales, que habría resultado de un crecimiento nominal constante de este agregado monetario igual al valor de referencia (4,5%), y de una tasa de inflación, medida por el IAPC, compatible con la definición de estabilidad de precios del BCE, tomando diciembre de 1998 como período base.
 2) Las estimaciones de la magnitud de los desplazamientos de cartera hacia M3 se obtienen utilizando el enfoque que se analiza en la sección 4 del artículo titulado «Análisis monetario en tiempo real», en el Boletín Mensual de octubre del 2004.

La evolución de los activos exteriores respalda la valoración de que las actividades del sector de las IFM con no residentes en la zona del euro están reduciéndose, contribuyendo así al desapalancamiento de las entidades de crédito.

En síntesis, hasta la fecha no existe evidencia clara de que las restricciones en la oferta hayan cortado el acceso al crédito. Sin embargo, no puede descartarse la posibilidad de que los factores de oferta vayan a desempeñar un papel más importante en el futuro, como sugiere, por ejemplo, el reciente endurecimiento de los criterios de aprobación del crédito debido a las condiciones de financiación de las entidades de crédito.

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

Si se considera la evolución de la brecha monetaria nominal, la acumulación de liquidez monetaria en la zona del euro comenzó a disminuir ligeramente en el cuarto trimestre del 2008 y continuó descendiendo en enero del 2009. Al mismo tiempo, la brecha monetaria real volvió a incrementarse en el último trimestre del 2008, pero mostró signos de caída en enero (véanse gráficos 10 y 11). Estas medidas de la situación de liquidez deben interpretarse con cautela, ya que se basan en una valoración de tenencias de dinero de equilibrio, que siempre es incierta y especialmente en estos momentos. Ciertamente, las diferencias entre las distintas medidas de la brecha monetaria pueden tomarse como una indicación de la considerable incertidumbre existente en torno a la situación de liquidez en la zona del euro en la coyuntura actual. No obstante estas matizaciones, en general, la evidencia apunta a una clara acumulación de liquidez monetaria en los últimos años.

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

	Saldo vivo en porcentaje de los activos financieros ¹⁾	Tasas de crecimiento interanual									
		2006 II	2006 III	2006 IV	2007 I	2007 II	2007 III	2007 IV	2008 I	2008 II	2008 III
Inversión financiera	100	5,0	4,8	4,9	5,0	5,3	5,0	4,6	4,1	3,4	3,2
Efectivo y depósitos	24	6,4	7,1	6,9	7,3	7,9	7,3	6,8	6,6	5,5	5,7
Valores distintos de acciones, excluidos derivados financieros	6	2,0	4,3	6,7	5,5	4,1	2,9	3,4	2,4	1,0	1,4
<i>De los cuales:</i> A corto plazo	1	4,6	7,4	17,8	14,0	15,9	27,5	33,1	26,0	6,7	-3,9
<i>De los cuales:</i> A largo plazo	5	1,8	4,0	5,8	4,6	3,0	0,5	0,7	0,0	0,4	2,0
Acciones y otras participaciones, excluidas participaciones en fondos de inversión	30	3,0	2,2	2,0	2,1	2,4	2,9	3,3	3,6	3,5	3,4
<i>De las cuales:</i> Acciones cotizadas	7	-0,1	0,6	-0,2	1,0	1,6	1,8	3,1	3,8	4,2	4,9
<i>De las cuales:</i> Acciones no cotizadas y otras participaciones	22	4,1	2,8	2,8	2,6	2,7	3,4	3,3	3,5	3,3	2,8
Participaciones en fondos de inversión	6	2,2	0,3	-0,1	0,3	0,4	-1,7	-3,5	-4,9	-6,3	-6,2
Reservas técnicas de seguro	16	7,4	7,2	6,6	6,3	6,2	5,9	5,5	5,1	4,9	4,6
Otros ²⁾	19	6,9	6,8	7,5	8,5	8,6	8,7	6,9	5,0	3,8	2,5
M3 ³⁾		8,4	8,5	10,0	11,0	10,9	11,4	11,5	10,0	9,6	8,7

Fuente: BCE.

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

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

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

En resumen, los datos más recientes confirman el descenso de la tasa de expansión monetaria de la zona del euro y sugieren que esta tendencia puede haberse afianzado a principios de año. Por consiguiente, la evolución monetaria respalda la valoración de que las presiones inflacionistas están cediendo. A corto plazo, es poco probable que la liquidez monetaria acumulada vaya a utilizarse para cubrir un exceso de gasto, generando, de esta forma, presiones inflacionistas. No obstante, a un plazo más largo, los riesgos para la estabilidad de precios dependerán de la medida en la que el proceso de desapalancamiento absorba la liquidez acumulada. Sin embargo, son necesarios más datos para evaluar si la mayor moderación observada recientemente en la expansión monetaria o la reducción de los flujos de préstamos marcan un punto de inflexión en la evolución monetaria y del crédito tras la intensificación de las turbulencias financieras a mediados de septiembre.

2.2 INVERSIÓN FINANCIERA DE LOS SECTORES NO FINANCIEROS E INVERSORES INSTITUCIONALES

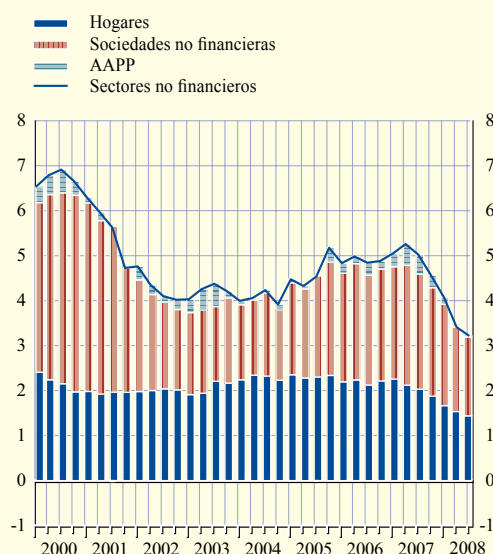
En el tercer trimestre del 2008 volvió a disminuir la tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera total de los sectores no financieros. Este descenso oculta una evolución divergente en los sectores de hogares, sociedades no financieras y Administraciones Públicas. En términos interanuales, las salidas de los fondos de inversión aumentaron con fuerza en el tercer trimestre, impulsadas por las considerables retiradas registradas, principalmente en los fondos de renta variable. La tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera de las empresas de seguros y los fondos de pensiones permaneció prácticamente sin variación en el citado trimestre.

SECTORES NO FINANCIEROS

En el tercer trimestre del 2008 (el más reciente para el que se dispone de datos), la tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera total de los sectores no financieros siguió disminuyendo y se situó en el 3,2%, frente al 3,4% del trimestre precedente (véase cuadro 2). Esta moderación oculta la evolu-

Gráfico 12 Inversión financiera de los sectores no financieros

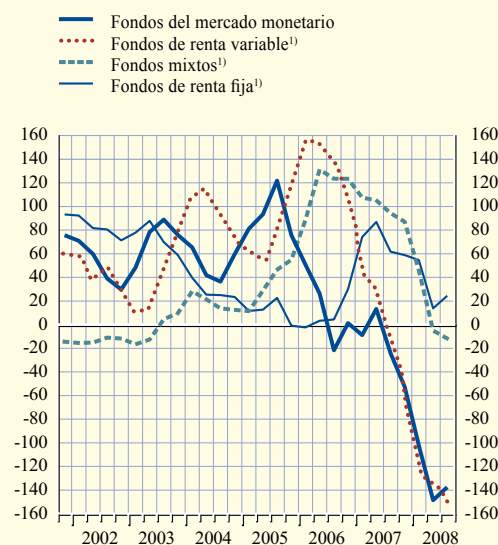
(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

Gráfico 13 Flujos netos anuales de entrada en los fondos de inversión (por categorías)

(mm de euros)



Fuentes: BCE y EFAMA.

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

ción divergente de los distintos instrumentos de inversión, es decir, aumentos de las tasas de crecimiento de la inversión tanto en valores distintos de acciones como en efectivo y depósitos, y descensos de las tasas de crecimiento de las reservas técnicas de seguro y de «otros» instrumentos financieros (que incluye instrumentos como los derivados y el crédito comercial). Al mismo tiempo, las tasas de crecimiento interanual de las participaciones en fondos de inversión y de las acciones y otras participaciones prácticamente no experimentaron cambios.

La moderación observada en la tasa de crecimiento de la inversión financiera total en el tercer trimestre del 2008 también enmascara una evolución dispar en los distintos sectores (véase gráfico 12). La tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera de las Administraciones Públicas aumentó ligeramente, aunque se mantuvo cercana a cero. En cambio, la tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera de las sociedades no financieras disminuyó de nuevo (aunque en menor medida que en trimestres anteriores), hasta situarse en el 4,1%, como también continuó cayendo la tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera de los hogares, que fue del 2,9%. Ambas tasas registraron sus niveles más bajos desde el comienzo de la tercera fase de la UEM. Para acceder a información más detallada sobre la evolución de la inversión financiera por parte del sector privado, véanse las secciones 2.6 y 2.7.

INVERSORES INSTITUCIONALES

El valor de los activos totales de los fondos de inversión de la zona del euro (excluidos los fondos del mercado monetario) continuó descendiendo de forma acusada en el tercer trimestre del 2008, con una caída del 20% en términos interanuales (frente a una disminución interanual del 16,3% en el segundo trimestre). Dicha reducción interanual fue consecuencia, principalmente, de la pérdida de valor tanto de

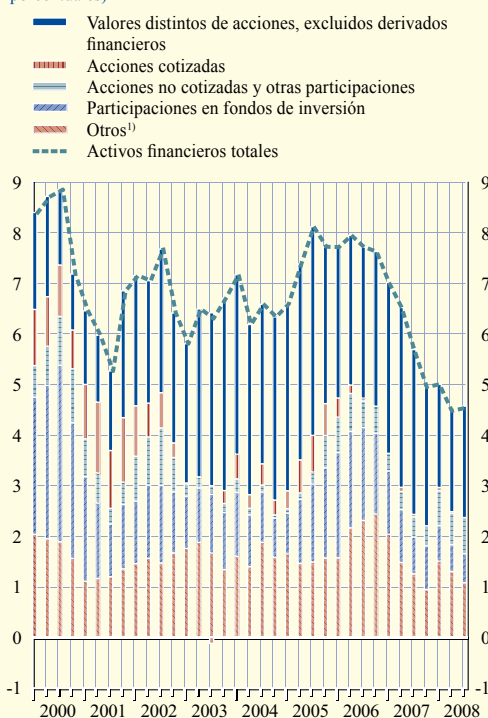
las tenencias de acciones y participaciones de los fondos de inversión como, aunque en menor medida, de sus tenencias de participaciones en fondos de inversión. Los datos sobre transacciones indican que los fondos de inversión registraron salidas netas interanuales, pero también sugieren que la mayor parte de la caída interanual observada en el valor total de los activos de los fondos de inversión en el tercer trimestre del 2008 puede atribuirse a efectos de valoración.

Los datos proporcionados por EFAMA¹ sobre ventas netas de diversos tipos de fondos de inversión en el tercer trimestre del 2008 indican que continuaron las considerables salidas netas interanuales de los fondos de renta fija y de renta variable. No obstante, las salidas de los fondos de renta fija fueron ligeramente inferiores a las del trimestre anterior (véase gráfico 13). Los fondos mixtos registraron salidas poco importantes en el tercer trimestre, tras las significativas entradas del primer trimestre del año. Las entradas interanuales en los fondos del mercado monetario aumentaron levemente en comparación con el trimestre precedente. En general, la evolución reciente indica que la reversión de las entradas relativamente elevadas observadas en los fondos de inversión en los años 2005 y 2006 ha continuado en el 2008.

La tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera total de las empresas de seguros y los fondos de pensiones de la zona del euro permaneció prácticamente sin variación, en el 4,5%, en el tercer trimestre del 2008 (véase gráfico 14). No obstante, este resultado oculta una evolución divergente de los distintos instrumentos de inversión. La contribución de los valores distintos de acciones, de las acciones no cotizadas y otras participaciones y de las participaciones en fondos de inversión aumentó, mientras que la de las acciones cotizadas y «otras» inversiones financieras disminuyó. En conjunto, estas cifras confirman la moderación del crecimiento de la inversión financiera de las empresas de seguros y los fondos de pensiones, en consonancia con la caída de la inversión en productos de seguros y pensiones por parte del sector no financiero.

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

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

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

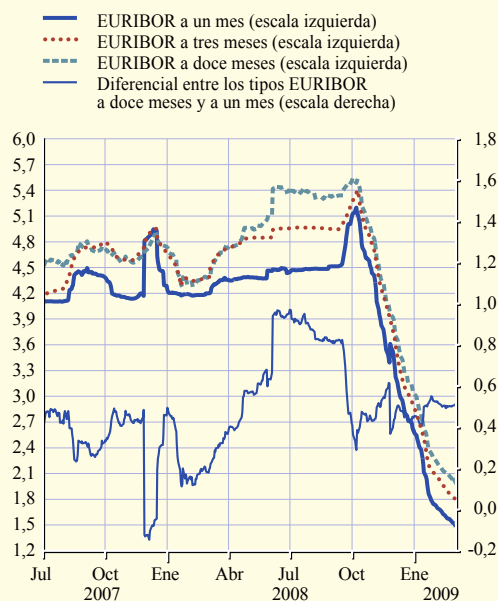
2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

En los tres últimos meses, los tipos de interés del mercado monetario continuaron descendiendo considerablemente con respecto a los máximos observados en la primera parte del cuarto trimestre del 2008,

¹ La Asociación Europea de Fondos y Gestión de Activos (EFAMA, en sus siglas en inglés) proporciona información sobre las ventas netas (o los flujos netos) de los fondos abiertos de renta variable y de renta fija en Alemania, Grecia, España, Francia, Italia, Luxemburgo, Países Bajos, Austria, Portugal y Finlandia. Para más información, véase el recuadro titulado «Evolución reciente de los flujos netos de entrada en fondos de renta variable y de renta fija de la zona del euro», en el Boletín Mensual de junio del 2004.

Gráfico 15 Tipos de interés del mercado monetario

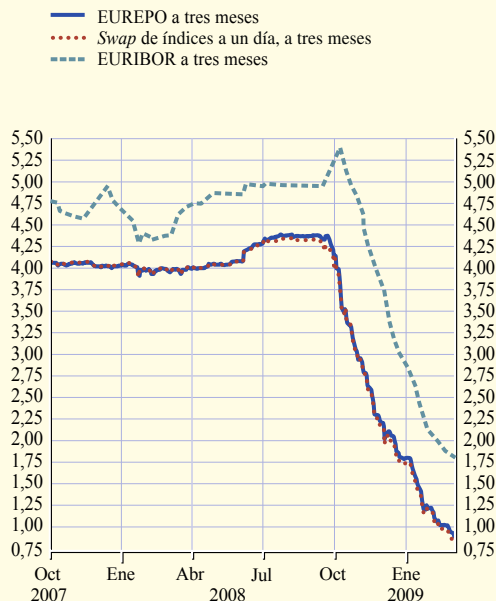
(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

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

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: BCE, Bloomberg y Reuters.

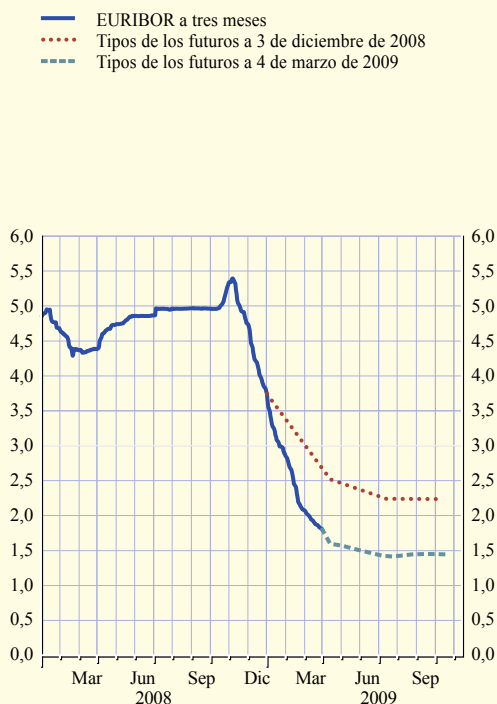
a raíz de la intensificación y la expansión de las turbulencias financieras tras el colapso de Lehman Brothers en septiembre del 2008. Más concretamente, tanto los tipos con garantías como los tipos sin garantías experimentaron una acusada caída a todos los plazos, en línea con las expectativas de bajada de los tipos de interés oficiales del BCE y con los importantes planes de rescate financiero de los Gobiernos. En términos generales, desde diciembre del 2008 se ha mantenido el aplanamiento de la curva de rendimientos del mercado monetario. Al mismo tiempo, el diferencial entre los tipos de interés del mercado monetario con garantías y sin garantías se ha reducido progresivamente, aunque se mantiene en un nivel relativamente elevado. La gestión de liquidez del Eurosistema favoreció un principio de año ordenado en los mercados financieros.

Los tipos de interés del mercado monetario sin garantías continuaron descendiendo a todos los plazos en los dos primeros meses del 2009. El ritmo de esta caída, que comenzó a mediados de octubre, fue relativamente constante a lo largo de este período. Esta evolución está en consonancia y guarda relación, en gran medida, con las expectativas de los mercados de nuevos recortes de los tipos de interés oficiales del BCE en los próximos meses. El 4 de marzo de 2009, los tipos EURIBOR a un mes, a tres meses, a seis meses y a doce meses se situaron en el 1,48%, el 1,78%, el 1,88% y el 1,99%, respectivamente, es decir, 175, 179, 174 y 171 puntos básicos por debajo de los niveles observados el 5 de diciembre del 2008 (véase gráfico 15).

El diferencial entre los tipos EURIBOR a doce meses y a un mes se situó en 52 puntos básicos el 4 de marzo, frente a los 47 puntos básicos de principios de diciembre (véase gráfico 15). En conjunto, la pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario se ha mantenido estable, en términos generales, desde diciembre.

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

(en porcentaje; datos diarios)

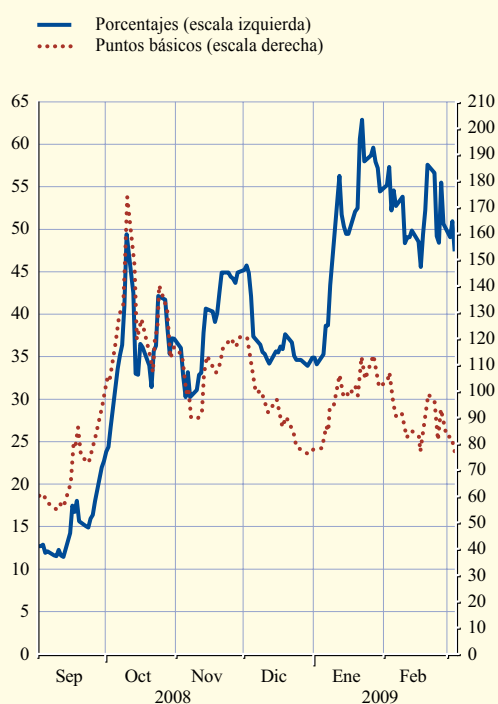


Fuente: Reuters.

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

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

(en porcentaje; en puntos básicos; datos diarios)



Fuentes: Bloomberg, Reuters y cálculos del BCE.

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

El diferencial entre los tipos EURIBOR sin garantías y los tipos con garantías (como los tipos EUREPO o los derivados del índice del EONIA *swap*) ha disminuido progresivamente desde diciembre. Por lo que respecta a los tipos a tres meses, dicho diferencial se situó en 91 puntos básicos el 4 de marzo, un descenso notable con respecto al máximo de 184 puntos básicos alcanzado a finales de octubre. Sin embargo, este nivel sigue siendo significativamente más elevado que los 59 puntos básicos observados el 3 de septiembre de 2008 y, sin duda, está por encima del registrado a principios de este período de turbulencias financieras (véase gráfico 16).

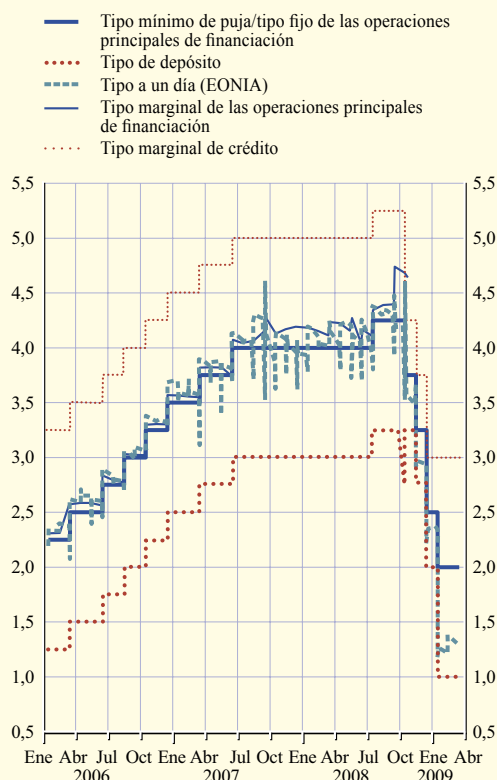
El 4 de marzo, los tipos de interés implícitos en los precios de los futuros del EURIBOR a tres meses con vencimiento en marzo, junio y septiembre del 2009 se situaron en el 1,595%, el 1,415% y el 1,450%, respectivamente, lo que representa una disminución de 108, 102 y 100 puntos básicos, respectivamente, con respecto a los niveles observados el 5 de diciembre (véase gráfico 17). La volatilidad implícita obtenida de las opciones sobre futuros del EURIBOR a tres meses se mantuvo prácticamente sin variación, aunque se registraron algunas fluctuaciones, observándose máximos a mediados de enero (véase gráfico 18).

En cuanto a los tipos de interés a muy corto plazo, el EONIA ha caído significativamente desde octubre del 2008. La disminución observada en el EONIA desde diciembre del 2008 es reflejo, en

gran parte, del hecho de que el Consejo de Gobierno decidiera reducir los tipos de interés oficiales del BCE 75 puntos básicos el 4 de diciembre y 50 puntos básicos el 15 de enero. También refleja la provisión de abundantes volúmenes de liquidez en las operaciones del Eurosistema, especialmente después de que las operaciones principales de financiación regulares semanales pasaran a realizarse mediante subastas a tipo de interés fijo con adjudicación plena a partir del 15 de octubre. Con este cambio se consiguió gestionar sin dificultades la mayor necesidad de liquidez de las entidades de crédito hacia finales de año (véase el recuadro 2 para conocer más detalles sobre esta evolución y sobre las operaciones de liquidez efectuadas por el BCE). Además, el hecho de que la banda en torno al tipo principal de financiación volviera a ampliarse hasta 200 puntos básicos, con efecto a partir del 21 de enero, también ha contribuido al acusado descenso del EONIA. En general, el EONIA se situó en el 1,283% el 4 de marzo, frente al 2,894% del 5 de diciembre (véase gráfico 19).

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

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

Recuadro 2

SITUACIÓN DE LIQUIDEZ Y OPERACIONES DE POLÍTICA MONETARIA EN EL PERÍODO COMPRENDIDO ENTRE EL 12 DE NOVIEMBRE DE 2008 Y EL 10 DE FEBRERO DE 2009

En este recuadro se presenta la gestión de la liquidez realizada por el BCE durante los tres periodos de mantenimiento de reservas que finalizaron 9 de diciembre de 2008, el 20 de enero de 2009 y el 10 de febrero de 2009. Durante este periodo, el BCE siguió aplicando la mayor parte de las medidas introducidas en octubre del 2008 en respuesta a la intensificación de las turbulencias en los mercados financieros.

En particular, todas las operaciones de financiación en euros y en dólares estadounidenses continuaron realizándose a un tipo de interés fijo (equivalente al tipo de interés oficial del BCE en el caso de las operaciones en euros) y con adjudicación plena (se satisficieron todas las pujas). Además, se amplió temporalmente la lista de activos de garantía admitidos en las operaciones de mercado abierto del Eurosistema. Hasta el final del 2009, la lista ampliada de activos de garantía aceptados incluirá, por ejemplo, determinados instrumentos de deuda denominados en moneda extranjera, y se basa-

rá en un umbral de calidad crediticia de BBB+, en lugar de A-. En diciembre del 2008, en cooperación con otros bancos centrales, el BCE amplió la provisión de liquidez en dólares estadounidenses a las entidades de contrapartida a través de la operación de financiación a plazo en dólares (*Term Auction Facility*, TAF) de la Reserva Federal (inicialmente, a través de repos y de *swaps*) hasta el final del primer trimestre del 2009. Asimismo, el BCE amplió la provisión de liquidez en francos suizos (mediante operaciones *swap*) hasta el final de abril del 2009. Debido a los reducidos niveles de demanda, a finales de enero del 2009 dejaron de realizarse operaciones de *swap* de dólares, pasando a ofrecerse financiación en esta divisa únicamente mediante operaciones repo.

En octubre del 2008, cuando el mercado monetario se vio particularmente afectado, el Consejo de Gobierno del BCE redujo temporalmente a 100 puntos básicos la amplitud de la banda determinada por las facilidades permanentes en torno al tipo de interés oficial. En diciembre del 2008, tratando principalmente de revitalizar el mercado interbancario, el Consejo de Gobierno decidió ampliar de nuevo la banda, que volvió a situarse en 200 puntos básicos a partir del 21 de enero de 2009.

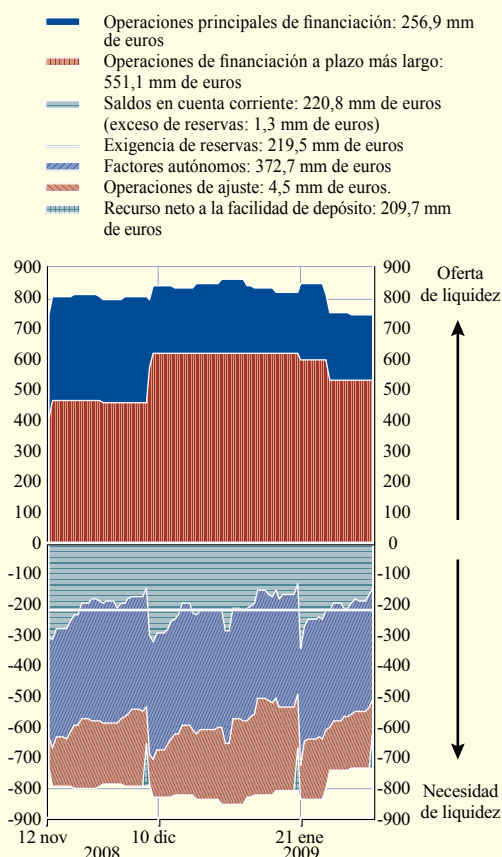
El mercado monetario de la zona del euro mostró algunas señales de mejora durante el período analizado. Esto se desprende, por ejemplo, de los constantes descensos de los diferenciales entre los tipos de interés sin garantías (EURIBOR) y con garantías (EUREPO).

Necesidades de liquidez del sistema bancario

En los tres períodos de mantenimiento analizados, las necesidades diarias de liquidez de las entidades de crédito —definidas como la suma de los factores autónomos, las exigencias de reservas y el exceso de reservas (es decir, los saldos en cuenta corriente por encima de las exigencias de reservas)— ascendieron, en promedio, a 593,5 mm de euros, un aumento de 97,8 mm de euros en comparación con la media de los tres períodos anteriores. Entre el 12 de noviembre de 2008 y el 10 de febrero de 2009, las necesidades diarias de liquidez resultantes de las exigencias de reservas se situaron, en promedio, en 219,5 mm de euros, y las derivadas de los factores autónomos en 372,7 mm de euros (véase gráfico A). Al igual que en períodos de mantenimiento anteriores, los factores autónomos incluyeron también el efecto causado en la liquidez en euros por las operacio-

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

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



Fuente: BCE.

nes de *swap* de divisas que actualmente se están llevando a cabo en colaboración con otros bancos centrales. En promedio, las necesidades de liquidez derivadas de los factores autónomos se situaron 93,6 mm de euros por encima de las registradas en los tres períodos de mantenimiento anteriores, debido principalmente al aumento de los depósitos de las Administraciones Públicas y de los billetes en circulación, mientras que las exigencias de reservas medias fueron 4,7 mm de euros superiores y el exceso de reservas diario se situó, en promedio, 0,5 mm de euros por debajo, en 1,3 mm de euros (véase gráfico B).

Pese a los signos de mejora observados en el mercado monetario, muchas entidades de crédito siguieron teniendo dificultades para obtener financiación en el mercado interbancario durante los tres períodos de mantenimiento de reservas considerados. En consecuencia, continuaron cubriendo sus necesidades de liquidez a través de las operaciones de financiación del Eurosistema. La política de adjudicación plena condujo a que se produjera un importante exceso de liquidez en el sistema bancario a nivel agregado, lo que dio lugar a un considerable recurso a la facilidad de depósito. En términos netos, el recurso medio diario a la facilidad de depósito ascendió a 220,6 mm de euros durante los períodos de mantenimiento que finalizaron el 9 de diciembre de 2008 y el 20 de enero de 2009, considerablemente superior al de cualquier otro período. En el período de mantenimiento que comenzó el 21 de enero de 2009, fecha en que la banda formada por las facilidades permanentes se amplió de nuevo, el recurso a la facilidad de depósito disminuyó ligeramente y en promedio fue de 173,4 mm de euros diarios (véase gráfico A).

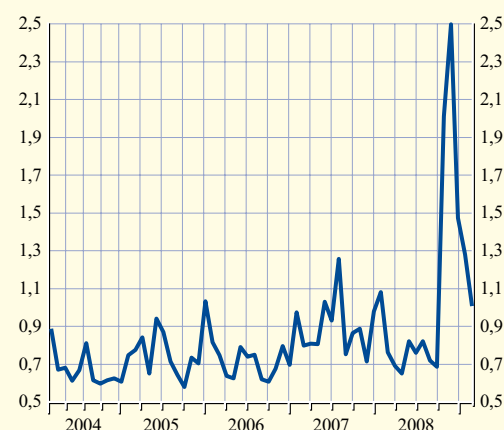
Oferta de liquidez y tipos de interés

Como resultado de las medidas excepcionales adoptadas en octubre del 2008, el volumen de las operaciones de mercado abierto vivas continuó aumentando hasta principios de enero del 2009, y posteriormente experimentó un ligero descenso. El volumen total de las operaciones vivas de financiación registró un máximo histórico de 857 mm de euros al final del año. En el período de mantenimiento que finalizó el 20 de enero de 2009, las operaciones principales de financiación representaron el 25% del total de operaciones vivas, una reducción considerable con respecto al 40% observado en el período comprendido entre agosto y noviembre del 2008. Cuando la banda determinada por las facilidades permanentes se amplió de nuevo el 21 de enero de 2009, el volumen de operaciones de financiación a más largo plazo vivas se redujo levemente, con lo que el volumen total de operaciones de mercado abierto vivas se situó, en promedio, en torno a 770 mm de euros durante el período de mantenimiento que finalizó el 10 de febrero de 2009 (véase gráfico A).

Como consecuencia de los elevados volúmenes de liquidez solicitados por las entidades de contrapartida debido al mal funcionamiento del mercado monetario, el EONIA se mantuvo entre el

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

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



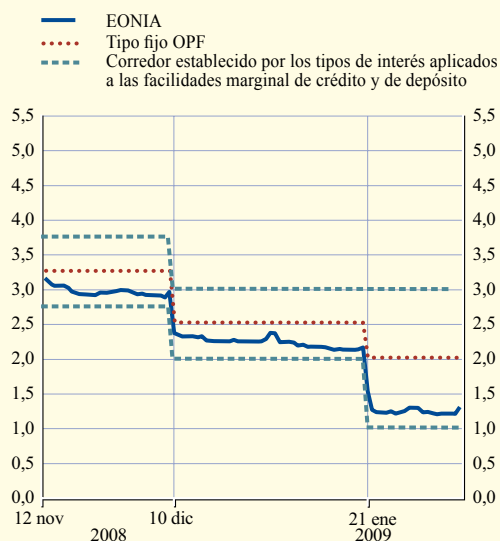
Fuente: BCE.

tipo principal de financiación (es decir, el tipo de interés oficial) y el tipo de interés de la facilidad de depósito en los tres períodos de mantenimiento analizados (véase gráfico C). Cuando el tipo de interés al que se remuneraba la facilidad de depósito se redujo a 100 puntos básicos por debajo del tipo principal de financiación, el diferencial entre el EONIA y el tipo de interés de la facilidad de depósito se estabilizó en torno a 20 puntos básicos, en consonancia con la media del período de mantenimiento precedente.

El EONIA reflejó efectos estacionales durante todo el período considerado. El último día de cada mes y hacia finales de año se situó en un nivel elevado. También fue más elevado al principio de cada período de mantenimiento, así como el último día, cuando el BCE realizó operaciones de ajuste para absorber liquidez.

Gráfico C El EONIA y los tipos de interés del BCE

(tipos de interés diarios, en porcentaje)



Fuente: BCE.

2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

En los tres últimos meses, los mercados internacionales de renta fija han mostrado una elevada volatilidad, ante las renovadas tensiones en los mercados financieros y los crecientes temores acerca de las perspectivas macroeconómicas mundiales. En comparación con los niveles de finales de noviembre, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo se mantuvo, en general, estable en la zona del euro y en Estados Unidos, y descendió ligeramente en Japón, aunque experimentó intensas fluctuaciones intra-período. La volatilidad implícita aumentó también en los principales mercados de renta fija. La elevación de las tasas de inflación implícitas a largo plazo de la zona del euro, en comparación con los niveles de finales de noviembre, fue resultado, en gran medida, de la normalización parcial de los mercados de bonos indicados con la inflación. Los diferenciales de renta fija privada de la zona del euro se estrecharon ligeramente, aunque se mantuvieron en niveles muy altos en términos históricos, reflejo de la actual revisión de la valoración del riesgo de crédito.

Entre finales de noviembre del 2008 y el 4 de marzo de 2009, el rendimiento de la deuda pública a diez años de la zona del euro se elevó ligeramente, hasta situarse en torno al 3,8%, aunque registró fuertes oscilaciones intra-período (véase gráfico 20). En Estados Unidos, el rendimiento de los bonos a largo plazo experimentó fluctuaciones incluso más acusadas en el período considerado, aunque permaneció en niveles cercanos a los observados a finales de noviembre, situándose alrededor del 3% el 4 de marzo. En consecuencia, el diferencial entre el rendimiento nominal de la deuda pública a diez años en Estados Unidos y en la zona del euro se mantuvo prácticamente sin cambios en -80 puntos básicos. En Japón, el rendimiento de la deuda pública a diez años disminuyó ligeramente, hasta situarse en el 1,3% el 4 de marzo.

La incertidumbre de los participantes en el mercado respecto a la evolución a corto plazo del rendimiento de la deuda pública, medida por la volatilidad implícita de los mercados de renta fija, aumentó de forma significativa en los principales mercados en los primeros meses del 2009, invirtiendo parcialmente la tendencia descendente que venía mostrando tras alcanzar unos máximos históricos en noviembre del 2008. Las marcadas fluctuaciones intraperíodo del rendimiento de la deuda pública a largo plazo y el repunte de la volatilidad implícita reflejan la considerable incertidumbre y los factores divergentes que afectan a los inversores.

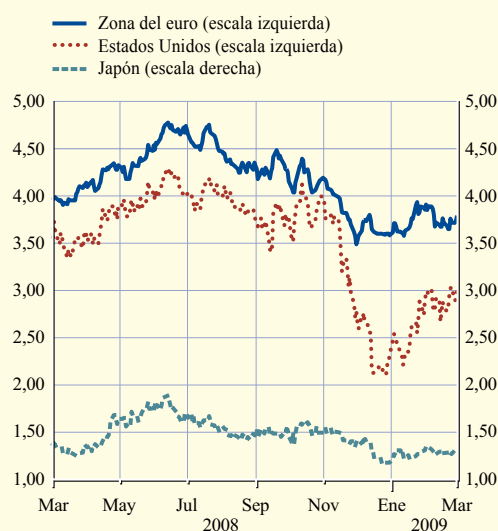
Al principio del período examinado, el rendimiento de los bonos a largo plazo descendió de forma pronunciada en Estados Unidos, como consecuencia, principalmente, de la decisión sin precedentes de rebajar la banda de objetivos del tipo de interés de los fondos federales hasta 0%-0,25%, adoptada el 16 de diciembre por el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal. Desde el inicio del 2009, la evolución del

rendimiento de los bonos a largo plazo de Estados Unidos se ha visto fuertemente influida por las sombrías perspectivas económicas que se desprendían, por un lado, de los nuevos datos publicados y, por otro, de la reacción de los mercados ante las medidas anunciadas por la nueva Administración de Estados Unidos (el nuevo plan de estabilidad financiera y el nuevo conjunto de medidas de estímulo). La inquietud de los mercados respecto al impacto que las medidas de estímulo propuestas pudieran tener sobre las necesidades de financiación y la incertidumbre acerca de su eficacia elevaron notablemente la compensación por el riesgo exigida por los inversores en renta fija y generaron presiones al alza sobre el rendimiento de los bonos a largo plazo. Por ejemplo, los seguros de riesgo de crédito para bonos a diez años del Tesoro estadounidense han subido unos 25 puntos básicos desde el inicio del 2009. Al mismo tiempo, el empeoramiento de la situación macroeconómica interna y mundial y los renovados temores respecto a la solvencia de algunas instituciones financieras estadounidenses afectaron negativamente a los mercados internacionales de renta variable y provocaron nuevos desplazamientos de fondos hacia activos más seguros, que parecieron atenuar las presiones alcistas sobre el rendimiento de los bonos a largo plazo.

El debilitamiento de la actividad económica, la creciente inquietud respecto a las necesidades de financiación de los emisores soberanos y la mayor aversión al riesgo han sido también factores clave que han influido en el rendimiento de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro en el período analizado, especialmente desde el principio del 2009. La publicación de datos negativos suscitó más temores en torno a las perspectivas macroeconómicas de la zona del euro. Al mismo tiempo, las crecientes cargas derivadas de la financiación de los planes de estímulo económico y los avales ofrecidos al sector financiero por los Gobiernos de la zona del euro elevaron la compensación por riesgo de tipo de interés exigida por los inversores en los mercados de deuda pública de la zona. Por otro lado, los diferenciales de deuda soberana de la zona del euro se ampliaron considerablemente en el período examinado, especial-

Gráfico 20 Rendimiento de la deuda pública a largo plazo

(en porcentaje; datos diarios)



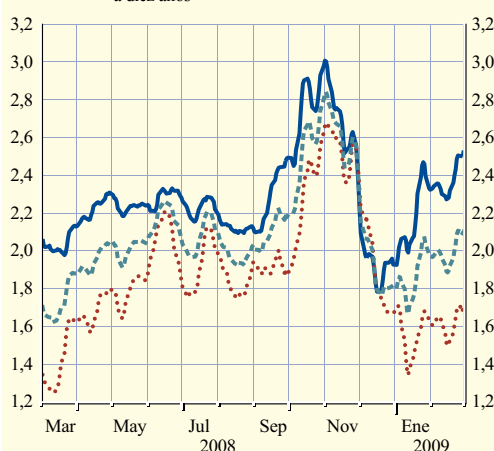
Fuentes: Bloomberg y Reuters.

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

Gráfico 21 Rendimiento real de los bonos

(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

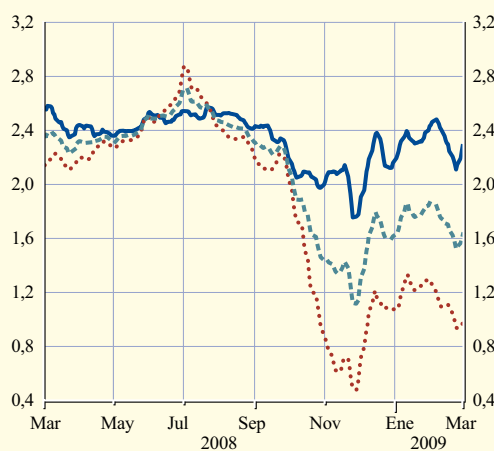


Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

Gráfico 22 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.

mente a finales de enero, tras rebajarse la calificación crediticia de varios emisores soberanos. En el recuadro 3 se analiza cómo los planes de rescate bancario de los Gobiernos han afectado a la percepción del riesgo de crédito por parte de los inversores. Sin embargo, al igual que en Estados Unidos, los desplazamiento de fondos hacia activos más seguros han contribuido a moderar el aumento del rendimiento de la deuda pública a largo plazo, especialmente a partir de mediados de febrero.

A comienzos de marzo del 2009, el rendimiento de los bonos a largo plazo indicados con la inflación de la zona del euro se situaba muy por debajo de los niveles registrados a finales de noviembre del 2008, los cuales habían sido, sin embargo, inusualmente altos, como resultado de graves perturbaciones en el mercado de bonos indicados con la inflación desde mediados del 2008 (véase gráfico 21). La situación provocada por estas perturbaciones no se ha normalizado todavía, lo que explicaría porqué el rendimiento de los bonos indicados con la inflación ha subido desde el principio del 2009, pese al deterioro de la situación económica. Además, la mayor compensación por riesgo de tipo de interés exigida por los inversores puede tener un efecto desproporcionado en un mercado con una liquidez relativamente reducida. El 4 de marzo, el rendimiento de los bonos a diez años indicados con la inflación de la zona del euro se situó en torno al 2,1%, unos 40 puntos básicos por debajo de los niveles de finales de noviembre del 2008. El descenso del rendimiento real de los bonos a más corto plazo fue incluso más acusado, de modo que aumentó considerablemente la pendiente de la curva de rendimientos reales de la zona del euro.

Las tasas de inflación implícitas a medio y largo plazo han mostrado una elevada volatilidad en los tres últimos meses, muy probablemente como reflejo de las mencionadas tensiones en los mercados de bonos indicados con la inflación (véase gráfico 22). Al final del período considerado, las tasas de inflación implícitas *spot* a cinco y diez años se situaron en torno al 1% y al 1,7%, respectivamente, unos

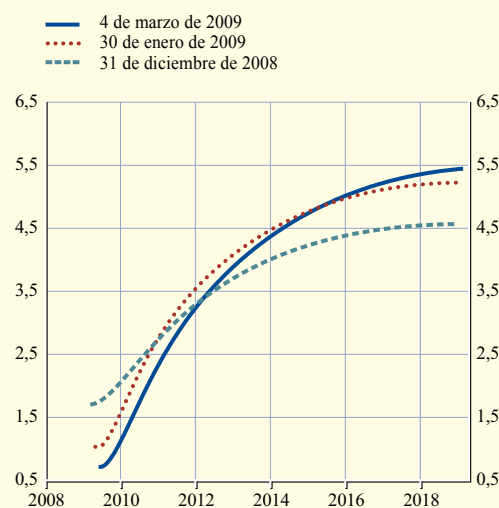
50 puntos básicos por encima de los niveles de finales de noviembre del 2008, lo que indica que la pendiente de la curva de inflación implícita sigue siendo pronunciada. La tasa de inflación implícita *forward* a cinco años dentro de cinco años (que es un indicador bastante fiable de las expectativas de inflación a largo plazo de los participantes en el mercado y de las correspondientes primas de riesgo, en condiciones normales) se situó en el 2,4% el 4 de marzo, unos 70 puntos básicos por encima de los niveles de finales de noviembre del 2008. Sin embargo, hay que interpretar estos indicadores con cautela, dado que persisten las tensiones en los mercados de bonos indicados con la inflación, pese a observarse ciertas señales de normalización. A este respecto, la importante brecha observada durante la mayor parte del período examinado entre las tasas de inflación implícitas *forward* a largo plazo en los mercados de bonos y de *swaps* siguen apuntando a condiciones de escasez de liquidez en el mercado y a desequilibrios de la oferta y la demanda en el mercado de bonos indicados con la inflación de la zona del euro.

Entre finales de noviembre del 2008 y el 4 de marzo de 2009, la pendiente de la curva de tipos *forward* implícitos a un día de la deuda pública de la zona del euro aumentó (véase gráfico 23). El desplazamiento a la baja en los plazos cortos y medios refleja las decisiones de recortar los tipos de interés oficiales adoptadas por el Consejo de Gobierno a principios de diciembre del 2008 y en enero del 2009 y, de forma más general, la anticipación de una desaceleración de la actividad económica, así como cambios en las expectativas de los inversores acerca de la evolución a corto y medio plazo de los tipos de interés a corto plazo. A su vez, la mayor compensación por el riesgo exigida por los inversores parece haber generado presiones al alza sobre los tipos de interés *forward* en los plazos más largos de la curva.

La acentuada ampliación de los diferenciales de renta fija privada, que se inició en septiembre del 2008, ha comenzado a estabilizarse, en cierta medida, al principio del 2009. Sin embargo, como consecuencia de la revisión de la valoración del riesgo de crédito que ha proseguido en los últimos meses, los diferenciales de renta fija privada han mostrado una evolución divergente entre los sectores financiero y no financiero y, dentro de estos sectores, entre las categorías de calificación crediticia. A excepción del segmento de alta rentabilidad, en el período analizado los diferenciales de renta fija privada del sector no financiero se han estrechado ligeramente en todas las categorías de calificación crediticia. En el sector financiero, los diferenciales de renta fija privada se han reducido ligeramente para los bonos con calificación crediticia más alta (AAA y AA), mientras que se han ampliado de forma significativa para los bonos con calificación más baja (A y BBB). Sin embargo, en conjunto los diferenciales de renta fija privada se mantienen en niveles muy altos: en torno a 415 puntos básicos para los bonos con calificación BBB del sector no financiero y alrededor de 2.700 puntos básicos para los del sector financiero. Esta evolución es reflejo de la persistente inquietud de los inversores respecto a la solvencia de las entidades de ambos sectores.

Gráfico 23 Tipos de interés *forward* implícitos a un día en la zona del euro

(en porcentaje; datos diarios)



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

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

Recuadro 3

¿CÓMO HAN AFECTADO LOS PLANES DE RESCATE BANCARIO DE LOS GOBIERNOS A LA PERCEPCIÓN DEL RIESGO DE CRÉDITO POR PARTE DE LOS INVERSORES?

La quiebra de Lehman Brothers a mediados de septiembre del 2008 provocó una revisión de la valoración de los riesgos implícitos en el sistema financiero. También se hizo cada vez más evidente que las turbulencias de los mercados financieros tendrían repercusiones considerables en la economía real. El riesgo de colapso de instituciones financieras y la repentina transformación de las «turbulencias de los mercados financieros» en una «crisis económica y financiera» pura llevaron a los Gobiernos a acometer planes de rescate bancario, que desempeñaron un papel esencial como parte de un conjunto más amplio de medidas destinadas a respaldar la estabilidad económica y financiera. Entre finales de septiembre y mediados de octubre del 2008, varios países de la zona del euro prestaron apoyo a sus entidades de crédito poniendo a su disposición cantidades importantes en forma de capital y avales.

El objetivo de este recuadro es examinar dos aspectos de la respuesta de los mercados financieros a estos sucesos. En primer lugar se compara la forma en la que el anuncio de los planes generales de rescate bancario afectó a la percepción que tienen los inversores del riesgo de crédito de los sectores público y privado. En segundo lugar se muestra que, para muchos países de la zona del euro, los diferenciales de rendimiento de la deuda pública a largo plazo (con respecto a Alemania) han aumentado desde septiembre del año pasado. Es razonable presuponer que las inyecciones de capital y los avales concedidos por los Gobiernos al sector financiero, junto con los efectos negativos de la desaceleración económica sobre su situación presupuestaria, indujeron a los inversores a diferenciar a los prestatarios soberanos en función de la solidez de sus finanzas públicas.

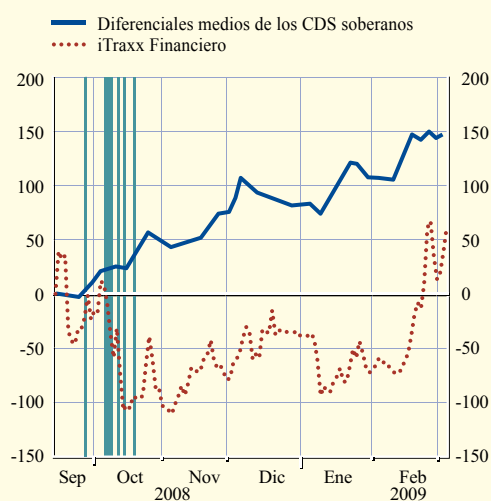
Percepción del riesgo de crédito por parte de los inversores

Para evaluar los cambios en la percepción que tienen los inversores del riesgo de crédito suele utilizarse la evolución de los diferenciales de los seguros de riesgo de crédito (CDS, en sus siglas en inglés). Un CDS es un contrato mediante el que un «comprador de protección» abona una prima periódica a un «vendedor de protección», a cambio de un pago en el caso de que la entidad de referencia (una empresa o un emisor público) incurra en un «evento de crédito», por ejemplo, un incumplimiento de los pagos previstos de intereses o principal de instrumentos de deuda (generalmente bonos o préstamos).

Con el fin de evaluar en qué medida los planes de rescate bancario anunciados por diversos países de la zona del euro han cambiado la percep-

Gráfico A Cambios acumulados en los diferenciales de los CDS soberanos de la zona del euro y en los diferenciales de los CDS del iTraxx Financiero desde el 15 de septiembre de 2008

(puntos básicos)



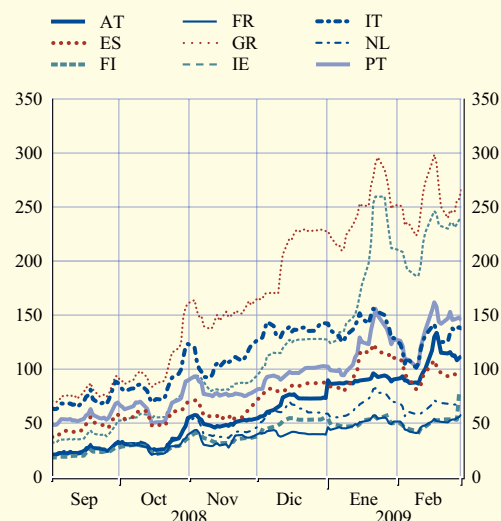
Fuentes: Datastream y cálculos del BCE.

Nota: Las barras verticales indican las fechas de otoño del 2008 en las que se anunciaron importantes planes de rescate bancario en los países de la zona del euro, a saber, 29 de septiembre (Irlanda), 7 de octubre (España), 8 de octubre (Italia), 9 de octubre (Países Bajos), 12 de octubre (Portugal), 13 de octubre (Austria, Alemania y Francia), 15 de octubre (Grecia) y 20 de octubre (Finlandia).

ción que tiene el mercado del riesgo de crédito para las partes involucradas, en el gráfico A se muestran los movimientos de los diferenciales de los CDS soberanos y de los CDS del índice iTraxx Financiero, que representa los diferenciales de los CDS de grandes instituciones financieras europeas. Las barras verticales del gráfico indican las fechas en las que diez países de la zona del euro pusieron en marcha importantes planes de rescate (entre el 29 de septiembre y el 20 de octubre). Como puede apreciarse, los citados planes generaron un acusado descenso de los diferenciales de los CDS de las entidades de crédito de la zona del euro (representados por el diferencial del iTraxx Financiero), así como un mayor riesgo de incumplimiento soberano. Adoptando una perspectiva a más largo plazo, los diferenciales de los CDS del iTraxx Financiero se situaron, a finales de febrero, en niveles algo inferiores a los registrados antes del anuncio de los planes de rescate, mientras que los diferenciales soberanos siguieron ampliándose. En resumen, esta evolución sugiere que los planes de rescate generales han mitigado parte del riesgo de crédito del sector bancario y han provocado que dicho riesgo se transfiera de manera inmediata y duradera desde el sector privado al público.

Gráfico B Diferenciales de rendimiento de la deuda pública a diez años con respecto a Alemania

(puntos básicos)



Fuentes: Datastream y cálculos del BCE.

Aumento de los diferenciales de rendimiento de la deuda pública a largo plazo

La actividad económica siguió deteriorándose a raíz de las dificultades experimentadas en el sector financiero a partir de mediados de septiembre del 2008. Esta circunstancia contribuyó a empeorar de forma acusada y generalizada las balanzas fiscales de los países de la zona del euro, también porque muchos Gobiernos de la zona pusieron en marcha importantes planes de estímulo fiscal para contrarrestar la caída de la actividad económica. Todo esto se ha traducido en un incremento de las ratios de deuda y de déficit previstas en los países de la zona. De acuerdo con la información más reciente disponible (las Previsiones Intermedias de enero de 2009 de la Comisión Europea) se esperan déficit presupuestarios superiores al valor de referencia del 3% del PIB en varios países de la zona del euro en el 2009 y, en muchos casos, esta situación no se invertirá hasta el 2010. Asimismo, está previsto que la ratio de deuda en relación con el PIB también aumente, reflejando, en concreto, las intervenciones públicas para prestar respaldo al sector bancario (por ejemplo, recapitalizaciones bancarias).

El deterioro de las perspectivas presupuestarias, unido a las expectativas de menor crecimiento, puede indicar a los inversores que existe una necesidad potencial de endeudamiento soberano adicional y presionar al alza los tipos de interés a largo plazo¹. En el gráfico B se muestra la evolución de los diferenciales de la deuda pública a diez años de los países de la zona del euro incluidos en el gráfico A,

¹ Véase el recuadro 2 titulado «Ampliación reciente de los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana de la zona del euro», en el Boletín Mensual de noviembre del 2008.

con respecto a Alemania, a partir de septiembre del 2008. Los países que han experimentado el aumento más elevado en sus diferenciales de deuda soberana parecen ser aquellos que han entrado en la crisis partiendo de una situación presupuestaria desfavorable y aquellos cuya coyuntura se espera que experimente un marcado deterioro en el futuro próximo. De hecho, parece que los inversores diferencian a los prestatarios soberanos, en parte en función del nivel de saneamiento de las finanzas públicas del país. Debe señalarse asimismo que los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana también se ven afectados por otros factores, como las rebajas de la calificación crediticia de un país y las diferencias de liquidez de los bonos subyacentes.

En este recuadro se pone de manifiesto que, desde la óptica de los inversores, los planes de rescate bancario de los países de la zona del euro, anunciados en septiembre y octubre del 2008, han generado una transferencia del riesgo de crédito del sector privado al público. Además, junto con el deterioro de las situaciones presupuestarias a raíz de la crisis económica, parece que dichos planes han contribuido a ampliar significativamente los diferenciales de la deuda pública dentro de la zona, en especial en los países miembros con una situación presupuestaria más débil. De cara al futuro, es importante que los Gobiernos vuelvan a conseguir equilibrios presupuestarios lo antes posible, con el fin de mantener la confianza de la opinión pública en la sostenibilidad de las finanzas públicas.

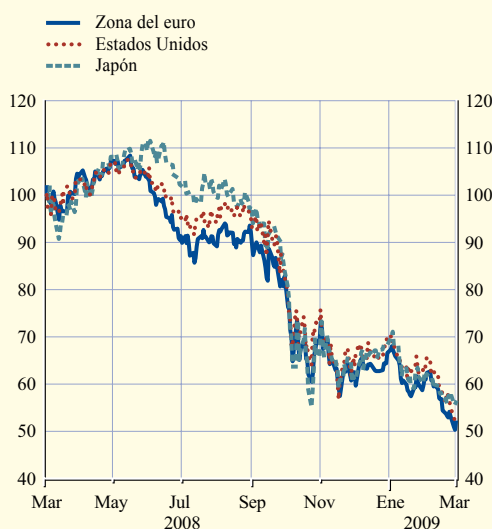
2.5 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

En los tres últimos meses, los índices bursátiles de los principales mercados de renta variable siguieron bajando en todo el mundo. Los precios de las acciones cayeron entre un 15% y un 20% en la zona del euro, Estados Unidos y Japón, en relación con los niveles de finales de noviembre del 2008. Las sombrías perspectivas de la economía mundial y los renovados temores respecto a la solvencia del sector bancario incrementaron la aversión al riesgo entre los inversores. En este contexto, la incertidumbre de los mercados de renta variable, medida por la volatilidad implícita, repuntó en los dos primeros meses del 2009, aunque se mantuvo por debajo del máximo histórico alcanzado en el otoño del 2008.

La corrección que venían experimentando los mercados de renta variable en todo el mundo desde mediados del 2007 prosiguió en los tres últimos meses (véase gráfico 24). Entre finales de noviembre del 2008 y el 4 de marzo de 2009, las cotizaciones bursátiles de la zona del euro y de Estados Unidos, medidas por el índice Dow Jones EURO STOXX y el índice Standard & Poor's 500, respectivamente, bajaron en torno a un 20%, y las de Japón, medidas por el índice Nikkei 225, retrocedieron en torno a un 15%.

Gráfico 24 Índices bursátiles

(índice: 4 de marzo 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.

En un contexto de elevada incertidumbre de los mercados, medida por la volatilidad implícita obtenida de las opciones sobre acciones, en los tres últimos meses la evolución de los índices bursátiles siguió estando determinada por los cambios en el clima de los mercados en respuesta a la información que se venía publicando sobre la situación económica y financiera (véase gráfico 25). Tras registrar un relativo descenso con respecto a los máximos alcanzados al principio del otoño del 2008, la volatilidad de los mercados de renta variable volvió a crecer de forma acusada a finales de febrero, y se ha mantenido en niveles elevados desde entonces, lo que apunta al aumento de la aversión al riesgo y de las primas de riesgo de las acciones a lo largo del período examinado.

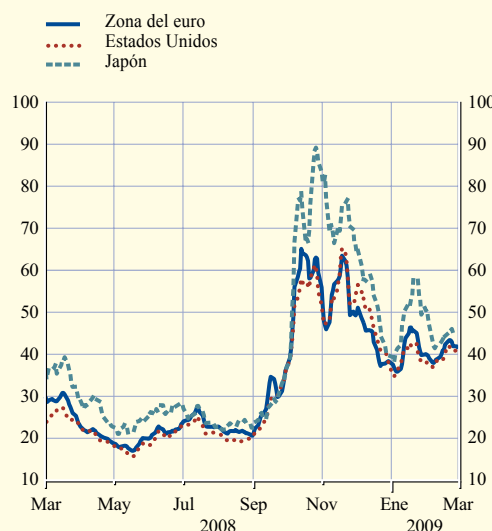
La publicación de datos que apuntaban a perspectivas de debilitamiento de la economía mundial y a un rápido deterioro de los mercados de trabajo en las principales áreas económicas influyó de forma muy significativa en el clima de los mercados, al que contribuyeron también la elevada incertidumbre en torno a los efectos de los planes de estímulo económico en las principales economías y el recrudecimiento de los temores respecto a la estabilidad del sistema financiero. En Estados Unidos, la falta de explicación detallada del nuevo plan de estabilidad financiera tuvo una acogida negativa en los mercados. La inquietud en torno a posibles nuevas intervenciones en las instituciones financieras, en el marco del programa de ayuda al capital, incrementó la incertidumbre de los inversores acerca de la solvencia del sistema financiero, e hizo bajar los precios de las acciones hasta sus niveles de 1997. La preocupación suscitada por el anuncio por los Gobiernos europeos de posibles medidas para salvaguardar el sistema financiero influyó también en los precios de las acciones de la zona del euro.

Al igual que en otros importantes mercados, en la zona del euro las mayores pérdidas se registraron en las acciones del sector financiero. Sin embargo, dado que estas pérdidas se produjeron de una forma bastante generalizada en todos los sectores, esta evolución apuntó a un aumento general de la aversión al riesgo entre los inversores, al agudizarse los temores en torno a las perspectivas económicas. Desde finales de noviembre del 2008, los precios de las acciones del sector financiero han bajado un 33% en la zona del euro. Aunque más limitadas, las pérdidas en el sector no financiero fueron también de dos dígitos, cifrándose en un 14%. En particular, sólo las acciones de los sectores de telecomunicaciones, servicios de consumo y sanidad registraron pérdidas de un dígito en los tres últimos meses, mientras que los demás sectores experimentaron caídas de un 12% a un 22% (véase cuadro 3).

En los tres últimos meses, el deterioro de la situación económica y las desalentadoras perspectivas macroeconómicas ya se habían reflejado en la evolución de los beneficios, que afectó también a la valoración de las acciones a ambos lados del Atlántico (véase gráfico 26). En Estados Unidos, para las empre-

Gráfico 25 Volatilidad implícita de los mercados de renta variable

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



Fuente: Bloomberg.

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

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

(porcentaje de los precios a fin de período)

	EURO STOXX	Materias primas	Servicios de consumo	Bienes de consumo	Petróleo y gas	Financiero	Sanidad	Industrial	Tecnología	Tele- comuni- caciones	Agua, gas, electric.
Participación del sector en la capitalización bursátil (datos a fin de período)	100,0	7,9	7,6	12,3	9,1	19,9	4,8	11,9	4,7	10,6	11,2
Variación de los precios (datos a fin de período)											
2007 IV	-1,2	-1,2	-3,3	-1,6	-1,8	-4,9	2,1	0,1	-7,8	7,1	8,5
2008 I	-16,4	-9,1	-16,2	-13,7	-15,2	-16,6	-17,9	-18,1	-22,2	-20,8	-16,5
2008 II	-7,3	7,9	-13,9	-14,7	12,7	-14,8	-0,2	-7,0	-10,7	-5,8	0,6
2008 III	-12,1	-25,0	-5,9	0,1	-22,9	-11,1	-6,3	-17,4	-9,9	-1,3	-14,6
2008 IV	-21,2	-26,0	-7,7	-19,1	-17,8	-35,0	-9,2	-18,5	-22,8	-2,1	-13,5
Enero 2009	-7,0	-7,1	-3,7	-6,1	0,3	-10,4	-0,3	-8,1	-4,4	-9,5	-8,3
Febrero 2009	-11,0	-7,3	-4,5	-9,5	-5,4	-20,5	-7,7	-10,4	-15,2	1,3	-14,0
Fin nov 2008 - 4 mar 2009	-18,6	-12,2	-8,4	-14,7	-13,0	-33,5	-7,0	-13,6	-19,2	-9,1	-21,7

Fuentes: Thomson Financial Datastream y cálculos del BCE.

sas incluidas en el índice Standard & Poor's 500 los datos de febrero muestran una pronunciada revisión a la baja de las expectativas de crecimiento interanual de los beneficios para los próximos doce meses, que se habían tornado negativas en enero del 2009. Las expectativas de beneficios a más largo plazo de las empresas estadounidenses se revisaron también a la baja, alcanzando en febrero del 2009 su nivel más bajo en los cuatro últimos años. En la zona del euro, la tasa de crecimiento interanual de los beneficios por acción de las empresas incluidas en el índice Dow Jones EURO STOXX prevista para los próximos doce meses se situó en el 2%, y las expectativas a más largo plazo, en el 4%, niveles muy inferiores a los registrados al inicio del cuarto trimestre del 2008. La ligera revisión al alza de los beneficios por acción para los próximos doce meses de las empresas de la zona del euro observada en febrero podría ser reflejo de la fuerte revisión a la baja del crecimiento interanual de los beneficios efectivos, que cayó hasta el -26% en febrero.

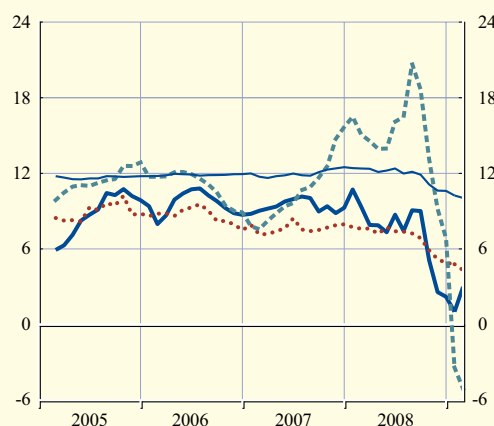
2.6 FLUJOS FINANCIEROS Y POSICIÓN FINANCIERA DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS

El coste real de la financiación de las sociedades no financieras de la zona del euro prácticamente no varió en el último trimestre del 2008. La rentabilidad de las empresas empeoró cuando las turbulencias registradas en los mercados financieros se propagaron a la economía real. La emisión de

Gráfico 26 Crecimiento esperado de los beneficios empresariales por acción en Estados Unidos y en la zona del euro

(en porcentaje; datos mensuales)

- Zona del euro, a corto plazo¹⁾
- ... Zona del euro, a largo plazo²⁾
- - - Estados Unidos, a corto plazo¹⁾
- Estados Unidos, a largo plazo²⁾



Fuentes: Thomson Financial Datastream y cálculos del BCE.
Notas: Crecimiento esperado de los beneficios del índice Dow Jones EURO STOXX para la zona del euro y del índice Standard & Poor's 500 para Estados Unidos.

1) «A corto plazo» se refiere a las expectativas de los analistas respecto a los beneficios en los próximos doce meses (tasas de crecimiento interanual).

2) «A largo plazo» se refiere a las expectativas de los analistas respecto a los beneficios en los próximos tres a cinco años (tasas de crecimiento interanual).

valores de renta fija por parte de las empresas continuó aumentando, mientras que la financiación bancaria se redujo. Este patrón apunta a posibles efectos de sustitución, ya que puede que algunas empresas hayan tenido dificultades para obtener financiación suficiente a través de las entidades de crédito y, en su lugar, se hayan asegurado la financiación directamente en los mercados financieros.

CONDICIONES DE FINANCIACIÓN

El coste real de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro —calculado ponderando el coste de distintas fuentes de financiación a partir de sus saldos vivos, corregidos de efectos de valoración²— permaneció estable, en general, en un nivel del 4,9% en el cuarto trimestre del 2008 (véase gráfico 27). Los costes reales de la financiación, que suelen ser estables, ocultan cierta heterogeneidad entre sus componentes. Los tipos de interés reales a corto plazo aplicados por las IFM se incrementaron 15 puntos básicos en el último trimestre del 2008, principalmente como consecuencia de la pronunciada disminución de las expectativas de inflación a corto plazo. Al mismo tiempo, los recortes de los tipos de interés oficiales del BCE contribuyeron a contener la subida general de los tipos de interés reales a corto plazo aplicados por las IFM. Los tipos reales a largo plazo aplicados por el citado sector experimentaron un descenso considerable, de 80 puntos básicos, en ese período. Debido a la creciente preocupación acerca de las perspectivas económicas, el coste de la financiación mediante valores de renta fija y de renta variable se elevó en el cuarto trimestre del 2008. Concretamente, el coste de la financiación mediante valores de renta fija aumentó 120 puntos básicos en el citado trimestre, mientras que el de la financiación mediante valores de renta variable registró un incremento menos pronunciado, de 20 puntos básicos.

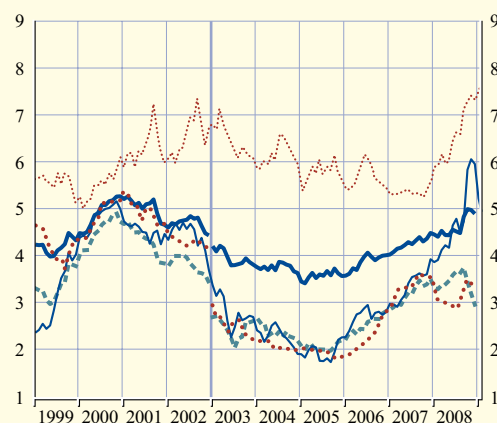
Desde una perspectiva a más largo plazo, el incremento del coste real total de la financiación para las sociedades no financieras de la zona del euro con respecto al nivel anterior al estallido de las turbulencias financieras en junio del 2007, asciende a unos 60 puntos básicos.

Para que el proceso de transmisión de la política monetaria funcione adecuadamente es importante que las modificaciones de los tipos de interés oficiales influyan en los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a los préstamos y líneas de crédito otorgados a hogares y a empresas. En el cuadro 4 se muestran las variaciones de los tipos de interés de los préstamos y créditos aplicados por las entidades y de los tipos de interés a tres meses del mercado monetario (EURIBOR), así como las de los rendimien-

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

(en porcentaje)

- Coste total de la financiación
- Tipos de interés reales a corto plazo aplicados por las IFM a los préstamos
- Tipos de interés reales a largo plazo aplicados por las IFM a los préstamos
- Coste real de los valores de renta fija
- Coste real de las acciones cotizadas



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

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

² Para una descripción detallada de cómo se mide el coste real de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro, véase el recuadro 4 del Boletín Mensual de marzo del 2005.

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

(en porcentaje; en puntos básicos)

							Variaciones en puntos básicos hasta dic. 2008 ¹⁾		
	2007 IV	2008 I	2008 II	2008 III	2008 Nov	2008 Dic	2007 Sep	2008 Sep	2008 Nov
Tipos de interés aplicados por las IFM									
Descubiertos en cuenta de las sociedades no financieras	6,62	6,56	6,67	6,92	6,67	6,26	-23	-66	-41
Préstamos a las sociedades no financieras hasta un millón de euros									
Sin fijación del tipo y con período inicial de fijación del tipo hasta un año	6,08	5,91	6,16	6,34	6,04	5,38	-55	-96	-66
Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años	5,30	5,23	5,43	5,64	5,41	5,32	9	-32	-9
Préstamos a las sociedades no financieras por importe superior a un millón de euros									
Sin fijación del tipo y con período inicial de fijación del tipo hasta un año	5,35	5,19	5,35	5,62	4,86	4,29	-91	-133	-57
Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años	5,48	5,34	5,52	5,63	4,96	4,76	-65	-87	-20
Pro memoria									
Tipo de interés a tres meses del mercado monetario	4,85	4,60	4,94	5,02	4,24	3,29	-145	-173	-95
Rendimiento de la deuda pública a dos años	4,06	3,54	4,72	4,09	2,80	2,62	-148	-147	-18
Rendimiento de la deuda pública a cinco años	4,14	3,65	4,75	4,21	3,44	3,29	-90	-92	-15

Fuente: BCE.

1) Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo.

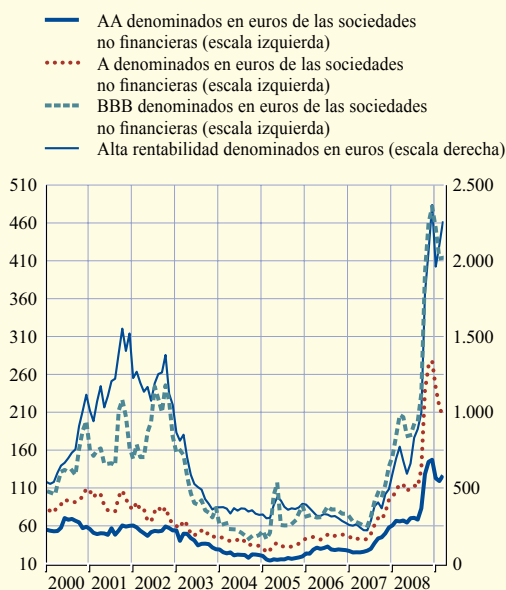
tos de la deuda pública a dos años y a cinco años. En épocas normales, la evolución de los costes de financiación a corto plazo de las entidades de crédito se ve afectada fundamentalmente por las variaciones del EURIBOR a tres meses, mientras que los tipos a más largo plazo de los préstamos y créditos aplicados por las entidades suelen reflejar las variaciones en los rendimientos de la deuda pública. Como se ve en el cuadro, los tipos a más corto plazo de los préstamos y créditos aplicados por las entidades se redujeron 55 y 91 puntos básicos, respectivamente, en función de la cuantía del préstamo, entre septiembre y diciembre del 2008. Al mismo tiempo, los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario cayeron 145 puntos básicos. Esta transmisión incompleta sugiere que los márgenes de las entidades se ampliaron durante ese período. El incremento de los márgenes, tanto de los préstamos ordinarios como de los de mayor riesgo, queda asimismo confirmado en la encuesta sobre préstamos bancarios de enero del 2009, que cubría el cuarto trimestre del 2008.

Durante ese mismo período, los rendimientos de la deuda pública a dos años y a cinco años experimentaron un marcado descenso, de 148 y 90 puntos básicos, respectivamente, en un contexto de disminución de la preocupación acerca de las perspectivas de inflación y de desplazamientos de cartera en búsqueda de activos de mejor calidad por parte de los inversores. Las variaciones correspondientes de los tipos de interés a largo plazo de los préstamos y créditos aplicados por las entidades fueron menos pronunciadas. Mientras que los tipos de interés aplicados a los préstamos a largo plazo por importe inferior o igual a un millón de euros prácticamente no se modificaron, los correspondientes a los préstamos concedidos a las sociedades no financieras por importe superior a un millón de euros disminuyeron 65 puntos básicos en el último trimestre del 2008. No obstante, la encuesta sobre préstamos bancarios de enero del 2009 puso de manifiesto que el porcentaje neto de entidades que había señalado que se había producido un endurecimiento de los criterios aplicados para la aprobación de préstamos a empresas, que se redujo ligeramente en el cuarto trimestre del 2008, hasta el 64%, en comparación con el trimestre anterior, fue elevado, tanto en lo que respecta a las grandes empresas como a las pequeñas y medianas empresas (pymes).

La financiación mediante valores de renta fija de las empresas de la zona del euro puede valorarse a partir de los diferenciales de los valores de renta fija privada correspondientes (medidos como la diferencia entre

Gráfico 28 Diferenciales de los valores de renta fija de las sociedades no financieras

(en puntos básicos; medias mensuales)



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

los rendimientos de los valores de renta fija privada y los de la deuda pública). Este diferencial representa la prima de riesgo que las empresas abonan a los inversores para compensarles por algunos riesgos asociados al mantenimiento de valores de renta fija privada en lugar de deuda pública (fundamentalmente, un mayor riesgo de impago y de liquidez, en líneas generales). En el cuarto trimestre del 2008, los diferenciales se ampliaron en todas las categorías de calificación crediticia, pero se estabilizaron en los dos primeros meses del 2009. Los incrementos generales observados durante este período fueron más pronunciados para los bonos con calificación baja. Los bonos con calificación BBB de la zona del euro, por ejemplo, aumentaron 180 puntos básicos, mientras que los bonos con calificación AA- registraron un incremento menos acusado, de 35 puntos básicos (véase gráfico 28).

FLUJOS FINANCIEROS

La mayor parte de los indicadores de rentabilidad de las empresas de la zona del euro apuntan a un deterioro continuo en el cuarto trimestre del 2008, lo que indica que las turbulencias en los mercados financieros han afectado negativamente a la rentabilidad empresarial. Como puede observarse en el

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

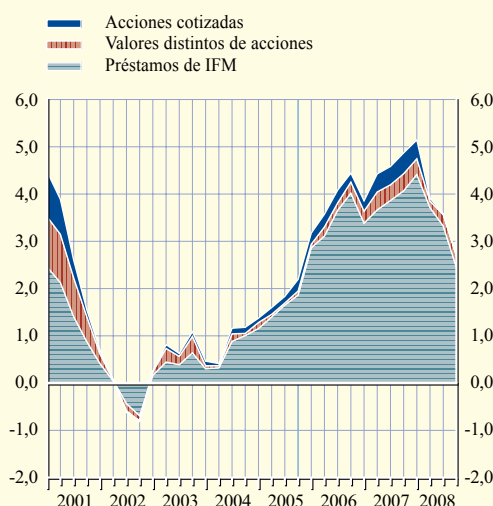
(en porcentaje)



Fuente: Thomson Financial Datastream.

Gráfico 30 Detalle de la tasa de crecimiento interanual real de la financiación externa de las sociedades no financieras¹⁾

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

1) La tasa de crecimiento interanual real se define como la diferencia entre la tasa de crecimiento interanual registrada y la del deflactor del PIB.

gráfico 29, las tasas de crecimiento interanual de los beneficios por acción de las sociedades no financieras cotizadas de la zona del euro se redujeron, desde el 5,5% registrado al final del tercer trimestre del 2008 hasta el -17,7% en febrero del 2009.

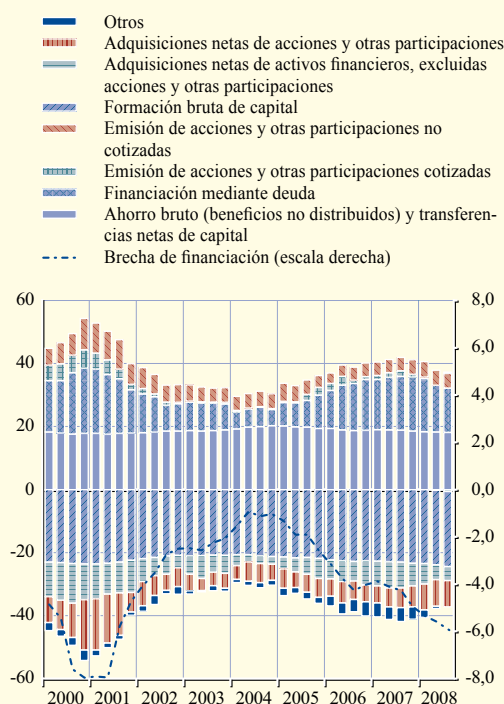
De cara al futuro, los datos disponibles sobre expectativas de beneficios proporcionados por analistas de los mercados financieros sugieren que los beneficios por acción de las sociedades no financieras seguirán siendo negativos en los próximos doce meses. Las perspectivas negativas de los analistas en relación con los beneficios empresariales quedan confirmadas por los datos más recientes procedentes de diversos indicadores de confianza empresarial de la zona del euro.

La tasa de crecimiento interanual real de la financiación externa de las sociedades no financieras (incluidos los préstamos concedidos por las IFM, los valores de renta fija y las acciones cotizadas) se redujo hasta situarse en torno al 2,7% en el cuarto trimestre, en comparación con el 3,6% del trimestre precedente (véase gráfico 30). Como es habitual, la contribución de los préstamos de las IFM a la financiación externa de este sector fue la más importante, con una tasa de crecimiento interanual del 2,4% en el cuarto trimestre del 2008, 0,9 puntos porcentuales inferior a la registrada el trimestre anterior. La contribución de la emisión de acciones cotizadas a la financiación de las empresas disminuyó ligeramente y cayó hasta alrededor de -0,03 puntos porcentuales, mientras que la de la financiación mediante valores de renta fija prácticamente no se modificó y fue de 0,3 puntos porcentuales.

En el gráfico 31 se muestran los componentes que integran el ahorro, la financiación y la inversión de las empresas de la zona del euro como se recogen en las cuentas de la zona, que están disponibles hasta el tercer trimestre del 2008. Esta medida amplia muestra que el gasto de las empresas de la zona en inversiones reales y financieras ha experimentado un incremento, en términos agregados, superior al que podría financiarse con fondos generados internamente. Esta cifra neta suele denominarse «brecha de financiación», y su magnitud ha aumentado, en líneas generales, desde mediados del 2004. En el tercer trimestre del 2008, esta brecha se situaba en el 5,9% del valor añadido total del sector no financiero. Como puede observarse en el gráfico, la mayor parte de los fondos internos y externos se destinaron a financiar inversiones reales (formación bruta de capital fijo), mientras que la inversión financiera representó una proporción menor. La adquisición de activos financieros, incluidas acciones y otras participaciones, se redujo en el tercer trimestre del 2008, impulsada por el descenso de los activos líquidos (valores distintos de acciones y participaciones en fondos de inversión), y por la ralentización observada

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

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



Fuente: Cuentas de la zona del euro.

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

Cuadro 5 Financiación de las sociedades no financieras

	Tasas de crecimiento interanual (variaciones porcentuales; fin de trimestre)				
	2007 IV	2008 I	2008 II	2008 III	2008 IV
Préstamos de IFM	14,5	15,0	13,7	12,2	9,4
Hasta un año	12,7	14,1	11,9	9,8	7,4
De uno a cinco años	22,0	22,3	20,0	17,6	13,2
Más de cinco años	12,8	12,9	12,4	11,5	9,2
Valores distintos de acciones	8,0	7,1	3,2	5,7	6,6
A corto plazo	26,9	22,3	9,4	14,3	16,2
A largo plazo, <i>de los cuales</i> ¹⁾	5,3	4,5	2,0	4,2	4,9
A tipo fijo	4,4	3,1	2,3	4,8	6,1
A tipo variable	11,1	12,6	2,8	4,6	1,9
Acciones cotizadas	1,2	1,0	0,1	0,0	0,0
Pro memoria ²⁾					
Total financiación	4,7	4,1	3,9	2,5	-
Préstamos a sociedades no financieras	10,8	9,6	8,7	5,6	-
Reservas técnicas de seguro ³⁾	0,1	0,4	0,5	0,2	-

Fuentes: BCE, Eurostat y cálculos del BCE.

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

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

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

3) Incluye las reservas de los fondos de pensiones.

en la acumulación de depósitos, mientras que la inversión en acciones cotizadas se mantuvo vigorosa hasta el tercer trimestre. La brecha de financiación negativa, junto con las mayores dificultades de las empresas para obtener financiación del sistema bancario, apuntan a cierta vulnerabilidad del sector de sociedades no financieras por la intensificación de la crisis financiera a finales de septiembre, que puede haber provocado una brusca corrección de sus planes de inversión para el futuro.

Aunque los préstamos bancarios muestran tasas de crecimiento todavía elevadas, su expansión ha disminuido de forma constante desde el primer trimestre del 2008 (véase cuadro 5). Los datos mensuales más recientes muestran que la caída del crecimiento del crédito continuó a principios del 2009. En enero, la tasa de crecimiento volvió a reducirse, hasta el 8,8%. Este descenso fue generalizado en todos los plazos de vencimiento. En cuanto a la estructura de vencimientos de los préstamos y créditos de las IFM, en enero, las tasas de crecimiento interanual de los préstamos hasta un año, de uno a cinco años y a más de cinco años fueron del 6%, el 13,3% y el 8,7%. Los agregados más amplios incluidos en las cuentas de la zona del euro apuntan también a una ralentización del crecimiento de la financiación externa en los últimos meses del 2008.

De cara al futuro, cabe esperar que el crecimiento del crédito continúe disminuyendo, una evolución que sería acorde con la desaceleración del crecimiento económico y el endurecimiento progresivo de las condiciones de financiación señalado en las últimas encuestas sobre préstamos bancarios del BCE. Según la evidencia empírica disponible, la evolución del crecimiento de los préstamos suele responder con un retardo de tres a cuatro trimestres a una modificación de los criterios aplicados para la aprobación de préstamos y líneas de crédito. Por otra parte, las escasas operaciones de fusión y adquisición, así como el hecho de que el apalancamiento de las empresas de la zona del euro perma-

nezca en niveles relativamente elevados, podrían ejercer presiones adicionales a la baja sobre las necesidades de endeudamiento de las empresas. Además, parte de la resistencia mostrada en los últimos meses por el crédito bancario otorgado a las sociedades no financieras está relacionada con la utilización de las líneas de crédito que las empresas habían negociado en unas condiciones de mercado mejores y que ahora pueden ser objeto de renegociación en condiciones mucho menos favorables.

En la encuesta sobre préstamos bancarios también se pregunta a las entidades participantes acerca de los factores que contribuyen a la demanda de préstamos de las sociedades no financieras. Como puede verse en el gráfico 32, dos factores, la inversión en capital fijo y las operaciones de fusión y adquisición, fueron los que más contribuyeron al descenso de la demanda de préstamos.

Aparte de recurrir a las IFM, las empresas también pueden acudir directamente a los mercados financieros para obtener financiación. Datos recientes sobre la emisión de valores distintos de acciones por parte de las sociedades no financieras muestran un aumento de la financiación mediante este tipo de valores, con una tasa de crecimiento interanual que se situó en el 6,6% en el cuarto trimestre del 2008, en comparación con unas tasas del 5,7% y el 3,2% en el tercero y segundo trimestres, respectivamente. La tendencia hacia un aumento de la emisión de valores distintos de acciones y la disminución de la financiación bancaria apunta a posibles efectos de sustitución, ya que puede que algunas empresas hayan tenido dificultades para obtener financiación suficiente a través de las entidades de crédito y, en su lugar, se hayan asegurado la financiación directamente en los mercados financieros.

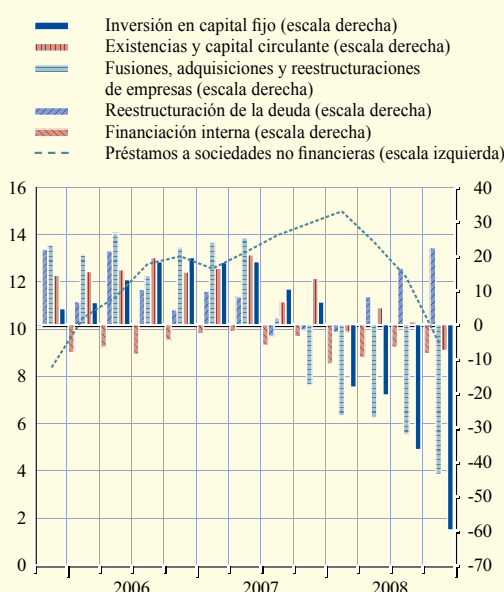
La tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras se mantuvo estable en el cuarto trimestre del 2008 y se situó en el 0%. El deterioro de la confianza de los inversores y la evolución negativa de los mercados de valores influyeron en la emisión de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

POSICIÓN FINANCIERA

La continuada expansión de la financiación mediante valores de renta fija de las sociedades no financieras se tradujo en un ligero aumento de los ratios de deuda en relación con el PIB y con el excedente bruto de explotación en el cuarto trimestre del 2008 (véase gráfico 33). No obstante, en parte como consecuencia de las reducciones de los tipos de interés oficiales del BCE, la carga de intereses del citado sector disminuyó ligeramente en el citado trimestre (véase gráfico 34). En general, el alto nivel de endeudamiento y la elevada carga de intereses asociada han aumentado la vulnerabilidad de las sociedades no financieras a turbulencias futuras.

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

(tasa de variación interanual; en porcentaje neto)

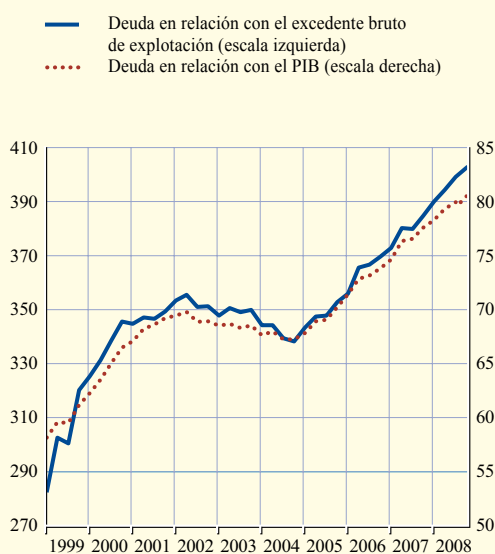


Fuente: BCE.

Nota: El porcentaje neto se refiere a la diferencia entre el porcentaje de entidades que indican que un factor determinado ha contribuido a un endurecimiento de los criterios de concesión de préstamos y las que indican que ha contribuido a una relajación; véase también la encuesta sobre préstamos bancarios de enero del 2009.

Gráfico 33 Ratios de endeudamiento del sector de sociedades no financieras

(en porcentaje)

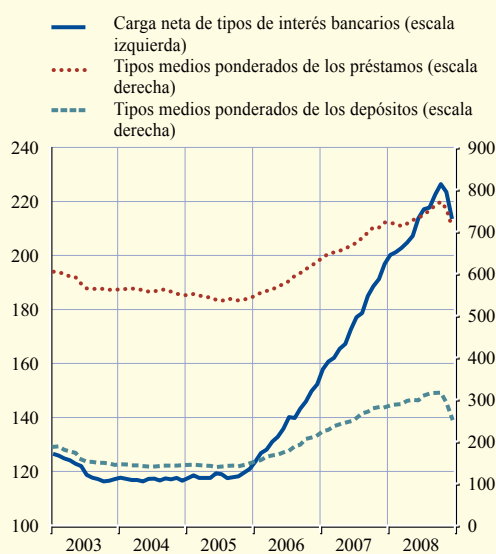


Fuentes: BCE, Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Los datos sobre deuda proceden de las cuentas trimestrales europeas por sectores, e incluyen préstamos, valores distintos de acciones y reservas de los fondos de pensiones. Los datos del último trimestre se han estimado. Se incluye información hasta el cuarto trimestre del 2008.

Gráfico 34 Carga neta de tipos de interés bancarios de las sociedades no financieras

(puntos básicos)



Fuente: BCE.

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

2.7 FLUJOS DE FINANCIACIÓN Y POSICIÓN FINANCIERA DEL SECTOR HOGARES

En el cuarto trimestre del 2008, las condiciones de financiación del sector hogares se caracterizaron por una ligera disminución de los tipos de interés de los préstamos y créditos aplicados por las entidades de crédito y por un mayor endurecimiento neto de los criterios aplicados para la concesión de préstamos. El crecimiento de los préstamos a hogares continuó moderándose en el cuarto trimestre, y su nivel de endeudamiento se redujo levemente. Esta nueva caída del endeudamiento de los hogares es reflejo, principalmente, del deterioro de las condiciones económicas y del mercado de la vivienda, aunque los resultados de la última encuesta sobre préstamos bancarios sugieren que es posible que factores de oferta también estén causando un impacto.

CONDICIONES DE FINANCIACIÓN

Los tipos de interés medios aplicados por las IFM a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda experimentaron un ligero descenso en el cuarto trimestre del 2008, en comparación con el tercer trimestre (véase gráfico 35). Esta evolución refleja los considerables descensos observados en los tipos de interés aplicados a los préstamos y créditos en noviembre y diciembre. La disminución fue generalizada en todos los plazos de vencimiento, si bien fue mayor para los préstamos con período inicial de fijación del tipo hasta un año. En consecuencia, la estructura temporal de los tipos de interés de los préstamos para adquisición de vivienda permaneció ligeramente invertida en el cuarto trimestre, con una reducción de unos -26 puntos básicos del diferencial medio trimestral entre los tipos de los préstamos con un período inicial de fijación largo (es decir, de más de diez años) y aquellos

con un período inicial de fijación corto (esto es, hasta un año). No obstante, si se consideran los datos mensuales, el diferencial pasó a ser positivo en diciembre.

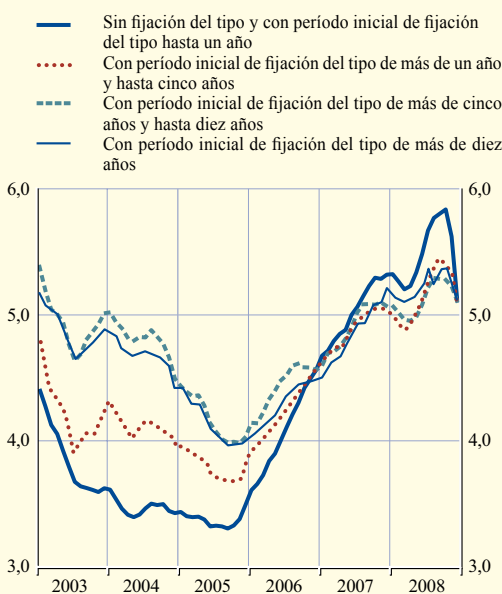
Los tipos de interés medios aplicados por las IFM al crédito al consumo en el cuarto trimestre del 2008 prácticamente no se modificaron con respecto al trimestre anterior, aunque en diciembre se observó una reducción considerable en todos los plazos de vencimiento, que fue más pronunciada para los préstamos con período inicial de fijación del tipo hasta un año. En consecuencia, el diferencial medio entre los tipos de los préstamos con un período inicial de fijación largo (es decir, de más de cinco años) y aquellos con un período inicial de fijación corto (esto es, hasta un año) disminuyó en términos absolutos, pero se mantuvo negativo en el cuarto trimestre del 2008. No obstante, en diciembre pasó a ser positivo.

El diferencial entre los tipos de interés de los préstamos para adquisición de vivienda y un tipo de mercado de referencia a plazos similares (el rendimiento de la deuda pública a diez años) aumentó en el cuarto trimestre con respecto al tercero. De igual modo, el diferencial entre el tipo de interés aplicado al crédito al consumo y el tipo de mercado de referencia al mismo plazo (el tipo de interés a doce meses del mercado monetario) se amplió, reflejando el hecho de que el descenso del tipo de referencia fue más pronunciado que el del tipo de interés aplicado al crédito al consumo.

En la encuesta sobre préstamos bancarios de enero del 2009, el porcentaje neto de entidades que señalaron que se había producido un endurecimiento de los criterios aplicados para la aprobación de préstamos para adquisición de vivienda fue algo más elevado que en la encuesta de octubre del 2008, mientras que el porcentaje neto de entidades que endurecieron las condiciones aplicadas al crédito al consumo aumentó considerablemente. En el caso de esta última modalidad de crédito, el endurecimiento adicional indicado en el cuarto trimestre se llevó a cabo mediante la ampliación de los márgenes de los préstamos ordinarios, mientras que en el de los préstamos para adquisición de vivienda se hizo mediante la ampliación de los márgenes de los préstamos ordinarios y de los de mayor riesgo. Las condiciones no relacionadas con el precio, como la relación entre el principal del préstamo y el valor de la garantía y las exigencias de garantías, también experimentaron un endurecimiento, y los plazos de vencimiento se redujeron. Al igual que en la encuesta anterior, el deterioro de las expectativas relativas a la actividad económica en general fue un destacado factor que contribuyó al endurecimiento adicional de los criterios, tanto de los préstamos para adquisición de vivienda como del crédito al consumo. En cuanto a los préstamos para adquisición de vivienda, esta evolución se vio reforzada no sólo por el empeoramiento de las perspectivas del mercado de la vivienda, sino también por el aumento de los costes de financiación y de disponibilidad de fondos de las entidades, mientras que en el caso del crédito al consumo, el factor que contribuyó al endurecimiento fue el deterioro de la solvencia de los prestatarios y el riesgo relativo a las garantías solicitadas.

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

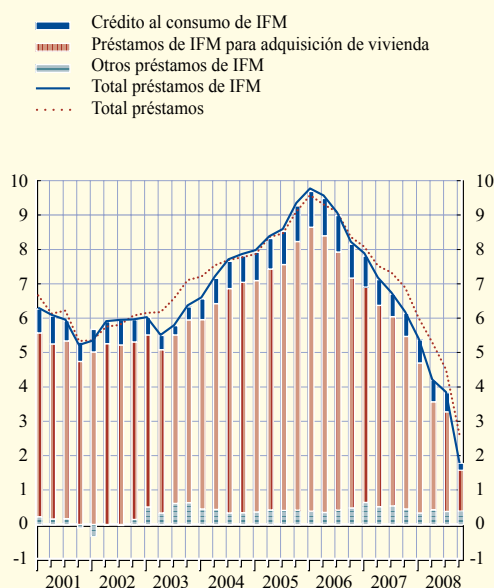
(en porcentaje; excluidas comisiones; tipos de interés de las nuevas operaciones¹⁾)



Fuente: BCE.

Gráfico 36 Total de préstamos concedidos a los hogares

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

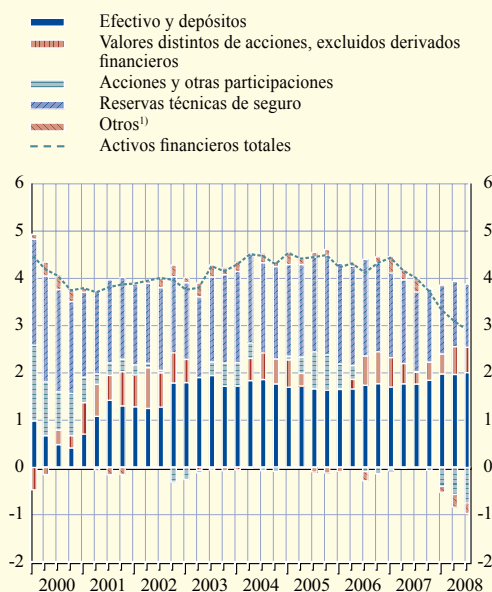


Fuente: BCE.

Notas: El total de préstamos comprende los préstamos a hogares concedidos por todos los sectores institucionales, incluido el resto del mundo. El total de préstamos concedidos a los hogares en el cuarto trimestre del 2008 se ha estimado a partir de las operaciones que figuran en las estadísticas monetarias y bancarias. Para información sobre las diferencias en el cálculo de las tasas de crecimiento entre préstamos de las IFM y total de préstamos, véanse las notas técnicas pertinentes.

Gráfico 37 Inversión financiera de los hogares

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: BCE y Eurostat.

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

FLUJOS FINANCIEROS

La tasa de crecimiento interanual del total de préstamos concedidos a los hogares se redujo hasta el 4,5% en el tercer trimestre del 2008 (el más reciente para el que se dispone de datos de las cuentas integradas de la zona del euro), desde el 5% del trimestre anterior. Dentro de este agregado, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por instituciones distintas de IFM fue superior a la de los otorgados por las IFM, pese a descender considerablemente y situarse en el 9,8%, desde el 14,2% del trimestre anterior. Estas diferencias se deben, en parte, al efecto de las operaciones de titulización fuera de balance, en las que los préstamos se eliminan y, por tanto, se dan de baja del balance de las IFM, y posteriormente se contabilizan como préstamos de otros intermediarios financieros. Los datos disponibles sobre préstamos de las IFM sugieren que la tendencia a la baja de la tasa de crecimiento interanual del total de préstamos a hogares continuó en el cuarto trimestre (véase gráfico 36).

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM a los hogares se redujo hasta el 1,2% en enero del 2009, desde el 2,9% y el 4% del cuarto y tercer trimestres, respectivamente. El descenso de esta tasa en los últimos meses es acorde con la tendencia a la baja observada desde principios del 2006, reflejo, en gran medida, del impacto de unas condiciones de financiación más restrictivas, de la moderación actual en la evolución del mercado de la vivienda y del deterioro de la situación y de las perspectivas económicas. La evolución a corto plazo, medida por la

de tres meses anualizada, experimentó una moderación considerable en enero, observándose una tasa de crecimiento negativa. No obstante, esta evolución debe interpretarse con cautela, ya que refleja las variaciones observadas en los últimos meses en lo que respecta al punto hasta el que se están eliminando préstamos del balance como consecuencia de operaciones de titulización (que, en la zona del euro, afecta principalmente a los préstamos para adquisición de vivienda). Si se tiene en cuenta este factor, los flujos netos mensuales de préstamos a hogares continuaron disminuyendo durante el período analizado, pero se mantuvieron positivos.

La moderación del crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM a los hogares es atribuible, principalmente, a la disminución de la tasa de crecimiento del principal subcomponente del crédito otorgado a este sector, los préstamos para adquisición de vivienda, pero también, si bien en menor medida, al descenso de la tasa de crecimiento del crédito al consumo. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos para adquisición de vivienda se redujo hasta el 1% en enero, desde el 2,9% y el 4,2% del cuarto y tercer trimestres, respectivamente. La tasa de crecimiento interanual del crédito al consumo disminuyó hasta el 1,3% en enero, desde el 3,1% y el 4,4% del tercero y segundo trimestres, respectivamente.

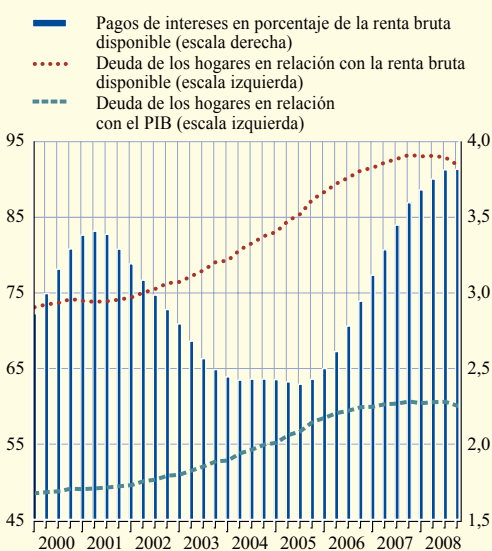
En cuanto al activo del balance del sector hogares de la zona del euro, la tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera total volvió a disminuir y se situó en el 2,9% en el tercer trimestre, desde el 3,1% del trimestre anterior (véase gráfico 37). Este descenso estuvo impulsado fundamentalmente por una contribución más negativa de la inversión en acciones y otras participaciones. Esta reducida contribución compensó sobradamente el aumento de la aportación de la inversión en valores distintos de acciones. La contribución de la inversión en efectivo y depósitos continuó siendo elevada, reflejo de los mayores esfuerzos de las entidades de crédito por atraer fondos en el contexto de las turbulencias financieras. Esta categoría de inversión representó más de las dos terceras partes del crecimiento total de la inversión financiera del sector hogares.

POSICIÓN FINANCIERA

Como consecuencia de la ralentización observada, el nivel de endeudamiento de los hogares ha disminuido ligeramente en los últimos trimestres. Se estima que la deuda de los hogares en relación con la renta disponible, que se situó en el 93% en el segundo y tercer trimestres, descendió hasta el 92% en el cuarto trimestre (véase gráfico 38). La deuda en relación con el PIB también se redujo levemente, y se situó en torno al 60% en el cuarto trimestre, desde el 61% registrado en el segundo y tercer trimestres. La carga de intereses de este sector aumentó hasta situarse en el

Gráfico 38 Endeudamiento y pagos de intereses de los hogares

(en porcentaje)



Fuentes: BCE y Eurostat.

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

3,8% de la renta disponible en el tercer trimestre del 2008, y se estima que se mantuvo en este nivel en el cuarto, reflejo de la reducción del nivel de endeudamiento. El descenso de los tipos de interés en el cuarto trimestre también podría haber contribuido a la estabilización de la carga de intereses.

3 PRECIOS Y COSTES

La inflación medida por el IAPC de la zona del euro ha disminuido de forma acusada en los últimos meses, alcanzando su nivel más bajo en casi una década. El avance de Eurostat sitúa la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro en el 1,2% en febrero del 2009, nivel próximo al 1,1% registrado en enero y muy inferior al 4% observado a mediados del 2008. El descenso de la inflación registrado desde el pasado verano es consecuencia, fundamentalmente, de la fuerte caída de los precios internacionales de las materias primas durante este periodo. Sin embargo, también están apareciendo crecientes señales de una reducción más generalizada de los riesgos inflacionistas. Mientras que parece haberse producido una aceleración del crecimiento de los costes laborales de la zona del euro en el 2008, cabe esperar que la desaceleración de la actividad económica modere las presiones inflacionistas internas en un futuro próximo.

Según las últimas proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE, la inflación media interanual medida por el IAPC de la zona del euro se situará entre el 0,1% y el 0,7% en el 2009 y entre el 0,6% y el 1,4% en el 2010. Como resultado, principalmente, de los efectos de base derivados de la evolución pasada de los precios de la energía se espera que las tasas de inflación interanual vuelvan a descender en los próximos meses, posiblemente hasta alcanzar temporalmente niveles negativos a mediados de año, para volver a elevarse posteriormente, debido a los mismos efectos de base. En consecuencia, es probable que las tasas de inflación medida por el IAPC fluctúen notablemente en el 2009. Los riesgos para estas perspectivas están, en general, equilibrados y se refieren, en particular, a riesgos relacionados con las perspectivas de actividad económica y con los precios de las materias primas.

3.1 PRECIOS DE CONSUMO

La inflación medida por el IAPC de la zona del euro ha descendido de forma significativa en los últimos meses, alcanzando su nivel más bajo en casi una década. El avance de Eurostat la sitúa en el 1,2% en febrero del 2009, muy por debajo del elevado 4% registrado en junio y julio del 2008 (véase cuadro 6). Las intensas fluctuaciones de los precios internacionales de las materias primas (principalmente el petróleo y los alimentos) han estado en el origen del rápido descenso de la inflación medida por el IAPC de la zona del euro observado en los últimos meses. La acelerada caída de los precios de las materias

Cuadro 6 Evolución de los precios

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	2007	2008	2008 Sep	2008 Oct	2008 Nov	2008 Dic	2009 Ene	2009 Feb
IAPC y sus componentes								
Índice general ¹⁾	2,1	3,3	3,6	3,2	2,1	1,6	1,1	1,2
Energía	2,6	10,3	13,5	9,6	0,7	-3,7	-5,3	.
Alimentos no elaborados	3,0	3,5	3,6	3,4	2,8	2,8	2,6	.
Alimentos elaborados	2,8	6,1	6,2	5,1	4,2	3,5	2,7	.
Bienes industriales no energéticos	1,0	0,8	0,9	1,0	0,9	0,8	0,5	.
Servicios	2,5	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,4	.
Otros indicadores de precios								
Precios industriales	2,8	6,2	7,9	6,3	3,3	1,6	.	.
Precios del petróleo (euro/barril)	52,8	65,9	70,0	55,2	43,1	32,1	34,3	34,6
Precios de las materias primas no energéticas	9,2	4,4	5,5	-7,4	-7,7	-17,1	-20,7	-24,5

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 febrero del 2009 corresponde a una estimación preliminar de Eurostat.

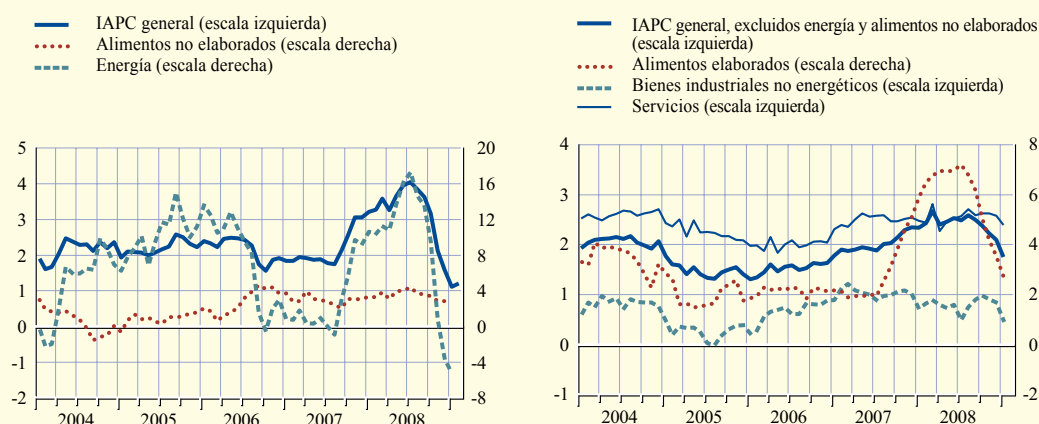
primas en los mercados internacionales se produjo tras un aumento sin precedentes de la presión de los precios exteriores, que elevó la inflación medida por el IAPC hasta cotas máximas a mediados del año pasado. Al mismo tiempo, existen crecientes señales de una reducción más generalizada de las presiones inflacionistas en los últimos meses.

Por sectores, la volatilidad de los precios de los componentes de energía y alimentos del IAPC de la zona del euro ha estado estrechamente relacionada con la volatilidad de los precios de la energía y de las materias primas alimentarias negociadas en los mercados internacionales. En particular, en los últimos meses la tasa de variación interanual del componente energético del IAPC ha experimentado una caída muy pronunciada, pasando de un crecimiento de más del 17% en julio del 2008 a una contracción del 5,3% en enero del 2009. Gran parte de este comportamiento fue consecuencia de las bruscas oscilaciones de los precios de los componentes energéticos derivados del petróleo (como la gasolina, el gasóleo y los combustibles para calefacción). La evolución de estos componentes del IAPC tiende a seguir de cerca los movimientos de los precios internacionales del crudo, aunque algunas variaciones de los márgenes del refinado del gasóleo, reflejo en parte de cambios en la oferta y la demanda, acentuaron las fluctuaciones del componente energético del IAPC de la zona del euro. Al mismo tiempo, los precios de los componentes energéticos no derivados del petróleo (como la electricidad y el gas) mostraron también una ligera volatilidad, aunque respondieron a los movimientos de los precios del crudo con cierto retraso.

La tasa de variación interanual de los precios del componente de alimentos elaborados del IAPC de la zona del euro mostró un comportamiento notablemente similar al del componente energético, alcanzando niveles históricamente altos a mediados del 2008, para descender luego de forma acusada. La disminución de la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos elaborados observada en los últimos meses está relacionada, en gran medida, con los componentes que se ven fuertemente afectados por la evolución de los precios internacionales de las materias primas agrarias, como el pan y los cereales, los productos lácteos, y el aceite y las grasas. La tasa de variación interanual de los precios de los alimentos no elaborados siguió un patrón similar, experimentando una reducción general a partir de mediados del año pasado, aunque desde un máximo mucho menos elevado que el alcanzado por los precios de los alimentos elaborados.

Gráfico 39 Desagregación del IAPC por principales componentes

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



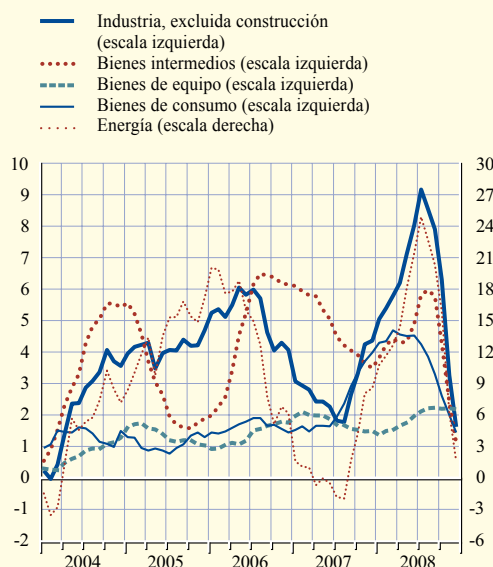
Fuente: Eurostat.

Recientemente, la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos (elaborados y no elaborados), que representan el 30% de la cesta del IAPC, ha mostrado también cierta tendencia a la baja, tras haber permanecido, en general, relativamente estable a lo largo de la mayor parte del 2008, pese a las marcadas fluctuaciones de los precios de los componentes de energía y alimentos del IAPC observadas durante ese período (véase gráfico 39). El componente de servicios del IAPC de la zona del euro ha experimentado escasas variaciones entre el principio del 2007 y el final del 2008, a pesar de los grandes cambios que ha sufrido el entorno macroeconómico y de la modificación del tipo de los impuestos indirectos llevada a cabo en algunos países de la zona del euro. Esta estabilidad general sugeriría que, aunque los efectos indirectos relacionados con los anteriores aumentos de los precios internacionales de las materias primas tuvieron un impacto intenso y persistente sobre algunos componentes de servicios (como los de transporte y hostelería), se vieron compensados, en una elevada medida, con la evolución de los precios de otros componentes de servicios (como los de vivienda, comunicaciones y servicios varios). Por un lado, junto con la aportación de los servicios de transporte, la contribución del componente de servicios personales y recreativos del IAPC a la evolución de los precios de la totalidad de los servicios, fue muy importante en el 2008 y estuvo determinada por el comportamiento de los precios de los servicios de hostelería y de las vacaciones organizadas. Por otro lado, en las tasas de variación interanual de los precios de los componentes de vivienda del IAPC puede haber influido la desaceleración del crecimiento de los precios de los inmuebles residenciales. En particular, se observaron señales de moderación en la evolución de los precios de los servicios relacionados con la vivienda (como los de mantenimiento y reparaciones), y en los alquileres. Por otra parte, la tasa de variación interanual de los precios de las comunicaciones se ha mantenido en niveles muy bajos, como resultado, posiblemente, del impacto continuado de la desregulación y liberalización del sector de comunicaciones llevadas a cabo en algunos países de la zona del euro, unido a la moderación de los precios derivada de los avances tecnológicos. Sin embargo, más recientemente han aparecido los primeros indicios de desaceleración del crecimiento de los precios de los servicios, como consecuencia, principalmente, de la evolución de los precios del transporte aéreo de pasajeros y de la hostelería, a su vez reflejo tanto de la fuerte caída de los precios del petróleo y de las materias primas alimentarias como de efectos de base.

La tasa de variación interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos descendió al 0,5% en enero del 2009, desde el 1% registrado en octubre del 2008. La inflación en los precios de los bienes industriales no energéticos mostró una volatilidad algo mayor que en los servicios en el último año. Ello podría obedecer, al menos, a cuatro factores. En primer lugar, los efectos indirectos derivados de las variaciones de los precios del petróleo y de algunas materias primas (metales, maderas y metales preciosos como el oro) influyeron en las presiones sobre los costes de los bienes de consumo manufacturados (como muebles, joyería y repuestos de automóviles). En segundo lugar, la evolución del tipo de cambio del euro podría explicar, en parte, el comportamiento de la tasa de variación interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos. En tercer lugar, la relativa intensificación de las fuerzas competitivas asociada a un deterioro generalizado de la actividad económica puede haber incrementado la necesidad de preservar la competitividad en términos de precios, contribuyendo a la evolución de los precios de determinados bienes, como los textiles, en los que se produjeron unas rebajas extraordinarias, probable resultado, en cierta medida, del deterioro de la demanda. Por último, la rápida desaceleración de la actividad económica observada en los últimos meses puede haber contribuido al descenso de la demanda de bienes de consumo duradero, especialmente los que requieren financiación a largo plazo. A este respecto, la tasa de variación interanual de los precios de los automóviles (que representan el 15% del componente de bienes industriales no energéticos) ha descendido de forma significativa desde el inicio del 2008, en un contexto de acelerada caída de las adquisiciones de vehículos de motor.

Gráfico 40 Desagregación de los precios industriales

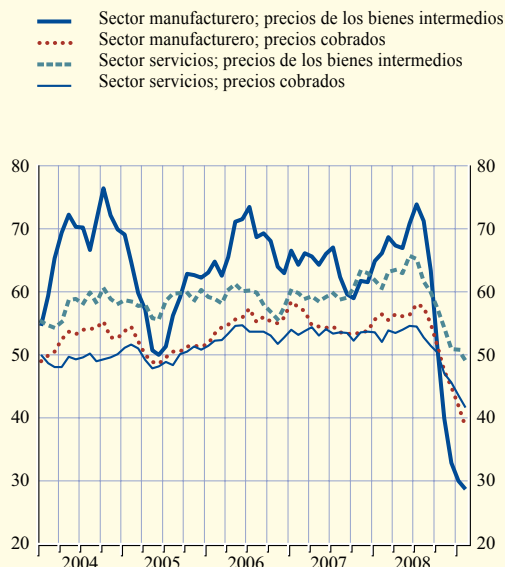
(tasas de variación interanual; datos mensuales)



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

Gráfico 41 Encuestas sobre precios de los bienes intermedios y precios de producción

(índices de difusión; datos mensuales)



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

3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

Tras alcanzar en el verano del año pasado su nivel más alto en casi tres décadas, las presiones sobre los precios a lo largo de la cadena de suministro se han reducido considerablemente. Los datos más recientes sitúan la inflación interanual en los precios industriales, excluida la construcción, en el 1,6% en diciembre del 2008, muy por debajo de su máximo en más de 25 años, el 9,2%, alcanzado sólo cinco meses antes (véase gráfico 40). Asimismo, la inflación interanual en los precios industriales, excluidas la energía y la construcción, disminuyó hasta el 1,4%, desde el 4,4% de julio del 2008.

El marcado descenso de la inflación interanual en los precios industriales estuvo determinado, en gran medida, por la evolución de los precios internacionales de las materias primas, cuyas pronunciadas fluctuaciones han influido de forma significativa en varios componentes de precios industriales, desde el impacto directo sobre la energía y los alimentos, hasta los efectos indirectos a lo largo de la cadena de producción. El impacto fue particularmente acusado en las primeras fases de la cadena de producción, observándose fuertes fluctuaciones en los precios de los bienes intermedios en los últimos meses. Al mismo tiempo, la tasa de variación interanual de los precios industriales en fases más adelantadas de la cadena de producción, como los precios de los bienes de equipo y de los bienes de consumo, excluidos los alimentos y el tabaco, se ha mantenido relativamente estable.

Junto con la influencia de los precios de las materias primas sobre los costes industriales, el debilitamiento general de la actividad económica registrado en los últimos meses en la zona del euro puede haber llevado a las empresas a revisar sus estrategias de fijación de precios, dada la necesidad de cen-

Cuadro 7 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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

Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

trarse más en la competitividad en términos de precios en distintas etapas de la cadena de producción. La información más reciente procedente de las encuestas sugiere que los índices de precios de los bienes intermedios y de precios de producción volvieron a descender en los primeros meses del 2009, reduciendo las presiones sobre los precios industriales hasta mínimos históricos (véase gráfico 41). Según el último índice de directores de compras, tras la fuerte caída de los índices de precios de los bienes intermedios y de precios de venta, la mayor parte de los indicadores de presiones sobre los precios en los sectores de manufacturas y de servicios alcanzaron mínimos históricos en febrero del 2009, situándose muy por debajo de los elevados niveles observados a mediados del año pasado.

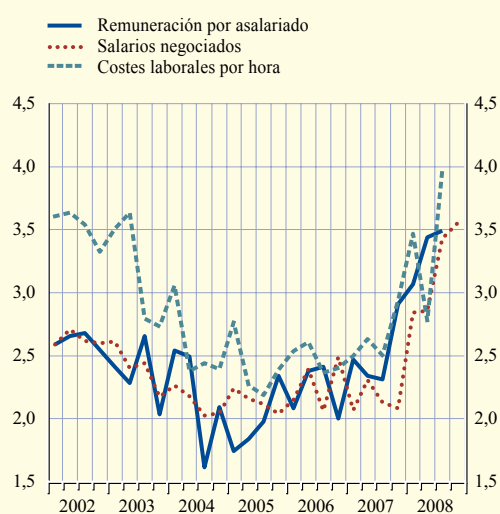
3.3 INDICADORES DE COSTES LABORALES

En contraste con el rápido descenso de los indicadores de inflación en los precios de consumo y los precios industriales registrado en los últimos meses, los indicadores estadísticos disponibles sugieren que el crecimiento de los costes laborales se aceleró en el 2008. Concretamente, se siguió registrando un elevado crecimiento interanual de los costes laborales por hora y la remuneración por asalariado, en el tercer trimestre del 2008, y de los salarios negociados, en el cuarto trimestre (véanse gráfico 42 y cuadro 7).

En el persistente crecimiento de los salarios influyeron probablemente las anteriores tensiones en los mercados de trabajo, así como los efectos de segunda vuelta observados en algunos países de la zona del euro, como consecuencia de la indicación de los salarios con una inflación temporalmente alta en el pasado. El crecimiento de los costes laborales por hora pareció acelerarse en el tercer trimestre, con una tasa interanual que alcanzó el 4%. Este pronunciado crecimiento se observó de forma generalizada en todos los sectores (véase gráfico 43) y también puede haber sido resultado, en cierta medida, de un ajuste de las horas trabajadas, en respuesta al debilitamiento de la

Gráfico 42 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)

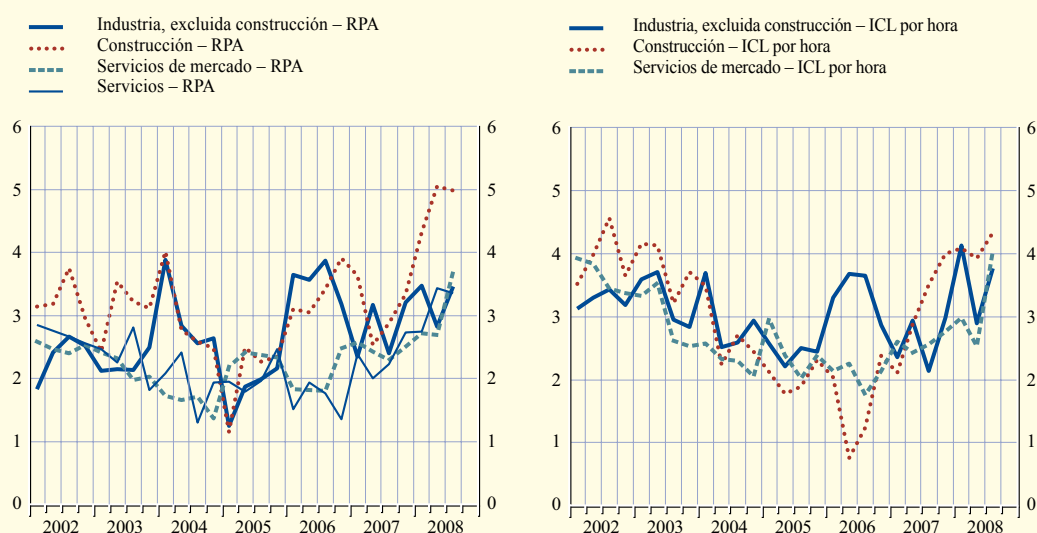


Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

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

Gráfico 43 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.

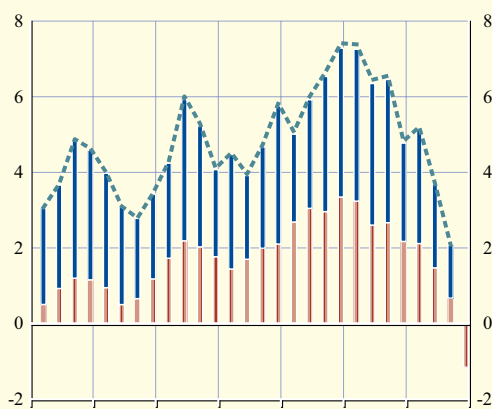
demanda, y de una corrección de las mismas en el segundo trimestre, debido a las fechas más tempranas en que cayó la Semana Santa en el 2008. La tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado se mantuvo también en un nivel elevado, el 3,5%, en el tercer trimestre del 2008. En el cuarto trimestre, la tasa de crecimiento interanual de los salarios negociados de la zona del euro ascendió al 3,5%, desde el 3,4% del trimestre anterior. Aunque el crecimiento de los salarios negociados en el último trimestre del 2008 estuvo impulsado, en cierta medida, por pagos extraordinarios realizados en un país de la zona del euro, parece que, incluso si no se tiene en cuenta este factor, los convenios colectivos se han caracterizado por una escasa moderación en el segundo semestre del 2008, a pesar de la marcada desaceleración de la actividad económica. En el contexto de este fuerte crecimiento salarial, dada la contracción de la productividad en la zona del euro, el crecimiento interanual de los costes laborales unitarios registrado en el tercer trimestre del 2008 se mantuvo en el nivel más alto observado en más de una década.

Pese a este fuerte aumento de los costes laborales, parece muy probable que las presiones salariales se reducirán en el futuro, en vista de las perspectivas de débil crecimiento económico de la zona del euro. Mientras que los mercados de trabajo tienden, en general, a seguir la evolución de la actividad económica con cierto retraso, la enorme velocidad con la que la actividad económica se ha deteriorado en los últimos meses puede haber supuesto un desfase particularmente acentuado en el realineamiento de las presiones salariales con la caída de la demanda de producción en las circunstancias actuales. En efecto, la información no formalizada procedente de varias fuentes indica que las empresas están esforzándose por racionalizar los costes laborales, lo que conduce a una «deriva salarial» probablemente negativa. Se trata de la parte del crecimiento de la remuneración por asalariado que no se explica por el crecimiento de los sueldos y salarios negociados y/o de las cotizaciones sociales (para más detalles, véase el recuadro 6 titulado «Evolución reciente de la deriva salarial en la zona del euro», en el Boletín Mensual de octubre del 2006). Sin embargo, un ajuste de la remuneración por asalariado o del factor trabajo en forma de un menor número de asalariados o de horas por asalariado podría dar lugar a un ajuste de los

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

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)

- Beneficio por unidad de producto
- Producto (crecimiento del PIB)
- - - Beneficios (excedente bruto de explotación)

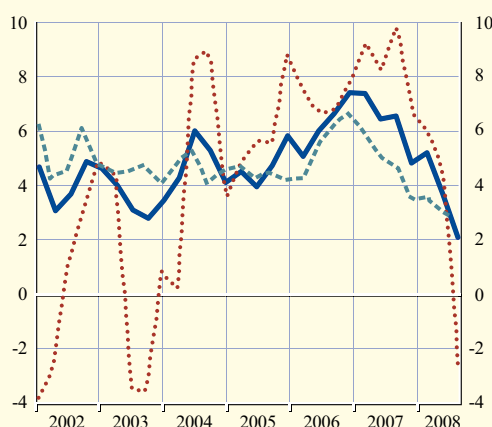


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico 45 Crecimiento de los beneficios en la zona del euro, por principales ramas de actividad

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)

- Total de la economía
- ... Industria
- - - Servicios de mercado



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

costes laborales para reflejar el deterioro de la demanda. En este contexto, existe el riesgo de que una reducción lenta del crecimiento de los costes laborales suponga innecesariamente mayores pérdidas de empleo en una situación de prolongada debilidad de la actividad económica.

3.4 EVOLUCIÓN DE LOS BENEFICIOS EMPRESARIALES

El crecimiento de los beneficios empresariales parece haber descendido considerablemente en el transcurso del 2008. Sobre la base de los datos de contabilidad nacional, el crecimiento interanual de los beneficios de las empresas de la zona del euro volvió a disminuir en el tercer trimestre del 2008, hasta situarse en torno al 2%, el nivel más bajo registrado desde mediados de 1999. Esta caída se explica por un menor crecimiento tanto de la actividad (volumen) como de los beneficios por unidad de producto (margen) (véase gráfico 44). La desaceleración del crecimiento de los márgenes fue resultado de factores económicos internos y externos. En el tercer trimestre del 2008, el crecimiento de los costes laborales unitarios alcanzó el 3,6%, la tasa más elevada observada desde 1993, con la consiguiente reducción de los márgenes por unidad de producto. La presión de los precios exteriores obedeció, principalmente, a que los anteriores altos niveles de los precios de las materias primas elevaron los costes no laborales de los bienes intermedios.

El descenso del crecimiento de los beneficios fue más pronunciado en la industria que en los servicios de mercado, debido a la mayor contracción de la actividad y a su mayor exposición a la presión de los precios exteriores (véase gráfico 45). No se había producido una caída interanual de los beneficios en la industria desde mediados del 2003. Aunque permaneció en valores positivos, la tasa de crecimiento de los beneficios en los servicios de mercado se situó en un nivel históricamente bajo, al caer por debajo del 3% por primera vez desde mediados de los años noventa, período a partir del cual se empezó a disponer de datos sobre la evolución de los beneficios de la zona del euro por ramas de actividad.

Más allá del período que abarcan los datos de contabilidad nacional disponibles, el mayor debilitamiento de la actividad económica observado en el último trimestre del 2008 y a principios del 2009 intensificará probablemente las presiones a la baja sobre los beneficios. Estas se compensarán, en cierta medida, con la fuerte caída de los precios de las materias primas registrada desde mediados del 2008. Sin embargo, dada la magnitud de la desaceleración prevista de la actividad económica, cabe esperar que los beneficios disminuyan sustancialmente en el 2009, lo que tendrá repercusiones negativas para las perspectivas de inversión y empleo.

3.5 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

El avance de Eurostat sitúa la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro en el 1,2% en febrero del 2009, nivel próximo al 1,1% registrado en enero y muy inferior al 4% observado en junio y julio del 2008. El descenso de la inflación registrado desde el pasado verano es consecuencia, fundamentalmente, de la fuerte caída de los precios internacionales de las materias primas durante este período. Sin embargo, también están apareciendo crecientes señales de una reducción más generalizada de los riesgos inflacionistas. Mientras que parece haberse producido una aceleración del crecimiento de los costes laborales de la zona del euro en el 2008, cabe esperar que la desaceleración de la actividad económica modere las presiones inflacionistas internas en un futuro próximo.

La pasada volatilidad de los precios de la energía debería ser origen de marcadas fluctuaciones de la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro en los próximos meses. Tal y como se indica en el recuadro 4, gran parte de estas fluctuaciones podrán estar relacionadas con factores transitorios, como los efectos de base de la anterior volatilidad de los precios de los alimentos y la energía, que desaparecerán posteriormente y contribuirán a elevar la inflación más adelante en el año. Unos fuertes efectos de base de la anterior volatilidad de los precios de las materias primas contribuirán a acentuar temporalmente la tendencia a la baja de la inflación medida por el IAPC a mediados del 2009 y a elevar las tasas de inflación en el segundo semestre del año, con lo que es altamente probable que las tasas de inflación medida por el IAPC registren acusadas fluctuaciones a lo largo del 2009.

Según las últimas proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE, la inflación media interanual medida por el IAPC de la zona del euro se situará entre el 0,1% y el 0,7% en el 2009 y entre el 0,6% y el 1,4% en el 2010. Los riesgos para estas perspectivas están, en general, equilibrados y se refieren, en particular, a riesgos relacionados con las perspectivas de actividad económica y con los precios de las materias primas.

Recuadro 4

EL ACTUAL PERÍODO DE DESINFLACIÓN EN LA ZONA DEL EURO

La inflación interanual medida por el IAPC general de la zona del euro disminuyó rápidamente en el segundo semestre del 2008 y a comienzos del 2009, principalmente como resultado de la fuerte caída de los precios de las materias primas. Se espera que la inflación siga descendiendo de forma pronunciada en los próximos meses, debido fundamentalmente a efectos de base favorables, a medida que los anteriores aumentos de los precios de la energía y de los alimentos vayan desapareciendo de la tasa de inflación interanual. Existe una elevada posibilidad de que la inflación interanual medida por el IAPC se torne negativa a mediados del 2009, aunque se trataría muy probablemente de un fenómeno transitorio, ya que los efectos de base de la caída de los precios del petróleo observada desde agosto del 2008 elevarán la inflación medida por el IAPC en el transcurso del segundo semestre del 2009¹. Este proceso de rápida desinflación, reflejo de variaciones acusadas pero transitorias de los precios relativos, no debería confundirse con la deflación propiamente dicha. En este recuadro se aclaran las diferencias entre estos dos conceptos y se analiza la evolución actual de la inflación.

Cuestiones conceptuales: estabilidad de precios, desinflación y deflación

Para empezar, es útil recordar la definición cuantitativa del objetivo principal de estabilidad de precios del BCE. En el año 1998, el Consejo de Gobierno del BCE adoptó la siguiente definición: «La estabilidad de precios se define como un incremento interanual del Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) de la zona del euro inferior al 2%. La estabilidad de precios ha de mantenerse a medio plazo». En el 2003, tras realizar una evaluación detallada de la estrategia de política monetaria, el Consejo de Gobierno añadió que, de acuerdo con esta definición, su objetivo es mantener la inflación medida por el IAPC en un nivel «inferior, aunque próximo, al 2%». La definición cuantitativa de estabilidad de precios se estableció de manera a constituir un punto de referencia claro con respecto al cual los ciudadanos pueden exigir cuentas al BCE y un ancla para las expectativas de inflación a largo plazo. Tiene una orientación a medio plazo, debido a que le es imposible a un banco central mantener una determinada tasa de inflación en todo momento, o restablecerla en un nivel concreto en un período de tiempo muy corto, mientras que es posible y deseable lograr este objetivo a medio plazo. La orientación a medio plazo de la estrategia de política monetaria del BCE proporciona también un marco claro para distinguir entre las desviaciones transitorias a la baja de la inflación con respecto a niveles compatibles con la estabilidad de precios, que pueden asociarse a la desinflación, y persistentes riesgos bajistas para la estabilidad de precios, que podrían conducir a la deflación si las expectativas de inflación dejasen de estar ancladas.

La desinflación es un proceso de descenso de las tasas de inflación (es decir, una desaceleración de la tasa de crecimiento del nivel general de precios), que podría llevar temporalmente a tasas de inflación negativas, y que es a menudo resultado de un proceso de ahorro de costes por el lado de la oferta. Entre los factores determinantes de esta situación, cabe señalar importantes mejoras de la productividad general sin el correspondiente aumento proporcional de los salarios, recortes de aranceles, reformas normativas encaminadas a fomentar la competencia y mejoras de la relación real de intercambio originadas, por ejemplo, por una caída de los precios del petróleo. Estos factores sostienen la actividad económica al elevar la renta disponible. La desinflación puede asociarse a pronunciadas fluctuaciones a corto plazo de las tasas de inflación, debido a efectos de base que se analizan

¹ Véase el recuadro titulado «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro», en el presente Boletín Mensual.

más abajo. Sin embargo, esta volatilidad a corto plazo de las tasas de inflación interanual no es relevante desde la perspectiva de la política monetaria. El objetivo de la orientación a medio plazo de la estrategia de política monetaria del BCE es garantizar que la volatilidad a corto plazo de la inflación no sea origen de volatilidad en las expectativas de inflación a más largo plazo.

La deflación consiste en una caída persistente, y que se retroalimenta, de una extensa variedad de precios. Esta espiral se propaga por la expectativa de que los precios bajen más en el futuro, es decir, que las expectativas de inflación dejen de estar ancladas y que se sitúen por debajo de niveles compatibles con la estabilidad de precios. La previsión de que los precios bajen en el futuro hace, por ejemplo, que la inversión y el consumo se pospongan, intensificando las presiones a la baja sobre los precios. Existe una mayor probabilidad de que se llegue a la deflación si las expectativas de inflación se ven fuertemente influidas por la evolución pasada de la inflación. A este respecto, es más probable que se produzca en economías en las que el banco central no tiene un objetivo cuantitativo claro que ayudaría a anclar las expectativas a medio plazo del sector privado. En la zona del euro, el objetivo del Consejo de Gobierno del BCE de mantener la inflación en un nivel inferior, aunque próximo, al 2% constituye un firme anclaje de las expectativas de inflación, tal y como demuestra la falta de respuesta de las expectativas de inflación a la pasada evolución de la inflación², lo que representa una protección contra la deflación.

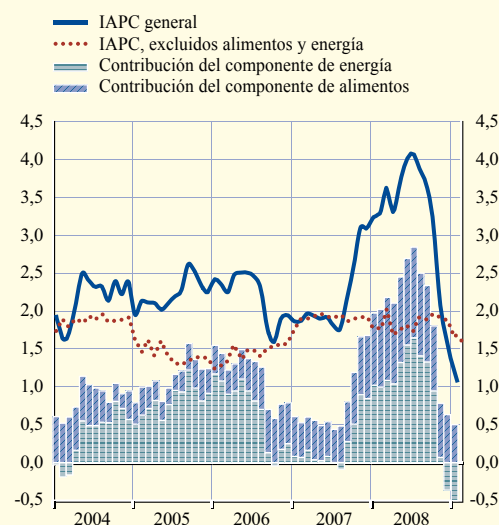
Factores determinantes del actual proceso de desinflación en la zona del euro

El proceso de desinflación que se está observando actualmente en la zona del euro es resultado, principalmente, de una fuerte caída de los precios del petróleo y de otras materias primas, especial-

2 Véase L. Benati, «Investigating Inflation Persistence Across Monetary Regimes», Quarterly Journal of Economics, Vol. 123, n.º 3, 2008, pp. 1005-1060.

Gráfico A Contribuciones de los precios de la energía y de los alimentos a la inflación medida por el IAPC general de la zona del euro

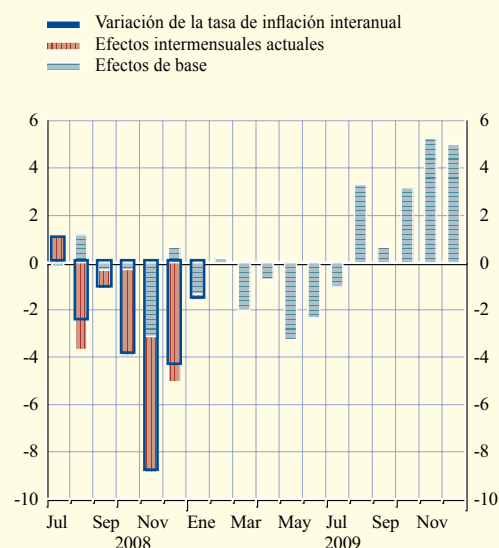
(puntos porcentuales; tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico B Evolución del componente energético del IAPC

(puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

mente los alimentos. El gráfico A muestra la evolución de la inflación medida por el IAPC general de la zona del euro y las contribuciones de los precios de la energía y de los alimentos elaborados y no elaborados. El gráfico demuestra que estos dos componentes, especialmente la energía, fueron los principales determinantes del aumento de la inflación medida por el índice general hasta mediados del 2008. Asimismo, el descenso de las citadas contribuciones, que refleja una marcada desaceleración del crecimiento de sus tasas de variación interanual, es el único determinante de la caída de la inflación medida por el índice general, que se cifró en 2,9 puntos porcentuales en el período comprendido entre julio del 2008 y enero del 2009³. Si se excluyen estos dos componentes, que representan cerca del 30% de la cesta del IAPC, la inflación medida por el IAPC se mantuvo bastante estable, en torno al 1,8%, lo que sugiere que, hasta el momento, el descenso de la inflación medida por el IAPC general no se ha producido de forma generalizada y está estrechamente relacionada con variaciones transitorias de los precios relativos.

La fuerte caída de los precios del petróleo registrada desde agosto del 2008 hizo bajar la tasa de variación intermensual del índice general de precios energéticos, lo que provocó un acusado descenso de la tasa de variación interanual de estos precios, aunque el impacto se vio reforzado por los efectos de base de los pasados aumentos de los precios del petróleo. El gráfico B muestra la evolución de la tasa de variación interanual del componente energético del IAPC en cada uno de los meses transcurridos entre julio del 2008 y enero del 2009, y su desagregación entre efectos de base y efectos intermensuales «actuales». Los efectos de base se consideran parte de la variación de la tasa de inflación interanual en un determinado mes, derivada de una desviación de la tasa de variación intermensual en el mes base (es decir, el mismo mes del año anterior) con respecto a su perfil normal (histórico), teniendo en cuenta las fluctuaciones estacionales⁴. El efecto intermensual actual es la variación intermensual en un determinado mes, ajustada por su perfil normal.

De cara al futuro, debido a las fuertes subidas que experimentaron los precios energéticos en el primer semestre del 2008 y que desaparecerán de la comparación interanual, los efectos de base seguirán ejerciendo un pronunciado impacto a la baja sobre la tasa de variación interanual de los precios de la energía en el primer semestre del 2009. Los efectos de base acumulados sobre el componente energético se cifrarán en -9,2 puntos porcentuales entre febrero y julio del 2009. Dado que la energía tiene una ponderación del orden del 10% en el IAPC general, ello generará intensas presiones a la baja sobre la inflación medida por el IAPC general. Por otra parte, como puede apreciarse en el cuadro, existen efectos de base a la baja latentes, derivados del componente de alimentos. Los efectos de base acumulados de la energía y de los alimentos tendrán un impacto de -1,1 puntos porcentuales

3 Al no disponer todavía del detalle del IAPC de febrero del 2009, el último período incluido en el cálculo es enero.

4 Para un análisis más detallado del cálculo de los efectos de base, véase el recuadro titulado «Evolución reciente y futura de la inflación medida por el IAPC: incidencia de los efectos de base», en el Boletín Mensual de diciembre del 2008.

Impacto de los efectos de base de los componentes del IAPC sobre la inflación medida por el IAPC general

(puntos porcentuales)	Energía	Alimentos	IAPC, excluidos alimentos y energía	Impacto total
Febrero-julio 2009	-0,9	-0,2	0,0	-1,1
Agosto-diciembre 2009	1,7	0,1	0,0	1,8

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

sobre la inflación medida por el IAPC general entre febrero y julio del 2009. Por consiguiente, la inflación podría ser muy baja o incluso negativa a mediados del 2009, aunque la inflación observada no dependerá sólo del impacto mecánico de los efectos de base sino también de varios otros factores, concretamente de la evolución observada de los precios de las materias primas en los próximos meses y de las presiones generales sobre los precios relacionadas con las tendencias económicas. A partir de agosto del 2009, la inflación medida por el IAPC general volverá a elevarse, como resultado de efectos de base principalmente relacionados con el acusado descenso de los precios del petróleo observado en el segundo semestre del 2008. Los efectos de base acumulados ejercerán presiones al alza sobre la inflación medida por el índice general. Estos efectos se cifrarán en 1,8 puntos porcentuales entre agosto y diciembre del 2009.

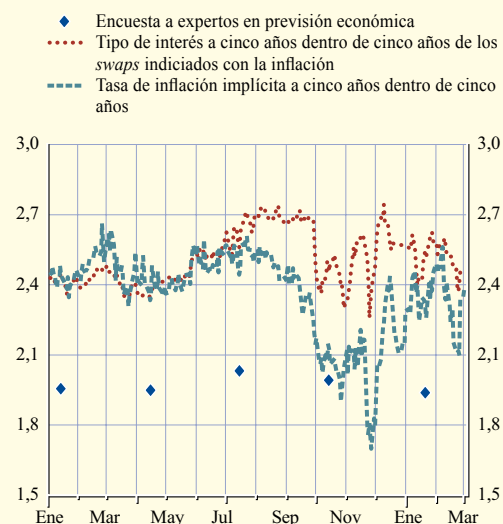
Así pues, incluso si la inflación medida por el IAPC general es negativa en algunos meses del 2009, cabe esperar que se trate sólo de un fenómeno transitorio, provocado por las variaciones de los precios relativos. Esta evolución no debería asociarse al inicio de un episodio deflacionista.

El anclaje de las expectativas de inflación de los agentes económicos tendrá una importancia fundamental a este respecto. La información disponible indica que las expectativas de inflación a medio y largo plazo están ancladas en niveles compatibles con la definición de estabilidad de precios del BCE, como puede verse en el gráfico C.

En resumen, la zona del euro está viviendo un proceso de rápida desinflación, determinado en particular por la fuerte caída de los precios de las materias primas, lo que dará lugar a un perfil en forma de «U» de la inflación medida por el índice general en el transcurso del 2009. El acusado ascenso de los precios de las materias primas registrado antes de mediados del 2008 y su posterior descenso acelerado se han asociado a pronunciadas fluctuaciones de las tasas de inflación interanual. Sin embargo, esta volatilidad a corto plazo no es relevante desde la perspectiva de la política monetaria. El Consejo de Gobierno del BCE seguirá teniendo como objetivo mantener las expectativas de inflación a medio plazo firmemente ancladas en niveles compatibles con la estabilidad de precios.

Gráfico C Expectativas de inflación a largo plazo

(tasas de variación interanual)



Fuentes: BCE, Reuters y cálculos del BCE.
Nota: Para la encuesta a expertos en previsión económica (EPE) se indican las estimaciones medias. La observación más reciente de la EPE se refiere al 2013.

4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

La actividad en la zona del euro disminuyó de forma acusada hacia finales del 2008 al trasladarse las nuevas tensiones existentes en el sector financiero a la economía real. Tras una pronunciada contracción del PIB a finales del 2008, los datos procedentes de las encuestas y los indicadores económicos apuntan a una nueva caída del producto a comienzos del 2009. Se considera probable que la debilidad de la actividad económica en la zona del euro se mantenga en los próximos trimestres, mientras los desequilibrios estructurales que se observan en algunas economías y las tensiones en los mercados financieros sigan afectando a la economía mundial y de la zona del euro. No obstante, se espera que la economía se recupere gradualmente en el 2010. Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE en marzo del 2009 prevén que el crecimiento medio anual del PIB real se sitúe en un intervalo comprendido entre el -3,2% y el -2,2% en el 2009 y entre el -0,7% y el 0,7% en el 2010. Tanto en el 2009 como en el 2010, la tasa de crecimiento interanual del PIB se verá reducida significativamente por los negativos efectos de arrastre del año anterior. Las perspectivas económicas siguen rodeadas de incertidumbre. Los riesgos para las perspectivas económicas parecen estar ahora más equilibrados. Por una parte, puede que se observen unos efectos positivos mayores de lo esperado, también sobre la confianza, atribuibles a las importantes medidas de estímulo macroeconómico en marcha y a otras medidas de política económica adoptadas. Por otra parte, las preocupaciones existentes están relacionadas principalmente con la posibilidad de que las turbulencias de los mercados financieros tengan un mayor impacto sobre la economía real, así como con la aparición e intensificación de presiones proteccionistas y con una posible evolución adversa de la economía mundial derivada de una corrección desordenada de los desequilibrios mundiales.

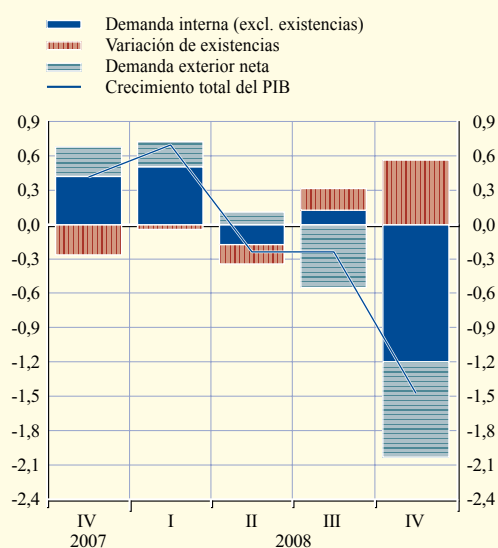
4.1 PIB REAL Y COMPONENTES DE LA DEMANDA

El ritmo de la actividad en la zona del euro se redujo de forma acusada hacia finales del 2008 y comienzos del 2009, al desacelerarse simultáneamente la economía mundial y la demanda interna. El PIB real de la zona, que había registrado un ligero descenso en el segundo y tercer trimestres del 2008, se contrajo de forma muy pronunciada en el último trimestre del año, cayendo un 1,5%, en tasa intertrimestral (véase gráfico 46). La tasa de crecimiento interanual del 0,8% registrada en el 2008 fue la más baja desde principios de los años noventa. Los datos procedentes de las encuestas sugieren que esta debilidad se mantuvo en los primeros meses del año en curso.

El deterioro observado en la demanda ha sido generalizado en todos sus componentes. La demanda exterior disminuyó a medida que la actividad en las economías avanzadas y en los mercados emergentes perdía ritmo. La demanda interna también se ha ralentizado, y se ha registrado un descenso significativo en la inversión y una moderación en el consumo. La desagregación del gasto del cuarto trimestre confirma este panorama. La demanda exterior neta tuvo una importante contribución negativa al crecimiento, pues las exportaciones cayeron con más rapidez que las importaciones, mientras que la apor-

Gráfico 46 Crecimiento del PIB real y contribuciones

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



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

tación de la variación de existencias al crecimiento fue positiva. En los siguientes apartados se comenta la evolución de la demanda en más detalle.

CONSUMO PRIVADO

El gasto en consumo se mantuvo prácticamente sin cambios en los tres primeros trimestres del 2008 y cayó de forma acusada en el cuarto trimestre. Los indicadores más recientes sugieren que el gasto siguió siendo moderado a comienzos del 2009. En enero, las matriculaciones de automóviles en la zona del euro cayeron un 3,9%, en términos intermensuales. La confianza de los consumidores mantuvo su debilidad en enero y febrero, y se situó en los niveles más bajos observados desde que comenzó la serie de las encuestas de opinión de la Comisión Europea en 1985 (véase gráfico 47).

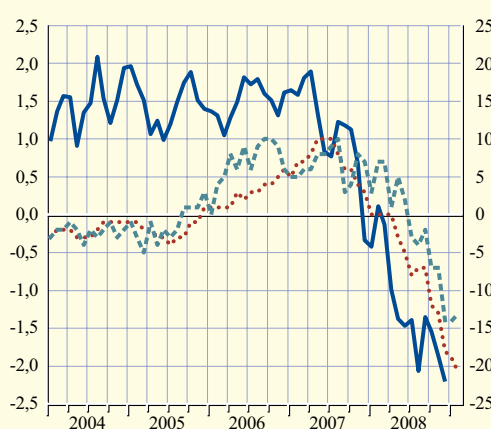
Un factor clave en la desaceleración del gasto en consumo durante el año pasado fue la disminución de la renta real disponible de los hogares. La remuneración nominal continuó siendo relativamente sólida en el 2008, pues los hogares se beneficiaron del continuado y fuerte crecimiento de los salarios (véase sección 3). Sin embargo, la considerable subida de la inflación observada en el primer semestre del año —impulsada, principalmente, por los sustanciales aumentos registrados en los precios de la energía y los alimentos— redujo la renta real y el consumo. Desde el verano, una notable caída del precio de las materias primas ha empezado a aliviar las presiones sobre la renta de los hogares. La inflación medida por el IAPC retrocedió de forma pronunciada desde el máximo observado en junio y julio, y se prevé que siga disminuyendo en el primer semestre del 2009 (véase sección 3). Esta disminución de la inflación favorecerá, en cierta medida, las rentas durante los próximos meses. No obstante, es probable que este estímulo se vea contrarrestado sustancialmente por el deterioro de la situación en el mercado de trabajo (véase sección 4.2). El paro creció enormemente en el 2008 y las encuestas sobre las intenciones de creación de empleo de las empresas apuntan a una moderación significativa en el crecimiento del empleo durante el 2009, lo que contendrá las rentas del trabajo y, por lo tanto, el consumo.

Las decisiones de gasto de los hogares también se ven afectadas por las expectativas relativas a la renta permanente, determinada por los rendimientos de la riqueza financiera y no financiera y por la remuneración laboral esperada en el futuro. Desde el inicio de las turbulencias financieras, los hogares han sufrido las consecuencias del desplome de los mercados —el índice Euro STOXX cayó de forma acusada en el 2008 y a comienzos del 2009 (véase sección 2.5)—. La valoración que hacen los hogares de su situación financiera personal alcanzó mínimos históricos en el 2008 y permaneció en niveles muy reducidos a principios del 2009. La situación del mercado de trabajo y las perspectivas económicas generales han empeorado bruscamente desde el otoño del 2008. Además, las expectativas acerca de la evolución del mercado de trabajo, que hasta septiembre del 2008 eran todavía relativamente optimistas (es decir, por encima de la media a largo plazo), se han deteriorado rápidamente en los cinco últimos meses.

Gráfico 47 Ventas del comercio al por menor y confianza del comercio al por menor y de los hogares

(datos mensuales)

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



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

Probablemente, la preocupación sobre la evolución del mercado de trabajo y las turbulencias financieras haya agudizado la incertidumbre de los hogares acerca de las perspectivas económicas y les haya llevado a reducir el gasto y a aumentar el ahorro para poder hacer frente a posibles fluctuaciones en las rentas futuras. Según las cuentas integradas de la zona del euro, la ratio de ahorro de los hogares se incrementó en el segundo y tercer trimestres del 2008. Los indicios relativos a la mayor cautela y aversión al riesgo de los hogares se ponen de manifiesto también en los cambios observados en el patrón de inversión financiera (véase sección 2.7). Los hogares han reorientado sus inversiones financieras hacia activos de menor riesgo, aumentando sus tenencias de efectivo, depósitos y valores de renta fija y reduciendo sus tenencias de activos de mayor riesgo, como las acciones.

En general, se espera que el consumo mantenga su debilidad en el corto plazo. Aunque la notable caída de los precios de las materias primas ha mejorado el poder adquisitivo de los hogares, lo que favorecerá la renta disponible, la riqueza de los hogares ha disminuido y se prevé que el deterioro de la situación en el mercado de trabajo reduzca las rentas del trabajo en los próximos meses. Es probable que la persistente incertidumbre económica y la escasa confianza de los consumidores sigan moderando durante algún tiempo el gasto de los hogares.

INVERSIÓN

El crecimiento de la inversión en la zona del euro se deterioró rápidamente en el 2008. Tras un crecimiento relativamente sólido en el primer trimestre del 2008, debido en parte a que el invierno inusualmente suave en muchas partes de Europa había impulsado la construcción durante ese periodo, la inversión cayó de forma acusada en el segundo y tercer trimestres del año. En el cuarto trimestre, registró una tasa de descenso del 2,7%, en comparación con el trimestre anterior.

La inversión en construcción, que incluye los edificios residenciales y comerciales, representa aproximadamente la mitad de la inversión total y, por lo tanto, la evolución de los mercados inmobiliarios ha tenido una influencia significativa sobre la inversión. El crecimiento de los precios de los inmuebles residenciales en la zona del euro se ha moderado desde el 2005 (para más información, véase el recuadro 4 del Boletín Mensual de febrero) y el crecimiento de los precios de los inmuebles comerciales también ha tendido a la baja en la mayoría de los países de la zona del euro, registrándose en varias regiones una pronunciada caída de los precios en el 2008 (véase sección 2.3 de la publicación titulada «Financial Stability Review» de diciembre del 2008). La moderación o la caída de los precios de la vivienda implica que la inversión residencial sea menos rentable, lo que tiende a reducir la inversión en construcción. El número de licencias de obras otorgado, que suele anticipar la evolución de la inversión en construcción, cayó de modo muy significativo en el 2008, lo que sugiere que, probablemente, el crecimiento de la inversión en construcción sea más negativo en los próximos trimestres.

La inversión excluida la construcción también ha descendido recientemente, a medida que el debilitamiento de la demanda ha hecho disminuir la rentabilidad, las presiones sobre la capacidad productiva se han atenuado y el endurecimiento de las condiciones de concesión de créditos ha reducido la disponibilidad de financiación. La inversión empresarial cayó en el segundo y tercer trimestres del 2008. Los indicadores disponibles sugieren que la inversión empresarial mantuvo su debilidad en el cuarto trimestre y que la producción de bienes de equipo disminuyó de forma acusada (véase sección 4.2).

El reciente deterioro de la demanda y las perspectivas mucho más sombrías para la actividad agregada son factores fundamentales en la moderación del crecimiento de la inversión. Al disminuir la demanda en el primer semestre del 2008, el crecimiento de la rentabilidad empresarial se desaceleró (véase sección 3). Los indicadores de rentabilidad basados en los mercados de valores apuntan a un nuevo descen-

so de la rentabilidad empresarial en el segundo semestre del año (véanse secciones 2 y 3). Además, la mayor parte de las proyecciones sobre crecimiento prevén una marcada caída en el 2009 y una ligera recuperación en el 2010, que es probable que siga frenando la inversión empresarial en el corto plazo.

La caída de la demanda también ha hecho disminuir en las empresas las restricciones sobre los recursos, por lo que ha decrecido la necesidad de las empresas de ampliar la capacidad productiva. Según las encuestas de opinión de la Comisión Europea, al desacelerarse la producción, la utilización de la capacidad productiva en el sector industrial ha caído en picado, situándose en enero del 2009 en el nivel más bajo registrado desde que se inició la serie en 1985. Asimismo, la proporción de empresas que identifican la falta de equipo o espacio como factor limitador de la producción también se ha reducido de forma acusada desde el máximo observado en el tercer trimestre del 2007.

Otro factor que puede estar influyendo en los gastos de capital —tanto en la inversión empresarial como en los inmuebles residenciales y comerciales— es el coste y la disponibilidad de financiación. Desde que se iniciaron las turbulencias financieras, los costes de financiarse en el mercado se han elevado, pues los precios de las acciones han caído y el coste total de financiación ha aumentado. Las condiciones de concesión de créditos aplicadas por las entidades de crédito también se han endurecido, aunque las empresas se han visto beneficiadas desde octubre del 2008 por una reducción sustancial de los tipos de interés oficiales del BCE, que en la actualidad se está trasladando a unos tipos de interés de los préstamos bancarios más reducidos (véase sección 2). El flujo de préstamos de las IFM a las sociedades no financieras, que se había contraído en diciembre por primera vez desde que se iniciaron las turbulencias financieras, volvió a ser ligeramente positivo en enero, confirmando la significativa debilidad del crédito. El sector de sociedades no financieras también ha reducido sus depósitos. La evidencia anecdótica relativa a las sociedades no financieras sugiere que el endurecimiento de las condiciones de concesión de créditos está teniendo una incidencia notable en la capacidad de las empresas para financiar sus operaciones actuales y futuras. Sin embargo, pese al reducido incremento observado en los seis últimos meses, la proporción de empresas participantes en las encuestas de opinión de la Comisión Europea de enero del 2009 que identificó la financiación como factor limitador de su producción fue relativamente reducida. En general, sigue resultando difícil en este momento evaluar la gravedad y el alcance de las restricciones al crédito y su impacto sobre la inversión y la actividad real.

CONSUMO PÚBLICO

En relación con otros componentes de la demanda, el consumo público siguió creciendo en el 2008. Tras registrar un crecimiento del 0,9% en el tercer trimestre del año, el consumo público retrocedió inesperadamente un 0,6%, en tasa intertrimestral, en el cuarto trimestre. De cara al futuro, el consumo público, que habitualmente se compone del gasto en servicios colectivos como defensa, justicia, sanidad y educación y tiende a estar menos expuesto a la evolución cíclica que otros componentes de la demanda, debería seguir favoreciendo, en cierta medida, la demanda interna durante los próximos meses. Otros componentes del gasto público —en particular las transferencias entre sectores— son contracíclicos. Por ejemplo, es probable que las prestaciones sociales, como la prestación por desempleo, aumenten a medida que se desacelera el crecimiento y disminuyen las tensiones en el mercado de trabajo, mientras que los ingresos fiscales procedentes de los hogares y las empresas caerán. Estos componentes deberían ofrecer cierto margen de seguridad a la renta de los hogares y las empresas. Las cuentas integradas de la zona del euro para el tercer trimestre del 2008 muestran que ya se ha moderado el crecimiento de la recaudación impositiva corriente de hogares y sociedades no financieras. Además, otras medidas discrecionales, como las adoptadas en ayuda del sector del automóvil, también contribuirán a impulsar la demanda.

EXISTENCIAS

La variación de existencias contribuyó de forma positiva al crecimiento del PIB de la zona del euro en el segundo semestre del 2008, pues las empresas incrementaron sus *stocks*. Lo anterior pudo deberse al hecho de que a las empresas les sorprendiera la rapidez y el alcance de la desaceleración registrada en la demanda, tanto interna como mundial. De no ser capaces de ajustar suficientemente la producción, las empresas acumularían existencias, lo que estaba en consonancia con la idea obtenida de las encuestas al sector manufacturero de finales del 2008. Las encuestas de opinión de la Comisión Europea hasta febrero indicaban que una gran proporción de empresas consideraba que las existencias actuales de productos terminados eran demasiado elevadas, mientras que el índice de directores de compras mostraba que las existencias de productos terminados aumentaron en el cuarto trimestre del 2008 al ritmo más rápido observado desde que se inició la encuesta en 1998. De cara al futuro, las empresas podrían tratar de liquidar las existencias acumuladas en los últimos meses reduciendo el producto a un ritmo mayor que el de la caída de la demanda final. La encuesta a los directores de compras para enero del 2009 sugería que los niveles de existencias de las empresas del sector manufacturero descendieron de forma acusada. En febrero, este índice se elevó ligeramente, pero se mantuvo por debajo del umbral que indica una nueva disminución de existencias. Las existencias de productos terminados en manos de minoristas también siguieron disminuyendo en febrero. Según la encuesta denominada Bloomberg Euro Zone Retail PMI, ello fue consecuencia de una reducción intencionada de las existencias para hacer frente a la caída de las ventas y a las sombrías perspectivas económicas. Si la información procedente de estas encuestas se viera confirmada por los datos oficiales, apuntaría a que la variación de existencias tendría un fuerte impacto negativo sobre el crecimiento del PIB a comienzos del 2009.

COMERCIO

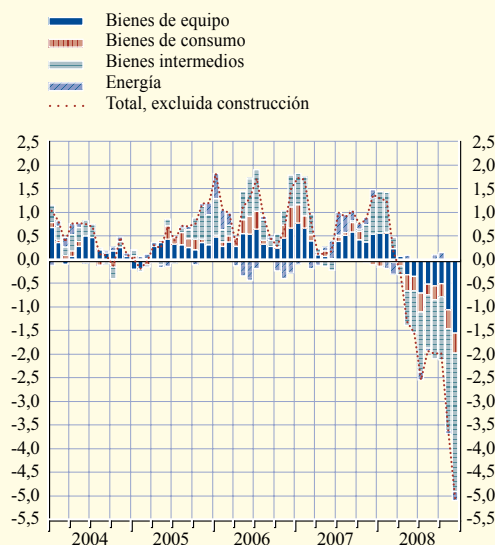
El entorno exterior se ha deteriorado significativamente, agravado por la crisis financiera y las fuertes tensiones existentes en los sistemas bancarios y en las condiciones de concesión de créditos a escala mundial. La caída de la demanda mundial ha hecho descender el comercio internacional. En el 2008, la demanda en las economías avanzadas se ha debilitado sustancialmente, mientras que el crecimiento en los mercados emergentes se ha moderado de forma muy acusada desde el otoño (véase sección 1). Los flujos comerciales también se han visto afectados por las turbulencias financieras, que parecen haber limitado la disponibilidad de financiación para el comercio, como las cartas de crédito, utilizadas por las empresas para respaldar las operaciones transfronterizas.

Como consecuencia, la demanda de bienes y servicios de la zona del euro ha descendido. Las exportaciones de la zona del euro fueron nulas en el segundo y tercer trimestre del 2008 y cayeron de modo pronunciado en el último trimestre del año (un 7,3% en tasa intertrimestral). Este fue uno de los factores que determinaron la fuerte reducción observada en la producción industrial durante ese período (véase sección 4.2). De cara al futuro, la cartera de pedidos se mantiene en niveles históricamente muy bajos y las encuestas de opinión apuntan a otra fuerte caída de las exportaciones en el primer trimestre del 2009 y posteriormente en el año. Aunque las exportaciones podrían cobrar cierto impulso debido a la depreciación del tipo de cambio efectivo nominal del euro desde finales de año, si éste se mantiene (véase la sección 7), las perspectivas a corto plazo para la economía mundial siguen siendo sombrías y es improbable que las exportaciones proporcionen un fuerte apoyo a la demanda de la zona del euro en los próximos trimestres.

Como la demanda interna, excluida la variación de existencias, ha disminuido, las importaciones de la zona del euro también han tendido a moderarse durante el año pasado. Tras el crecimiento más sólido observado en el tercer trimestre del 2008, las importaciones cayeron un 5,5% en el cuarto trimestre. No obstante, al retroceder las exportaciones con más rapidez, la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB volvió a ser negativa en el cuarto trimestre.

Gráfico 48 Crecimiento de la producción industrial y contribuciones

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

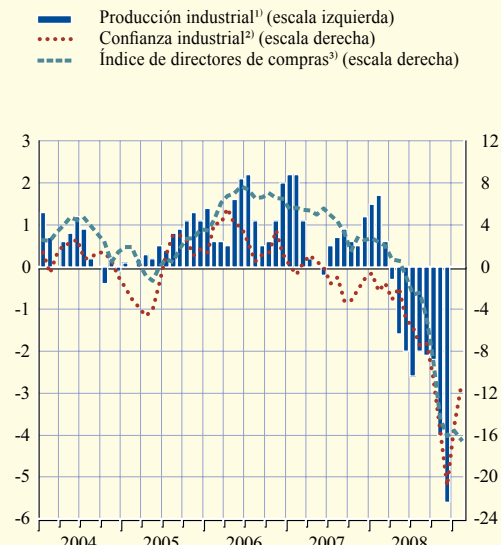


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

Gráfico 49 Producción industrial, confianza industrial e índice de directores de compras

(datos mensuales desestacionalizados)



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

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.

4.2 PRODUCTO, OFERTA Y MERCADO DE TRABAJO

Un factor determinante de las presiones inflacionistas es el equilibrio entre el producto agregado y la oferta potencial. El producto de la zona del euro cayó en el 2008 y parece que se ha mantenido en niveles muy reducidos a comienzos del 2008. Por consiguiente el margen de capacidad ociosa en la economía se ha ampliado. Las presiones sobre la capacidad productiva dentro de las empresas han disminuido muy rápidamente. La utilización de la capacidad productiva en las empresas manufactureras ha caído en picado hasta situarse en el nivel más bajo observado desde que la Comisión Europea inició esta encuesta sobre el sector industrial, y otras medidas también señalan una atenuación de las presiones sobre dicha capacidad. Los índices de directores de compras apuntan a una nueva reducción de los plazos de entrega de los proveedores en el sector manufacturero y a descensos adicionales en los pedidos pendientes en la industria y en los servicios. Las tensiones en el mercado de trabajo también han disminuido (véase más adelante la sección sobre mercado de trabajo). El paro ha aumentado desde que comenzó el año y, según las encuestas de opinión de la Comisión Europea de octubre del 2008, ha descendido la proporción de empresas que informan de escasez de mano de obra.

PRODUCTO POR RAMAS DE ACTIVIDAD

En el 2008, la significativa moderación observada en el crecimiento económico fue generalizada en todas las ramas de actividad. Se registró un acusado descenso del producto en las manufacturas y en la construcción, siendo las caídas intertrimestrales muy significativas en los tres últimos trimestres del año. El valor añadido de las manufacturas se ha visto afectado por la pronunciada desaceleración de la

demanda, tanto interna como exterior, disminuyendo la actividad en cada uno de los principales subsectores. La caída de la producción industrial (excluida la construcción) en el cuarto trimestre del 2008 fue excepcional, habiéndose visto superada sólo una vez desde 1960. La actividad en la construcción también se ha visto afectada, al enfriarse los mercados de inmuebles residenciales y comerciales. El valor añadido en esta rama se redujo en cada uno de los tres últimos trimestres del 2008.

El crecimiento de la rama de servicios se redujo moderadamente en el 2008, aunque la actividad se contrajo en el cuarto trimestre del año —la primera caída intertrimestral en esta rama de actividad desde que se inició la serie del valor añadido de los servicios a comienzos de los años noventa—. El producto del sector de servicios financieros y empresariales contribuyó marginalmente (–0,1 puntos porcentuales) a la reducción intertrimestral registrada en el último trimestre del 2008. Como se ha mencionado en Boletines Mensuales anteriores, éste es un sector que abarca una amplia gama de actividades, entre las que se incluyen los servicios financieros, inmobiliarios, jurídicos, de contabilidad y fiscales. La información puntual sobre el comportamiento de los subcomponentes es limitada. Sin embargo, es probable que las turbulencias en los mercados financieros hayan tenido una incidencia negativa en el producto del sector de servicios financieros, pues la información procedente de las encuestas confirma el pronunciado empeoramiento de la confianza empresarial. En el cuarto trimestre, el valor añadido en el comercio, el transporte y las comunicaciones también disminuyó, cayendo un 1,4% con respecto al tercer trimestre, por tercer trimestre consecutivo. La reducción del gasto de los hogares puede haber afectado a la actividad en el comercio y los servicios de distribución.

De cara al futuro, las perspectivas a corto plazo para la actividad siguen siendo sombrías y se prevé que el producto continúe contrayéndose durante el 2009. Los indicadores basados en las encuestas de actividad también han continuado siendo extremadamente débiles, y los índices de las encuestas a los directores de compras relativos al producto, así como los indicadores de confianza de la Comisión Europea se sitúan en niveles muy reducidos (véase gráfico 49). La evidencia anecdótica apunta a un descenso de la demanda a comienzos del 2009, y las empresas ponen de manifiesto el deterioro de la confianza y niveles extremadamente elevados de incertidumbre respecto a las perspectivas económicas. En la industria, los nuevos pedidos se han derrumbado, como consecuencia de la sustancial caída observada en las demandas, tanto interna como exterior. Además, como se ha mencionado anteriormente, las encuestas sugieren que, a comienzos de años, las empresas empezaron a reducir las existencias que habían acumulado en los meses previos. Este hecho puede dar lugar a que la producción disminuya aún más en el corto plazo, pues las empresas reducen el producto a un ritmo más elevado que el de la caída de la demanda final. En el recuadro 5 se examina brevemente la evolución de las proyecciones sobre el crecimiento del PIB en el 2009.

Recuadro 5

EVOLUCIÓN DE LAS PROYECCIONES SOBRE EL CRECIMIENTO DE LA ZONA DEL EURO EN EL 2009

En este recuadro se examina la evolución, desde principios del 2008, de las proyecciones sobre el crecimiento de la zona del euro en el 2009 y se muestra hasta qué punto las perspectivas para el 2009 se han deteriorado en el pasado año y cuándo se registraron las revisiones más importantes.

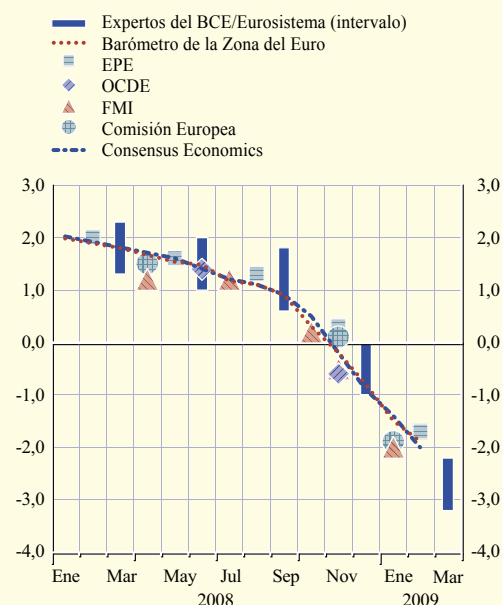
En el gráfico A puede apreciarse la evolución de las proyecciones sobre el crecimiento de la zona del euro para el 2009 entre comienzos del 2008 y la fecha de cierre del presente Boletín Mensual. En él se muestran las proyecciones de varias instituciones (el BCE/Eurosistema, cuyos expertos elaboran proyecciones expresadas en términos de intervalos, la Comisión Europea, el FMI y la OCDE) y de expertos en previsión del sector privado (Encuesta a expertos en previsión económica, Barómetro de la Zona del Euro y Consensus Economics). Si bien el Barómetro de la Zona del Euro y las proyecciones de Consensus Economics se publican mensualmente, la frecuencia de las otras proyecciones es menor. Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE y del Eurosistema para el 2009 se publicaron en marzo, junio, septiembre y diciembre del 2008, así como en marzo del 2009 mientras que las encuestas a expertos en previsión económica estuvieron disponibles, en cada ocasión, un mes antes. La Comisión Europea publicó sus proyecciones de crecimiento para el 2009 en abril y noviembre del 2008 y una previsión intermedia en enero del 2009. Las proyecciones del FMI sobre el crecimiento del PIB en el 2009 se publicaron en abril, julio y octubre del 2008 y en enero del 2009, además de una proyección extraordinaria en noviembre del 2008. Las proyecciones de la OCDE para el 2009 se pusieron a disposición del público en junio y noviembre del 2008.

El gráfico A muestra que desde comienzos del 2008 las perspectivas de crecimiento del PIB de la zona del euro en el 2009 empezaron a revisarse a la baja en todas las proyecciones. Aunque a principios del 2008 se esperaba un crecimiento del 2% para el 2009, las proyecciones de enero y febrero del 2009 lo situaban en un intervalo comprendido entre el -1,5% y el -2%. El ritmo que adoptaron las revisiones a la baja fue relativamente moderado en el primer semestre del 2008, pero se aceleró ligeramente en octubre, y en noviembre y diciembre las tasas de crecimiento esperadas cayeron al 0% en todas las proyecciones. El momento y el alcance de todas las revisiones a la baja reflejan en parte la frecuencia de las actualizaciones y las fechas de producción y publicación de las distintas proyecciones.

Las revisiones a la baja de las perspectivas económicas para el 2009 obedecen claramente a la publicación de información cada vez más negativa sobre la situación económica. Una serie de factores podrían haber intervenido en la intensificación de las revisiones a la baja efectuadas a

Gráfico A Evolución de las proyecciones sobre el crecimiento de la zona del euro en el 2009

(tasas de variación interanual)



Fuentes: BCE, Comisión Europea, FMI, OCDE, Barómetro de la Zona del Euro y Consensus Economics.

Nota: Los datos del eje de abscisas corresponden a las fechas de publicación de las distintas estimaciones. El tiempo transcurrido entre la fecha en que se cerró la recepción de la información utilizada y la fecha real de publicación varía de una proyección a otra.

partir de octubre del 2008. Los indicadores mensuales que se utilizan en la elaboración de las perspectivas de crecimiento actual y a corto plazo se deterioraron de forma acusada a lo largo del año, sobre todo en el segundo semestre. El gráfico B muestra la evolución del índice de directores de compras para las manufacturas y los servicios, junto con las tasas de crecimiento interanuales de la producción industrial y de los nuevos pedidos. El deterioro de estos indicadores se aceleró a partir de septiembre del 2008, en torno al momento en que se intensificaron las turbulencias financieras y se produjo la quiebra de Lehman Brothers.

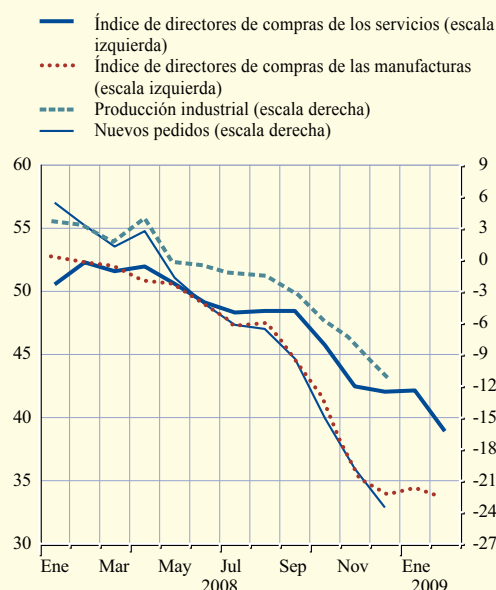
Las revisiones del crecimiento estimado para el 2009 también estuvieron relacionadas, en parte, con el negativo efecto de arrastre del empeoramiento de las perspectivas en el segundo semestre del 2008. Este efecto se define como el impacto que el patrón de crecimiento registrado a lo largo de un año tiene sobre la tasa media de crecimiento anual del año siguiente¹. Por lo tanto, los datos inesperadamente malos del último trimestre del 2008 también tuvieron un acusado efecto a la baja sobre las expectativas de crecimiento anual en el 2009. Al estimar Eurostat un crecimiento del PIB del -1,5% para el cuarto trimestre del 2008, el efecto arrastre sobre el 2009 es ahora de -1,3 puntos porcentuales. Cabe señalar aquí que si la estimación para el cuarto trimestre del 2008 hubiera sido 1 punto porcentual más alta (es decir, -0,5%, en lugar de -1,5%), el efecto arrastre en el 2009 habría sido mucho menos negativo (-0,5 puntos porcentuales, en lugar de -1,3 puntos porcentuales), lo que pone de manifiesto que el efecto arrastre es muy sensible a la publicación de información a finales de año.

En general, las pronunciadas caídas observadas en las proyecciones sobre el crecimiento del PIB de la zona del euro en el 2009 —comunes a las distintas previsiones realizadas por instituciones y expertos del sector privado— subrayan la dificultad de anticipar la evolución económica en una situación tan incierta. En particular, las fuertes caídas registradas en la cartera de pedidos, en el comercio y en la producción industrial cuando se intensificaron las turbulencias financieras no se había previsto a mediados del 2008 y, por lo tanto, contribuyeron de forma importante a las revisiones a la baja de las distintas proyecciones.

1 Véase también el recuadro 8 del Boletín Mensual de marzo del 2005.

Gráfico B Índices de directores de compras, producción industrial y nuevos pedidos

(escala izquierda: saldos; escala derecha: tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y Markit.

MERCADO DE TRABAJO

En los últimos años, los mercados de trabajo de la zona del euro habían mejorado significativamente. El empleo aumentó enormemente, la tasa de actividad se elevó y, a comienzos del 2008, el paro había caído hasta situarse en el nivel más bajo observado desde comienzos de los años ochenta. Por consiguiente, hacia finales del 2007 existían tensiones en los mercados de trabajo y las presiones salariales se agudizaron (véase sección 3). Sin embargo, más recientemente, las perspectivas del mercado de tra-

Cuadro 8 Crecimiento del empleo

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

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

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

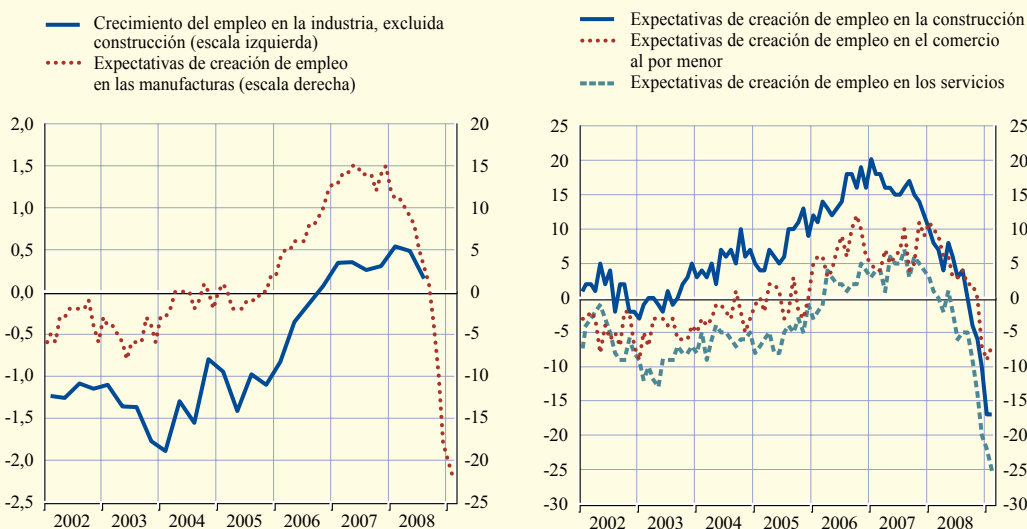
1) Incluye también educación, salud y otros servicios.

bajo se han deteriorado significativamente. La tasa de desempleo se ha incrementado desde el inicio del 2008 y el crecimiento del empleo se ha moderado. Las encuestas sobre las expectativas de creación de empleo apuntan a unas perspectivas para el mercado de trabajo menos halagüeñas. Al caer la demanda de trabajo con más rapidez que la oferta disponible, se espera que en los próximos meses disminuyan las tensiones existentes en el mercado de trabajo.

El empleo apenas experimentó variaciones en el tercer trimestre del 2008, tras el modesto crecimiento observado en el primer semestre del año (véase cuadro 8). Como se ha comentado en Boletines Men-

Gráfico 50 Crecimiento del empleo y expectativas de creación de empleo

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



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

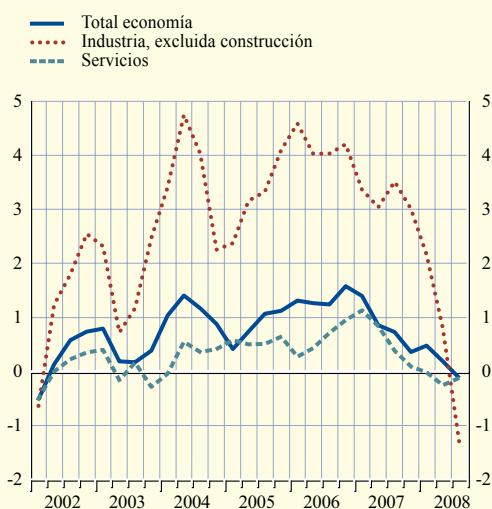
Notas: Los saldos netos están ajustados a la media. Los datos se refieren a la zona del euro, incluida Eslovaquia.

suales anteriores, los cambios en el empleo suelen ir a la zaga de las variaciones registradas en la actividad. Dado que para las empresas es caro despedir y volver a contratar empleados, inicialmente podrían optar por esperar y evaluar el curso probable de la evolución económica, antes de incurrir en los gastos derivados de efectuar ajustes de plantilla. Así pues, la evolución de la demanda de trabajo depende de cómo cambia la valoración de las empresas de las perspectivas económicas al deteriorarse la economía. A comienzos del año pasado, se esperaba que la desaceleración fuera relativamente suave en la zona del euro (véase recuadro 5). Las encuestas de opinión indicaban que las expectativas de creación de empleo seguían siendo algo más optimistas en la primera mitad del 2008 que los indicadores de producto. Algunas empresas podrían haber optado por mantener las plantillas, con una menor carga de trabajo. Este atesoramiento de trabajo es evidente en la reducción de horas trabajadas en la zona del euro y en una caída de la productividad medida como producto por empleado (véase gráfico 51). Otras empresas podrían haber decidido, en cambio, reducir inicialmente el número de empleados no sustituyendo a los que se jubilaran o recortando el número de trabajadores con contratos temporales. Según las estadísticas de la encuesta de población activa disponibles hasta el tercer trimestre del 2008, el descenso del trabajo temporal es, en gran medida, responsable de la moderación del empleo total.

Sin embargo, de cara al futuro, al contraerse el producto tan bruscamente hacia finales del 2008 y mostrar los indicadores de actividad económica un empeoramiento a comienzos del 2009, las empresas podrían estar menos predispuestas a atesorar trabajo. Las encuestas sugieren que a medida que se ha agudizado la pérdida de dinamismo y ha aumentado la posibilidad de que se registre un período prolongado de moderación de la actividad, las empresas han revisado significativamente a la baja sus intenciones de empleo. Las encuestas de opinión de la Comisión Europea de febrero del 2009 mostraron que las intenciones de empleo se situaban en niveles similares a los observados durante la recesión de comienzos de los noventa (véase gráfico 50). Por consiguiente, las perspectivas para la demanda de trabajo ha empeorado considerablemente.

Gráfico 51 Productividad del trabajo

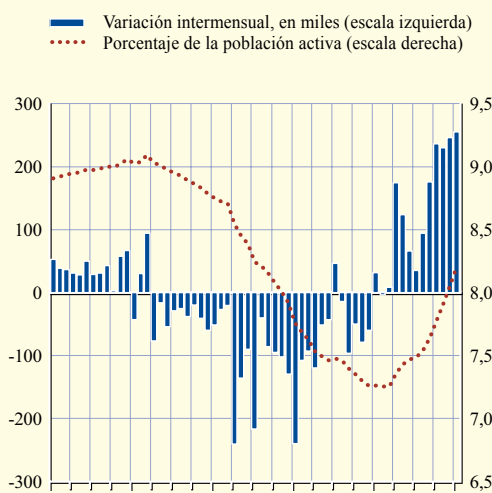
(tasas de variación interanual)



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

Gráfico 52 Desempleo

(datos mensuales desestacionalizados)



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

Las consecuencias de la moderación esperada en la demanda de trabajo dependen, en parte, de la evolución de la oferta de trabajo. Los aumentos observados en la población activa reflejan los cambios en la población en edad de trabajar y en la disposición de los individuos a pertenecer a la población activa. El crecimiento de la oferta de trabajo mantuvo relativamente su solidez en el tercer trimestre del 2008. La población en edad de trabajar aumentó de forma continuada y la tasa de actividad se incrementó.

En resumen, la combinación de una demanda de trabajo en descenso y de un crecimiento relativamente sostenido de la oferta potencial de trabajadores sugiere que han disminuido las tensiones en el mercado de trabajo. La tasa de paro en la zona del euro ha subido desde comienzo del 2008, alcanzando el 8,2% en enero del 2009, un punto porcentual por encima de la tasa registrada en enero del 2008 (véase gráfico 52). Las encuestas de opinión de la Comisión Europea de octubre también indicaban un descenso en la proporción de empresas que informaban de escasez de mano de obra como factor limitador de la producción. Al reducir las empresas su demanda de trabajo, sería de esperar que las presiones sobre el mercado de trabajo continuaran disminuyendo en los próximos trimestres.

4.3 PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

La actividad en la zona del euro se contrajo de forma pronunciada hacia finales del 2008 cuando las nuevas tensiones existentes en el sector financiero se trasladaron a la economía real. La demanda exterior se ha debilitado a medida que las economías avanzadas se han desacelerado y que los mercados emergentes se han visto cada vez más afectados por las turbulencias. La inversión empresarial también ha registrado un descenso y los planes de expansión se han frenado al haber disminuido la rentabilidad, haberse atenuado las presiones sobre la capacidad productiva y haberse endurecido las condiciones para la concesión de créditos, con la consiguiente reducción de la disponibilidad de la financiación. En este contexto, el proceso de reducción de las existencias en distintas ramas de actividad está contribuyendo, asimismo, a que se contraiga el producto. La inversión residencial también se ha moderado, al enfriarse los mercados de la vivienda en varios países de la zona del euro, y las operaciones actuales han descendido debido a las expectativas de que los precios disminuyan en el futuro. El descenso del producto ha reducido de forma acusada las presiones sobre la capacidad productiva en las empresas y han empezado a disminuir las tensiones en el mercado de trabajo. La tasa de paro ha crecido y las encuestas sobre las expectativas de creación de empleo se han moderado. Por último, debido a las caídas observadas en la riqueza financiera, al endurecimiento de las condiciones de concesión de créditos y al empeoramiento de las perspectivas laborales, se espera que el gasto de los hogares se mantenga estancado, pese a que el descenso de los precios de las materias primas está respaldando la renta real.

Después de la marcada contracción observada en el crecimiento del PIB a finales del 2008, se prevé que la debilidad de la actividad económica en la zona del euro persista en los próximos trimestres, pues los desequilibrios estructurales en algunas economías y las tensiones en los mercados financieros siguen afectando a la economía mundial y de la zona del euro. No obstante, se espera que la economía se recupere gradualmente en el 2010, como consecuencia del efecto de las significativas medidas de estímulo macroeconómico puestas en marcha, así como de las amplias medidas de política económica que se han introducido para restablecer el funcionamiento del sistema financiero, tanto dentro como fuera de la zona del euro.

Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de marzo del 2009 prevén que el crecimiento medio anual del PIB se sitúe en un intervalo comprendido entre el -3,2% y el -2,2% en el 2009, y entre el -0,7% y el 0,7% en el 2010 (véase recuadro 6). Tanto en el 2009 como en

el 2010, la tasa de crecimiento interanual del PIB se verá reducida significativamente por los negativos efectos de arrastre del año anterior. Las perspectivas económicas siguen rodeadas de incertidumbre. Los riesgos para las perspectivas económicas parecen estar ahora más equilibrados. Por una parte, puede que se observen unos efectos positivos mayores de lo esperado, también sobre la confianza, atribuibles a las importantes medidas de estímulo macroeconómico en marcha y a otras medidas de política económica adoptadas. Por otra parte, las preocupaciones existentes están relacionadas principalmente con la posibilidad de que las turbulencias de los mercados financieros tengan un mayor impacto sobre la economía real, así como con la aparición e intensificación de presiones proteccionistas y una posible evolución adversa de la economía mundial derivada de una corrección desordenada de los desequilibrios mundiales.

Recuadro 6

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

A partir de los datos disponibles hasta el 23 de febrero de 2009, los expertos del BCE han elaborado una serie de proyecciones sobre la evolución macroeconómica de la zona del euro¹. Como reflejo de las desfavorables perspectivas tanto del crecimiento mundial como de la demanda interna, se proyecta que el crecimiento medio anual del PIB real sea negativo en el 2009, situándose entre el -3,2% y el -2,2%, y que se incremente posteriormente hasta situarse en un intervalo comprendido entre el -0,7% y el 0,7% en el 2010. Se espera que la inflación se modere como consecuencia del descenso de los precios de las materias primas y de la ralentización de la actividad económica. Las proyecciones indican que la tasa media de variación del Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) se situará entre el 0,1% y el 0,7% en el 2009, y entre el 0,6% y el 1,4% en el 2010.

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

Los supuestos técnicos relativos a los tipos de interés y a los precios de las materias primas energéticas y no energéticas se basan en las expectativas de los mercados consideradas hasta el 13 de febrero de 2009². El supuesto sobre los tipos de interés a corto plazo posee un carácter puramente técnico. Los tipos de interés a corto plazo se miden por el EURIBOR a tres meses y las expectativas de los mercados se basan en los tipos de interés de los futuros. Esta metodología proporciona un nivel general medio de los tipos de interés a corto plazo del 1,8% en el 2009 y del 2,1% en el 2010. Las expectativas de los mercados referidas al rendimiento nominal de la deuda pública a diez años de la zona del euro implican un nivel medio del 4,2% en el 2009 y del 4,6% en el 2010. El escenario de

1 Las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE complementan las proyecciones macroeconómicas del Eurosistema que elaboran conjuntamente los expertos del BCE y los de los bancos centrales nacionales de la zona del euro con periodicidad semestral. Los procedimientos y técnicas utilizados son coherentes con los de las proyecciones del Eurosistema, descritos en la publicación titulada «A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises» (BCE, junio del 2001), que puede consultarse en la dirección del BCE en Internet. Con objeto de expresar el grado de incertidumbre que rodea a las proyecciones, se presentan intervalos que corresponden, para cada variable y cada horizonte, a un intervalo de probabilidad del 75% basado en un modelo. Esta nueva técnica se explica en la publicación titulada «New procedure for constructing ECB staff projection ranges» (BCE, septiembre del 2008), que puede consultarse en la dirección del BCE en Internet.

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

referencia de las proyecciones tiene en cuenta las actuales condiciones de financiación más restrictivas, aunque también incluye el supuesto de que, durante el período considerado en las mismas, los diferenciales de los préstamos bancarios respecto de los tipos de interés mencionados con anterioridad disminuyan ligeramente. Del mismo modo, conforme a los supuestos, las restrictivas condiciones crediticias actuales se suavizarán de forma gradual durante el horizonte temporal contemplado. En cuanto a las materias primas, sobre la base de la trayectoria implícita en los mercados de futuros en las dos semanas previas a la fecha de cierre de los datos, se estima que los precios del petróleo se situarán, en promedio, en 49,3 dólares estadounidenses por barril en el 2009 y en 57,4 en el 2010. Se considera que los precios internacionales de los alimentos, en dólares estadounidenses, se reducirán un 11,8% en el 2009, y aumentarán un 4,9% en el 2010. Los precios de las restantes materias primas (no energéticas y no alimentarias), en dólares estadounidenses, disminuirán de forma significativa previsiblemente un 29,8% en el 2009, y se incrementarán un 6% en el 2010.

Se parte del supuesto técnico de que, durante el período abarcado por las proyecciones, los tipos de cambio bilaterales permanecerán estables en los niveles medios registrados en las dos semanas previas a la fecha de cierre de los datos, lo que implica que el tipo de cambio entre el euro y el dólar estadounidense se situará en 1,29 tanto en el 2009 como en el 2010 y que, en promedio, el tipo de cambio efectivo del euro será en el 2009 un 2,4% inferior a la media del 2008 y en el 2010 un 0,1% inferior a la media del 2009.

Los supuestos relativos a la política fiscal se basan en los planes presupuestarios nacionales de cada uno de los países pertenecientes a la zona del euro a fecha de 13 de febrero de 2009, e incluyen todas las medidas que ya han sido aprobadas por los Parlamentos o que han sido concretadas por los Gobiernos y probablemente se aprueben tras su tramitación legislativa. En particular, se han tenido en cuenta las medidas de estímulo fiscal que se han acordado en varios países.

Supuestos relativos al entorno internacional

Las perspectivas económicas mundiales se han deteriorado considerablemente en el último trimestre del 2008, en un contexto de rápida amplificación de la espiral de reacciones adversas entre la crisis financiera y la actividad económica real en las economías avanzadas y un aumento de los efectos de contagio a los mercados emergentes, particularmente a través del desplome del comercio mundial. Se proyecta que la economía mundial se vea inmersa de forma simultánea en la fase descendente del ciclo más grave registrada en muchas décadas. El crecimiento anual del PIB real fuera de la zona del euro se reducirá desde el 3,6% del 2008 hasta el 0,2% en el 2009, y se estima que repuntará moderadamente hasta el 2,5% en el 2010, a medida que las políticas expansivas adoptadas se vayan consolidando en todo el mundo. Se espera que los principales socios comerciales de la zona del euro se vean especialmente afectados por la ralentización de la actividad mundial. En consecuencia, el crecimiento de los mercados de exportación de la zona del euro, que se situó en el 4,1% en el 2008, sería negativo en el 2009, situándose en un -5,3%, y se recuperaría hasta el 1,9% en el 2010.

Proyecciones relativas al crecimiento del PIB real

El crecimiento del PIB real de la zona del euro viene registrando tasas negativas desde el segundo trimestre del 2008, con un descenso intertrimestral del PIB del 1,5% en el último trimestre de ese año. En consonancia con los indicadores económicos a corto plazo y con los resultados de las en-

cuestas más recientes, es previsible que el crecimiento del PIB siga reduciéndose en el 2009, aunque en menor medida que a finales del 2008. Esta reducción refleja una caída de las exportaciones unida a la disminución de la demanda interna. Las perspectivas de inversión se ven especialmente afectadas por el debilitamiento de la actividad mundial y el elevado grado de incertidumbre. De acuerdo con las proyecciones, la inversión residencial, en particular, se reducirá, como reflejo además de la actual corrección de los mercados de la vivienda en algunos países de la zona del euro. Asimismo, el consumo privado se moderará como consecuencia del deterioro de los mercados de trabajo y del bajo nivel de confianza. Se espera que la adversa evolución reciente —el debilitamiento del comercio mundial, el deterioro de la confianza y el endurecimiento de las condiciones de financiación— revierta sólo gradualmente a lo largo del horizonte temporal contemplado. No obstante, se proyecta una recuperación en el 2010, como resultado de los amplios planes de estímulo macroeconómico de la zona del euro y del resto del mundo, y como reflejo de las medidas adoptadas para facilitar el funcionamiento del sistema financiero. La recuperación estaría impulsada por las exportaciones, la previsible normalización gradual de los mercados financieros y la estabilización de los mercados de la vivienda. En conjunto, tras registrar un crecimiento de 0,8% en el 2008, se espera que el PIB real se reduzca entre un 2,2% y un 3,2% en el 2009, y que registre tasas de variación entre el -0,7% y el 0,7% en el 2010.

Cuadro A Proyecciones macroeconómicas para la zona del euro

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

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

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

2) Los datos relativos al PIB incluyen a los 16 países de la zona del euro. En el intervalo proyectado para el IAPC correspondiente al 2009 se incluye a Eslovaquia como parte integrante de la zona del euro. Las tasas medias de variación anual para el 2009 se basan en una composición de la zona del euro que incluye a Eslovaquia ya en el 2008.

Como resultado del descenso de los precios de las materias primas y de los efectos de base causados por anteriores variaciones de los precios de las mismas, y del creciente reflejo del deterioro de las perspectivas económicas, la tasa de inflación interanual medida por el IAPC se reducirá previsiblemente hasta situarse en un intervalo comprendido entre el 0,1% y el 0,7% en el 2009, frente al 3,3% registrado en el 2008, y entre el 0,6% y el 1,4% en el 2010. Conforme a los supuestos, las desfavorables perspectivas económicas de la zona del euro mantendrán contenidas las presiones sobre los precios internos durante todo el período temporal considerado. En particular, la remuneración por asalariado, que registró un fuerte aumento en el 2008, experimentaría una desaceleración significativa, con un crecimiento de los salarios menor tanto en el sector público como privado, a medida que los mercados de trabajo se deterioren y disminuya la inflación. Se proyecta que la reducción de los márgenes de beneficios modere adicionalmente la inflación. Por último, se espera que el descenso de la inflación mundial contribuya a contener los precios de importación.

Comparación con las proyecciones de diciembre del 2008

En comparación con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema publicadas en el Boletín Mensual de diciembre del 2008, los intervalos proyectados para el crecimiento del PIB real se han ajustado significativamente a la baja tanto para el 2009 como para el 2010, como reflejo del debilitamiento de la actividad económica mundial, de la disminución de los precios de los activos y del deterioro de la confianza.

Los intervalos proyectados para la tasa de variación anual del IAPC en el 2009 y el 2010 son considerablemente inferiores a los indicados en diciembre del 2008, reflejando en gran medida las revisiones a la baja de los precios de la energía y de los alimentos, además de la incidencia del debilitamiento de la actividad sobre los salarios y los precios.

Cuadro B Comparación con las proyecciones de diciembre del 2008

(tasas medias de variación anuales)

	2008	2009	2010
PIB real - Diciembre 2008	0,8 - 1,2	-1,0 - 0,0	0,5 - 1,5
PIB real - Marzo 2009	0,8	-3,2 - 2,2	-0,7 - 0,7
IAPC - Diciembre 2008	3,2 - 3,4	1,1 - 1,7	1,5 - 2,1
IAPC - Marzo 2009	3,3	0,1 - 0,7	0,6 - 1,4

5 EVOLUCIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS

Las perspectivas de las finanzas públicas de la zona del euro muestran un fuerte deterioro, debido, principalmente, al empeoramiento del entorno macroeconómico, a la caída de los ingresos y a las medidas de estímulo fiscal que se han adoptado en la mayor parte de los países de la zona en respuesta a la severa desaceleración económica. Según las previsiones intermedias de la Comisión Europea de enero del 2009, se prevé que el déficit de las Administraciones Públicas de la zona del euro aumente desde el 1,7% del PIB en el 2008 hasta el 4% en el 2009, y hasta el 4,4% en el 2010. Ese año, es probable que el déficit público de diez de los 16 países que integran la zona del euro se sitúe por encima del valor de referencia del 3% del PIB. Los riesgos para las citadas perspectivas son a la baja, debido a la incierta coyuntura macroeconómica y al impacto fiscal de la crisis financiera y de las medidas de estímulo. Para mantener la confianza en la sostenibilidad de las finanzas públicas, es esencial que todas las partes interesadas apliquen íntegramente las disposiciones del Pacto de Estabilidad y Crecimiento y cumplan sus compromisos de retornar a unas finanzas públicas saneadas a la mayor brevedad posible.

EVOLUCIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS EN EL 2008

Según las previsiones intermedias de la Comisión Europea de enero del 2009, el saldo presupuestario medio de las Administraciones Públicas de la zona del euro disminuyó desde el -0,6% del PIB en el 2007 hasta el -1,7% en el 2008 (véase cuadro 9). La desaceleración de la actividad económica, el aumento del gasto primario y la reducción de los ingresos, atribuible asimismo a las medidas de estímulo fiscal, fueron la causa del incremento del déficit. Aunque Eurostat todavía debe concluir la clasificación estadística de las intervenciones realizadas por los Gobiernos con el fin de estabilizar las instituciones financieras, actualmente se estima que su impacto sobre el saldo presupuestario ha sido insignificante. La mayor parte de las intervenciones se realizaron en forma de transacciones financieras (que suelen influir en la deuda de las Administraciones Públicas, pero no en el déficit) o de pasivos contingentes en forma de garantías públicas.

Si el déficit del año 2008 se compara con los objetivos establecidos en las actualizaciones de los programas de estabilidad publicadas a finales del 2007 y principios del 2008, el saldo presupuestario medio de las Administraciones Públicas de la zona del euro se redujo en 0,8 puntos porcentuales del PIB. La disminución del saldo presupuestario fue menor si se corrige por la contribución negativa del ciclo económico y de las medidas extraordinarias y otras de carácter transitorio. El saldo estructural de la zona del euro (que no se muestra en el cuadro) se redujo en 0,8 puntos porcentuales, hasta el -2,3% del PIB, en el 2008.

Aunque el saldo presupuestario público se redujo en casi todos los países de la zona del euro en el 2008, el deterioro de la situación presupuestaria varió en los distintos países. En Irlanda, Grecia, España, Francia y Malta, el déficit público se incrementó por encima del valor de referencia del 3% del PIB en el 2008 mientras que, en el 2007, únicamente Grecia registró un déficit superior al 3% del PIB¹. En febrero del 2009, la Comisión Europea inició el procedimiento de déficit excesivo en relación con estos países, excepto Malta, cuyo exceso se considera reducido y transitorio. Sólo cuatro países de la zona —Chipre, Luxemburgo, Países Bajos y Finlandia— cumplieron su objetivo presupuestario de medio plazo en el 2008, mientras que España y Eslovenia se apartaron de sus respectivos objetivos.

La ratio media de deuda bruta de las Administraciones Públicas de la zona del euro se incrementó del 66,1% del PIB en el 2007 al 68,7% en el 2008. La ratio de deuda aumentó especialmente en los países

¹ El déficit de Grecia en el 2007 fue revisado al alza hasta el 3,5% del PIB en la notificación de Eurostat de otoño del 2008, desde el 2,8% de la notificación de primavera del 2008. Esta revisión fue resultado de una corrección de la contabilización de las subvenciones de la UE y de la mejor cobertura de los fondos extrapresupuestarios de las Administraciones Locales y de las administraciones de seguridad social.

Cuadro 9 Saldo presupuestario y deuda bruta de las Administraciones Públicas de los países de la zona del euro

Porcentaje del PIB	Saldo				Deuda			
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
Bélgica	-0,3	-0,9	-3,0	-4,3	83,9	88,3	91,2	94,0
Alemania	-0,2	-0,1	-2,9	-4,2	65,1	65,6	69,6	72,3
Irlanda	0,2	-6,3	-11,0	-13,0	24,8	40,8	54,8	68,2
Grecia	-3,5	-3,4	-3,7	-4,2	94,8	94,0	96,2	98,4
España	2,2	-3,4	-6,2	-5,7	36,2	39,8	46,9	53,0
Francia	-2,7	-3,2	-5,4	-5,0	63,9	67,1	72,4	76,0
Italia	-1,6	-2,8	-3,8	-3,7	104,1	105,7	109,3	110,3
Chipre	3,4	1,0	-0,6	-1,0	59,4	48,1	46,7	45,7
Luxemburgo	3,2	3,0	0,4	-1,4	7,0	14,4	15,0	15,1
Malta	-1,8	-3,5	-2,6	-2,5	61,9	63,3	64,0	64,2
Países Bajos	0,3	1,1	-1,4	-2,7	45,7	57,3	53,2	55,2
Austria	-0,4	-0,6	-3,0	-3,6	59,5	59,4	62,3	64,7
Portugal	-2,6	-2,2	-4,6	-4,4	63,6	64,6	68,2	71,7
Eslovenia	0,5	-0,9	-3,2	-2,8	23,4	22,1	24,8	25,8
Eslovaquia	-1,9	-2,2	-2,8	-3,6	29,4	28,6	30,0	31,9
Finlandia	5,3	4,5	2,0	0,5	35,1	32,8	34,5	36,1
Zona del euro	-0,6	-1,7	-4,0	-4,4	66,1	68,7	72,7	75,8

Fuente: Previsiones intermedias de la Comisión Europea de enero del 2009.

que registraron una acusada disminución de la actividad económica, o en los que se produjeron intervenciones importantes, en forma de inyecciones de capital, en el sector financiero. En el 2008, siete países de la zona del euro presentaban una ratio de deuda superior al 60% del PIB, una situación similar a la del 2007.

PERSPECTIVAS DE LAS FINANZAS PÚBLICAS EN EL 2009

Se prevé que la situación presupuestaria empeore en el 2009. Según las previsiones intermedias de la Comisión Europea de enero del 2009, el déficit de las Administraciones Públicas de la zona del euro aumentará desde el 1,7% del PIB en el 2008 hasta el 4% en el 2009, y hasta el 4,4% en el 2010. Este acusado deterioro de las perspectivas de las finanzas públicas es reflejo de la contracción de la actividad económica, de la reducción de los ingresos, y de los paquetes de estímulo fiscal y otras medidas discrecionales adoptados en muchos países de la zona del euro. Al valorar la composición del deterioro de las finanzas públicas se ha de tener en cuenta que el cálculo de los saldos presupuestarios ajustados de ciclo está sujeto a una incertidumbre considerable. Según las previsiones de la Comisión, aproximadamente dos terceras partes del impulso fiscal del 2,7% del PIB en el 2009 y el 2010 serían resultado de la acción de los estabilizadores automáticos, y un tercio, de las medidas discrecionales y del cambio de sentido de los ingresos extraordinarios.

El deterioro presupuestario es generalizado en todos los países de la zona del euro. Según las previsiones de la Comisión, Irlanda, Grecia, España y Francia, así como Italia, Portugal y Eslovenia, incumplirán el valor de referencia del 3% del PIB este año, y se prevé que (con la excepción de Eslovenia), el déficit se mantenga por encima de este valor en el 2010, mientras que se espera que Bélgica, Alemania, Austria y Eslovaquia lo incumplan en el 2010 (véase cuadro 9). Esto supone que, para el año 2010, es probable que el déficit público se sitúe por encima del citado valor en diez de los 16 países pertenecientes a la zona del euro.

Se prevé que la ratio media de deuda de las Administraciones Públicas en relación con el PIB de la zona del euro aumente del 68,7% en el 2008 al 75,8% en el 2010. Las previsiones de la Comisión no tienen en cuenta todas las medidas de rescate financiero adoptadas. El incremento de la ratio de deuda

podría terminar siendo incluso mayor, una vez se haya concluido la clasificación estadística de las operaciones de rescate.

No todos los países de la zona del euro han enviado la actualización de sus programas de estabilidad, y en muchos casos, las actualizaciones ya han quedado obsoletas. Aunque, en general, las actualizaciones disponibles son algo más optimistas que las previsiones de déficit y de deuda de la Comisión, prevén una tendencia similar de fuerte deterioro de las finanzas públicas.

MEDIDAS ADOPTADAS EN RESPUESTA A LA CRISIS ECONÓMICA Y FINANCIERA

En respuesta a la crisis financiera, los Gobiernos han dedicado aproximadamente el 3,5% del PIB de la zona del euro a realizar inyecciones de capital y a adoptar otras medidas para apoyar al sector financiero, que provocan un aumento de la deuda y del que hasta ahora se ha utilizado algo menos de la mitad. Además, el límite máximo anunciado en lo que respecta a las garantías de los bonos emitidos por entidades de crédito o de los préstamos entre instituciones financieras corresponde a aproximadamente el 20% del PIB, del que se ha utilizado en torno al 8%.

En respuesta a la desaceleración económica, el Consejo Europeo aprobó un Plan Europeo de Recuperación Económica en su reunión de los días 11 y 12 de diciembre de 2008. De conformidad con este plan, los Estados miembros de la UE aportarán 170 mm de euros (el 1,2% del PIB) a un impulso fiscal total de 200 mm de euros (el 1,5% del PIB), y el resto procederá del presupuesto de la UE y del Banco Europeo de Inversión. Esta acción concertada tiene por objeto fomentar la recuperación económica estimulando la demanda agregada y aumentando los esfuerzos por introducir las reformas estructurales previstas en la estrategia de Lisboa. Al mismo tiempo, el Consejo Europeo ratificó su compromiso con el Pacto de Estabilidad y Crecimiento reformado y con la sostenibilidad de las finanzas públicas. Además, se instó a los Estados miembros a que vuelvan a centrarse en sus objetivos presupuestarios de medio plazo en cuanto sea posible.

Muchos países de la zona del euro han adoptado medidas fiscales para estimular la economía. En otoño del 2008, el Gobierno alemán adoptó un paquete de medidas, principalmente por el lado de los ingresos presupuestarios, equivalente al 1,3% del PIB en el 2009 y el 2010. A principios del 2009, el Gobierno anunció un segundo paquete de medidas de estímulo fiscal, consistente en la introducción de medidas adicionales que ascenderán a aproximadamente el 2% del PIB durante los dos años citados. En Francia, a finales del 2008 se anunciaron medidas equivalentes a alrededor del 1,5% del PIB para el período 2009-2011, que incluían un aumento de la inversión pública y ayudas a pequeñas empresas y a sectores específicos. En febrero, el Gobierno francés anunció que destinaría alrededor del 4% del PIB a adoptar medidas de estímulo adicionales, incluidas medidas de apoyo al sector del automóvil. En el 2008, el Gobierno italiano adoptó medidas expansivas, centradas fundamentalmente en el gasto, equivalentes a 0,5 puntos porcentuales del PIB para los años 2009 y 2010. Se prevé que el impacto de estas medidas sobre el endeudamiento neto quede contrarrestado, en gran parte, por medidas compensatorias. En España, en el primer semestre del 2008 se adoptaron una serie de medidas por el lado de los ingresos para estimular la economía, y en noviembre se anunciaron planes adicionales de inversión pública equivalentes a más del 3% del PIB en el período 2008-2010. La mayor parte de los demás países de la zona también adoptaron importantes medidas de estímulo fiscal.

Es demasiado pronto para realizar una valoración completa de los planes de estímulo fiscal, que también debaten los Estados miembros en la supervisión multilateral anual de las políticas presupuestarias de la Unión Europea. No obstante, las actuales medidas de estímulo a gran escala conllevan algunos riesgos. Para ser eficaces, este tipo de medidas debe aplicarse en el momento oportuno, adecuadamente

orientadas y ser de carácter temporal. La eficacia de los paquetes de estímulo fiscal de los países también depende de su composición (véase recuadro 7). No todas las medidas están claramente vinculadas con la raíz de los actuales problemas económicos y no todas pueden aplicarse con rapidez. Es posible que algunas obedezcan a compromisos políticos más que a consideraciones económicas. La intervención de los Gobiernos también conlleva el riesgo de distorsionar el comportamiento de los agentes económicos y de obstaculizar una asignación eficiente de los recursos.

Recuadro 7

LA EFICACIA DE LAS DIVERSAS MEDIDAS FISCALES ADOPTADAS PARA ESTIMULAR LA ECONOMÍA

En el contexto del debate sobre la respuesta de la política fiscal a la desaceleración económica, la cuestión de la eficacia de las medidas de estímulo fiscal y la composición adecuada de los planes de estímulo fiscal destinados a incrementar la demanda agregada y estabilizar la economía ha cobrado mayor importancia últimamente. En este recuadro se examinan algunas conclusiones generales de la literatura sobre este tema.

Antes de adoptar medidas fiscales discrecionales para estimular la economía primero han de plantearse una serie de preguntas acerca de la necesidad de tales medidas y el margen de maniobra presupuestario. Esta necesidad debe valorarse, entre otros factores, junto con los mecanismos automáticos de respuesta fiscal contracíclica de los sistemas impositivos y de gasto, es decir, la acción de los estabilizadores automáticos. En la zona del euro, el margen de actuación de estos estabilizadores es relativamente amplio (según las estimaciones, del 0,49, en comparación con el 0,34 en Estados Unidos¹) y proporcionan una primera línea de defensa cuando se produce una desaceleración económica. El margen de maniobra presupuestario depende fundamentalmente de la situación fiscal de una economía (la posición presupuestaria en relación con el objetivo de medio plazo, el endeudamiento público, el volumen de pasivos contingentes y otros riesgos a largo plazo, como los costes asociados al envejecimiento de la población). Los países con una situación presupuestaria saneada y unas finanzas públicas sostenibles disponen del margen más amplio para adoptar medidas compensatorias, en caso de que sea necesario. En el caso de los Estados miembros de la UE, existe también la necesidad de asegurar el cumplimiento del marco establecido, formado por el Tratado constitutivo de la Comunidad Europea y el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, para alcanzar unas políticas fiscales sólidas.

Se ha llegado a un consenso de que, para ser eficaces, las medidas fiscales discrecionales encaminadas a estabilizar la economía deben aplicarse en el momento oportuno, estar adecuadamente orientadas y ser de carácter temporal. La experiencia sugiere que con frecuencia no se cumplen estas condiciones². Incluso cuando se van a introducir medidas discrecionales de estímulo, las cuestiones relativas a su estructura óptima siguen siendo debatibles. Pese a la elevada heterogeneidad de los resultados de la literatura empírica y la dificultad de realizar comparaciones entre diversos modelos y los supuestos en los que se basan, entre países y entre tipos de medidas fiscales, pueden extraerse algunas conclusiones generales.

1 Véase Deroose, S., M. Larch y A. Schaechter (2008), «Constricted, lame and pro-cyclical? Fiscal policy in the euro area revisited», *European Economy, Economic Papers*, n.º 353. Los estabilizadores automáticos se calculan como la variación de la ratio de saldo presupuestario en relación con el PIB con respecto a una variación relativa del PIB.

2 Véase también el recuadro titulado «Políticas fiscales discrecionales, estabilización automática e incertidumbre económica», en el Boletín Mensual de junio del 2008.

En primer lugar, en el corto plazo, es probable que un aumento del gasto público sea más eficaz para apoyar la economía que un recorte de impuestos, aunque los recortes impositivos parecen dar mejores resultados a más largo plazo.

La mayor parte de los estudios empíricos indican que, a corto plazo, los multiplicadores del gasto en el producto son más elevados que los multiplicadores de los impuestos³. Esta conclusión es acorde con la tesis de que es probable que parte del aumento de la renta disponible resultante de un recorte de los impuestos se destine al ahorro (salvo que dicho recorte esté específicamente dirigido a consumidores con restricciones de crédito), mientras que las adquisiciones de bienes y servicios por parte de las Administraciones Públicas afectan directamente a la demanda agregada y al producto.

Los multiplicadores de los impuestos suelen aumentar con el tiempo, pero la evidencia de que, a largo plazo, los recortes impositivos son más eficaces que los incrementos del gasto es heterogénea, especialmente si las modificaciones de los impuestos son de carácter temporal. No obstante, evidencia reciente del FMI⁴ procedente de un amplio panel de medidas de política fiscal ante desaceleraciones económicas sugiere que las políticas basadas en los ingresos, incluidas las temporales, han estado asociadas a un crecimiento más vigoroso en los años siguientes, e incluso a recuperaciones más rápidas (estas últimas, en particular, en las economías emergentes), debido a efectos positivos por el lado de la oferta. En general, estudios recientes⁵ encuentran más evidencia de que, a largo plazo, los multiplicadores de los impuestos pueden ser elevados, y más que los del gasto.

Aunque la mayor parte de la evidencia empírica se centra en Estados Unidos, los resultados correspondientes a la zona del euro y a economías importantes de la UE⁶ tienden a respaldar la conclusión de que es probable que las medidas de gasto público sean más eficaces que las medidas impositivas en el corto plazo, pero su eficacia desaparece a medio y largo plazo. Varios estudios⁷ establecen una respuesta de aumento del producto a medio plazo en la zona del euro ante recortes impositivos de carácter duradero.

En segundo lugar, dentro de cada categoría, existen diferencias en cuanto a la eficacia de las diversas medidas de estímulo fiscal.

Entre los componentes del gasto público, el mayor efecto a corto plazo sobre la demanda parece proceder de las adquisiciones de bienes y servicios, mientras que es probable que la inversión pública provoque un impacto más intenso a medio y a largo plazo. Generalmente, un aumento de las transferencias sociales causa rápidamente un efecto positivo si está adecuadamente orientado a los

3 Véase Hemming, R., M. Kell y S. Mahfouz (2002), «The effectiveness of fiscal policy in stimulating economic activity - A review of the literature», Working Paper WP/02/2008, FMI.

4 Fondo Monetario Internacional, Perspectivas de la Economía Mundial, capítulo 5, «La política fiscal como herramienta anticíclica», octubre 2008.

5 Véase Romer, C. y D. Romer (2007), «The macroeconomic effects of tax changes: estimates based on a new measure of fiscal shocks», mimeo, University of California, Berkeley; y Coenen, G., P. McAdam y R. Straub (2007), «Tax reform and labour-market performance in the euro area. A simulation based analysis using the New Area-Wide Model», Working Paper n.º 747, BCE.

6 Roeger, W. y J. in 't Veld (2004), «Some selected simulation experiments with the European Commission's QUEST model», Economic Modelling 21(5): 785-832; Dalsgaard, T., C. André y P. Richardson (2001), «Standard Shocks in the OECD interlink model», Working Paper n.º 306, OCDE; Al-Eyd, A. y R. Barrell (2005), «Estimating tax and benefit multipliers in Europe», Economic Modelling 22: 759-776; Hunt B. y D. Laxton (2003), «Some simulation properties of the major euro area economies in MULTIMOD», Working Paper 03/31, FMI; y Perotti, R. (2002), «Estimating the effects of fiscal policy in OECD countries», Working Paper n.º 168, BCE.

7 Véanse Coenen, G., P. McAdam y R. Straub (2007) para las simulaciones que utilizan la zona del euro, y Perotti (2002) para Alemania (1961-2000), que utiliza un modelo estructural VAR.

hogares con restricciones de crédito, pero si es de carácter persistente, tiende a ser perjudicial para el crecimiento a largo plazo porque crea distorsiones en la asignación de recursos y obstaculiza la movilidad funcional⁸. En cuanto a los componentes impositivos, un trabajo de la OCDE⁹ sugiere que la eficacia de las modificaciones de impuestos depende de la estructura impositiva existente y de la proporción de agentes con restricciones crediticias, observándose grandes diferencias entre países. En la mayor parte de los casos, la reducción de impuestos sobre la renta, especialmente del impuesto de sociedades, parece producir el impacto más fuerte sobre el producto a largo plazo.

En tercer lugar, es probable que la respuesta de una economía a diversas medidas de estímulo fiscal dependa de otros factores como su tamaño y su grado de apertura, así como de factores institucionales.

Las simulaciones realizadas por el FMI muestran que, en general, la respuesta del producto a un estímulo fiscal tiende a ser más perceptible en una economía grande que en una economía pequeña y abierta. Esto puede deberse al hecho de que, cuanto más abierta sea una economía, mayor será la proporción de la demanda adicional de consumo resultante de un estímulo fiscal que se dirige a las importaciones. Como reflejo de esta consideración, en función del tipo de medida de política fiscal, las simulaciones llegan a la conclusión de que la diferencia relativa más amplia en la respuesta del producto entre una economía grande y una pequeña y abierta se produce en caso de recortes de los impuestos sobre el consumo y aumentos de las transferencias.

Los factores institucionales también son importantes al elaborar un plan de estímulo fiscal. El modo en que las reducciones de impuestos, por ejemplo, las de los impuestos sobre las rentas del trabajo, afectan al producto depende de aspectos institucionales del mercado de trabajo, como el nivel de afiliación sindical y las características del proceso de fijación de los salarios. Otros factores, como el grado de eficacia de las instituciones públicas (la eficiencia del gasto de ministerios centrales frente a la de agencias de recaudación de impuestos, la capacidad de los organismos públicos para aplicar programas de inversión a gran escala, etc.) también influyen en la efectividad de las medidas de gasto frente a las medidas impositivas.

En conclusión, resulta difícil elaborar una lista sin ambigüedades de las características de un paquete «óptimo» de medidas de estímulo fiscal en lo que se refiere a su impacto en la economía. No obstante, aparte del requisito de que las medidas de estímulo fiscal deben «aplicarse en el momento oportuno, estar adecuadamente orientadas y ser de carácter temporal», la literatura sugiere que la estructura de un plan de estímulo fiscal debe tener en cuenta varios factores, especialmente (i) la situación presupuestaria inicial y las estructuras impositivas y de gasto existentes; (ii) la duración prevista de la desaceleración económica que pretende abordar y, en consecuencia, el posible equilibrio entre los objetivos de estabilización a corto plazo (lado de la demanda) y las medidas orientadas a incrementar el crecimiento a más largo plazo (lado de la oferta); (iii) la magnitud prevista de los multiplicadores fiscales de las diversas medidas y el tiempo necesario para que las medidas surtan efecto en la demanda y el producto; (iv) las características institucionales que facilitan su aplicación;

8 Obstfeld, M. y G. Peri (1998), «Regional non-adjustment and fiscal policy», *Economic Policy* 13(26): 207-259; Checherita, C., C. Nickel y P. Rother (2009), «The role of fiscal transfers for regional economic convergence in Europe», Working Paper n.º 1029, BCE.

9 Johansson Å., C. Heady, J. Arnold, B. Brys y L. Vartia (2008), «Tax and economic growth», OECD Economics Department Working Paper n.º 620, OCDE.

y (v) la necesidad de reducir al mínimo las distorsiones en los mecanismos de mercado. En general, sería conveniente que los países elaboren paquetes de estímulo fiscal de forma que contribuyan a estabilizar la economía y, al mismo tiempo, proporcionen bases sólidas para una recuperación, en particular aumentando la calidad de las finanzas públicas e introduciendo reformas estructurales¹⁰.

10 Véase también el recuadro titulado «Políticas estructurales en tiempos de crisis», en el Boletín Mensual de diciembre del 2008.

Aunque algunas de las medidas de estímulo dejarán de aplicarse automáticamente, la reversibilidad de muchas otras no está asegurada, y puede ser muy complicada. El aumento de los déficit y de la deuda entraña el riesgo de mermar la confianza en la sostenibilidad presupuestaria, lo que puede provocar que los hogares y las empresas reduzcan el consumo y la inversión en previsión de futuras subidas de impuestos.

El acusado aumento de los diferenciales de deuda pública con respecto a Alemania constituye una advertencia de que los mercados financieros están siguiendo muy atentamente la evolución de los riesgos fiscales potenciales (véase el gráfico B del recuadro 3 titulado «¿Cómo han afectado los planes de rescate bancario de los Gobiernos a la percepción del riesgo de crédito por parte de los inversores?»). En enero y febrero del 2009, las agencias de calificación rebajaron la calificación crediticia o las perspectivas de calificación de la deuda soberana a largo plazo de Irlanda, Grecia, España y Portugal.

CONSIDERACIONES DE POLÍTICA FISCAL

En la coyuntura actual, caracterizada por un elevado grado de incertidumbre en torno al impacto macroeconómico de la crisis económica y financiera, las políticas fiscales deben guiarse por una serie de principios y consideraciones básicos. Ante todo debe preservarse la confianza en la sostenibilidad de las finanzas públicas, especialmente en unos momentos en los que ha disminuido la confianza en el sector bancario. Un requisito previo para ello es mantener la integridad del marco presupuestario basado en normas de la UE (véase recuadro 8). En vista de los resultados presupuestarios del 2008 y de unas perspectivas preocupantes para las finanzas públicas, resulta apropiado que la Comisión Europea haya iniciado procedimientos de déficit excesivo en relación con algunos países, de conformidad con lo dispuesto en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Deberían iniciarse procedimientos en relación con otros países en caso de que se prevea un déficit excesivo en el 2009. Es indispensable establecer plazos ambiciosos para corregir los déficit excesivos y que los planes de saneamiento se basen en medidas estructurales firmes y correctamente especificadas. El retorno a una situación fiscal sólida en cuanto sea posible no sólo es necesario para mantener la confianza del público en la sostenibilidad de las finanzas públicas, sino también una condición necesaria para mantener la credibilidad del Pacto de Estabilidad y Crecimiento y del marco de supervisión fiscal de la UE.

MARCO JURÍDICO PARA LOGRAR UNAS POLÍTICAS FISCALES SÓLIDAS EN LA UEM

Las disposiciones del Tratado constitutivo de la Comunidad Europea y del Pacto de Estabilidad y Crecimiento pretenden lograr políticas fiscales sólidas —condición necesaria para un crecimiento económico sostenido— y respaldar la independencia de la política monetaria del Eurosistema, cuyo objetivo es mantener la estabilidad de precios. Por lo tanto, dichas disposiciones promueven el buen funcionamiento de la Unión Económica y Monetaria (UEM), en el que una política monetaria única coexiste con políticas fiscales nacionales¹.

El artículo 101 del Tratado prohíbe la autorización de descubiertos por el Eurosistema en favor de instituciones u organismos comunitarios, Gobiernos y otras entidades públicas, así como la adquisición directa a los mismos de instrumentos de deuda por el Eurosistema. Esta disposición pretende romper el vínculo directo entre política monetaria y política fiscal y, en particular, prohibir la financiación monetaria de los déficit públicos, que en décadas anteriores ha contribuido a un crecimiento monetario excesivo y a la inflación en algunos países. De conformidad con el artículo 21 del Protocolo sobre los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del Banco Central Europeo, el Eurosistema podría actuar como agente fiscal de las entidades públicas. Además, la prohibición mencionada no se aplica a entidades de crédito públicas, que en el contexto de la provisión de liquidez por los bancos reciben el mismo trato que las entidades de crédito privadas.

El artículo 102 del Tratado prohíbe cualquier medida que establezca un acceso privilegiado a las entidades financieras para las instituciones u organismos de la Comunidad, Gobiernos y otras entidades públicas.

De conformidad con el artículo 103 del Tratado, la Unión Europea no asumirá ni responderá de los compromisos de los Gobiernos o entidades públicas; los Estados miembros tampoco asumirán ni responderán de los compromisos de otro Estado miembro. Esta denominada «cláusula de corresponsabilidad financiera» pretende conseguir que los Estados miembros sean responsables, en última instancia, de su propio endeudamiento. Por consiguiente, los inversores deberían tener esto en cuenta al valorar los instrumentos de deuda emitidos por cada uno de los países de la zona del euro.

La regla más básica de política fiscal, recogida en el artículo 104 del Tratado y en la legislación secundaria del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, se refiere a que los Estados miembros deben evitar los déficit públicos excesivos. Como norma, un déficit público que exceda el 3% del PIB se considera excesivo en términos del Tratado y del Pacto. No obstante, se pueden permitir excepciones si el incumplimiento del valor de referencia es excepcional, reducido y transitorio². Una ratio de deuda en relación con el PIB superior al 60% se considera excesiva a menos que la ratio de deuda se esté reduciendo suficientemente y se esté aproximando al valor de referencia a un ritmo satisfactorio.

1 El Pacto de Estabilidad y Crecimiento consta, fundamentalmente, del (i) Reglamento nº 1466/97 del Consejo, modificado por el Reglamento nº 1055/2005 del Consejo, relativo al reforzamiento de la supervisión de las situaciones presupuestarias y a la supervisión y coordinación de las políticas económicas, y (ii) del Reglamento nº 1467/97 del Consejo, modificado por el Reglamento nº 1056/2005 del Consejo, relativo a la aceleración y clarificación del procedimiento de déficit excesivo.

2 Un exceso sobre el valor de referencia como consecuencia de una grave recesión económica podría considerarse excepcional en caso de un crecimiento negativo del PIB o de una pérdida acumulada de producto durante un período prolongado de crecimiento anual muy reducido del PIB en relación con su potencial. También podrían tenerse en cuenta otros factores relevantes, sobre todo relacionados con la situación presupuestaria y económica a medio plazo, el nivel de inversión pública y las contribuciones a los objetivos de la política europea. Sin embargo, para que no se considere excesivo, un incumplimiento del valor de referencia debería, en todos los casos, ser reducido y transitorio.

Cuando se estime que existe un déficit excesivo, se iniciará contra el Estado miembro en cuestión un procedimiento de déficit excesivo, que consta de una serie de pasos encaminados a lograr que se corrija el déficit excesivo a su debido tiempo.

En vista de la desfavorable situación macroeconómica actual, así como de las distintas medidas de estímulo fiscal adoptadas en los últimos meses, se prevé que un gran número de Estados miembros incumplan el valor de referencia del 3% para la ratio de déficit público. En estos casos —y, de hecho, en todos los casos— está justificada la aplicación de las disposiciones recogidas en el Tratado y en el Pacto. Resulta importante examinar más estrechamente las políticas fiscales de los Estados miembros con déficit excesivos y su pronta corrección para tranquilizar a los inversores y al público en general y confirmar el compromiso de los Gobiernos de retornar a situaciones presupuestarias saneadas tan pronto como sea posible, con el fin de conseguir unas finanzas públicas sostenibles. Así pues, a la luz de los importantes compromisos financieros adicionales asumidos recientemente por los Gobiernos en respuesta a la actual crisis, es aún más necesario comprometerse firmemente con el marco jurídico existente.

En segundo lugar, al valorar los planes de estímulo fiscal se han de tener en cuenta una serie de consideraciones. El margen de actuación de los estabilizadores automáticos fiscales de la zona del euro es elevado y constituye una primera línea de apoyo fiscal para una economía en deterioro. Además, los Gobiernos ya han aportado grandes cantidades de dinero para apoyar al sistema bancario. Aunque la mayor parte de estos fondos no se incluyen en el cálculo de los déficit o de la deuda, causarán un impacto directo sobre ambos si, llegado el caso, se incluyen. No se dispone de margen de maniobra para adoptar nuevas medidas de estímulo fiscal ya que, en la coyuntura actual, podrían ser perjudiciales para la confianza económica.

En tercer lugar, las medidas de estímulo adoptadas serán más eficaces si se aplican en el momento oportuno, están adecuadamente orientadas y son de carácter temporal. El estímulo fiscal debe eliminarse totalmente en cuanto comience la recuperación, por lo que las medidas deben ser transitorias o compensarse con un compromiso creíble de introducción de medidas correctoras permanentes. En los países en los que, actualmente, los mercados financieros están siendo sometidos a fuertes presiones, el compromiso con el saneamiento presupuestario debe ser más ambicioso y tener en cuenta la necesidad de reducir la exposición a los riesgos fiscales.

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

6.1 TIPOS DE CAMBIO

Los mercados de divisas han registrado notables oscilaciones en los tres últimos meses en un clima de volatilidad implícita considerable, pero, en general, decreciente. Tras un período de presiones a la baja, que se inició hacia finales de julio del 2008, el euro registró una acusada apreciación, en términos nominales efectivos, que, prácticamente, se redujo a la mitad en los dos primeros meses del 2009.

TIPO DE CAMBIO EFECTIVO DEL EURO

Los mercados de divisas han seguido registrando considerables oscilaciones en los tres últimos meses en un clima de volatilidad implícita considerable, pero, en general, decreciente (véase una evaluación a más largo plazo de este fenómeno en el recuadro titulado «Reciente y excepcional aumento de la volatilidad de los tipos de cambio» del Boletín Mensual de febrero del 2009). En términos efectivos nominales, el euro se vio sometido

a presiones sostenidas a la baja desde finales de julio del pasado año, proceso que cobró impulso en septiembre y octubre con la intensificación de la crisis financiera. Tras un acusado repunte en diciembre, el euro volvió a debilitarse en los dos primeros meses del 2009, perdiendo casi la mitad del terreno ganado (véase gráfico 53). El 4 de marzo, el tipo de cambio efectivo nominal del euro —medido frente a las monedas de 21 socios comerciales importantes de la zona del euro— se situaba un 3,4% por encima del nivel observado a finales de noviembre del 2008, pero un 4,9% por debajo del registrado a mediados de julio. El fortalecimiento del euro en los tres últimos meses tuvo su origen, principalmente, en una apreciación generali-

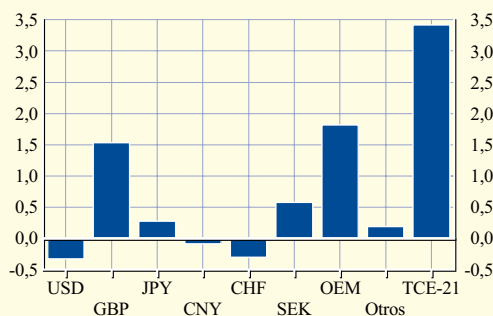
Gráfico 53 Tipo de cambio efectivo del euro y sus componentes¹⁾

(datos diarios)



Contribuciones a las variaciones del TCE²⁾

Del 28 de noviembre de 2008 al 4 de marzo de 2009
(en puntos porcentuales)



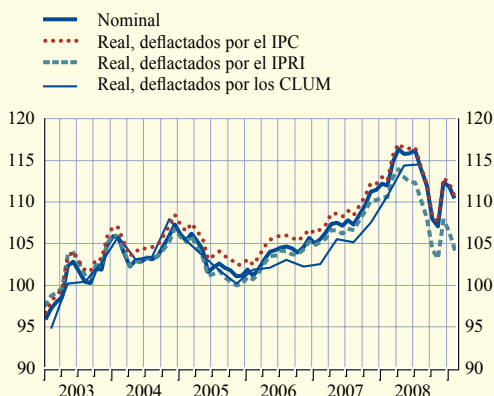
Fuente: BCE.

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

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

Gráfico 54 Tipos de cambio efectivos nominal y real del euro¹⁾

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



Fuente: BCE.

1) Un aumento de los índices de los TCE-21 supone una apreciación del euro. Las observaciones mensuales más recientes corresponden a febrero del 2009. En el caso de los TCE-21 reales basados en los CLUM, la última observación, basada en parte en estimaciones, corresponde al tercer trimestre del 2008.

zada frente a otras monedas europeas. El movimiento alcista del euro fue especialmente considerable frente a las monedas de algunos de los Estados miembros más recientes de la UE pero, en cifras ponderadas por el comercio, la apreciación también fue relativamente fuerte frente a la libra esterlina y la corona sueca. La principal excepción a esta tendencia fue el franco suizo, al que pareció beneficiar el clima de fuerte aversión al riesgo. Entre finales de noviembre del 2008 y el 4 de marzo del 2009, el euro se apreció, en general, frente al yen japonés y la libra esterlina, y se depreció ligeramente frente al dólar estadounidense (véase gráfico 53). Por lo que respecta a los indicadores de competitividad internacional en términos de precios y costes de la zona del euro, basados en la evolución de los deflatores de los precios de consumo e industriales, en febrero del 2009, el tipo de cambio efectivo real del euro se situó, en promedio, alrededor de un 3,5% por debajo de la media del 2008 (véase gráfico 54).

DÓLAR ESTADOUNIDENSE/EURO

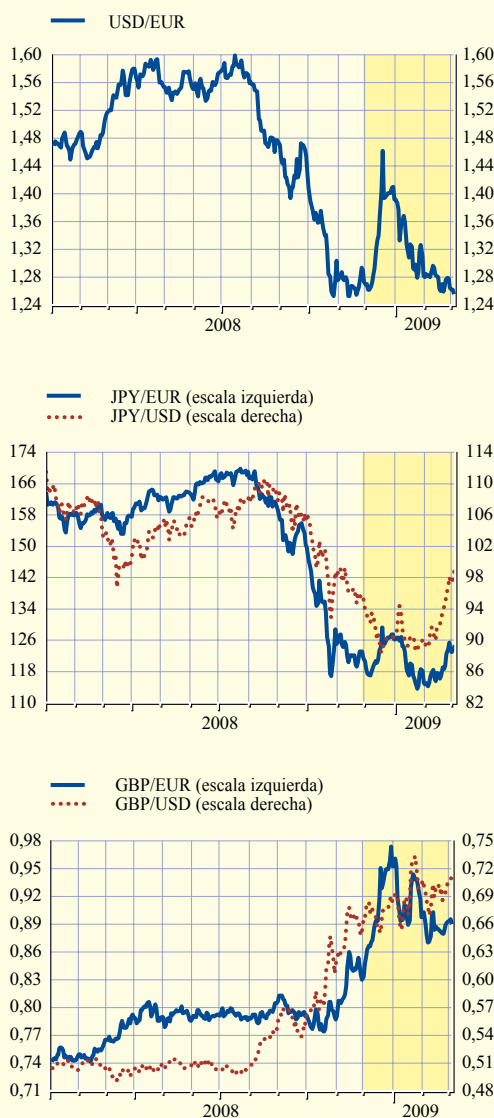
Tras experimentar una acusada depreciación frente al dólar estadounidense, desde alrededor de 1,60 dólares en julio del 2008 hasta niveles de 1,25 y 1,30 dólares en noviembre, el euro repuntó con fuerza en diciembre en el contexto de una nueva relajación de la política monetaria en Estados Unidos y de desaparición de los factores técnicos que respaldaban la demanda de la moneda estadounidense. Sin embargo, el terreno ganado se perdió en los dos primeros meses del 2009 y principios de marzo por diversas razones: los participantes en los mercados podrían haber comenzado a descontar las repercusiones sobre el crecimiento económico de Estados Unidos de la batería de medidas fiscales previstas, mientras que los datos publicados sobre la inflación y la actividad económica en la zona del euro —que fueron menos favorables de lo esperado— podrían haberles llevado a reconsiderar las perspectivas económicas de la zona. El 4 de marzo de 2009, el euro cotizaba a 1,26 dólares, es decir, un 1,4% por debajo del nivel de finales de noviembre del 2008 y alrededor de un 15% por debajo de la media de ese año (véase gráfico 55).

YEN JAPONÉS/EURO

En el segundo semestre del 2008, la cotización del euro frente al yen japonés atravesó un período de debilidad, bajando de unos 170 yenes por euro a unos 120 a finales de noviembre. La fortaleza generalizada de la moneda japonesa parece guardar relación con el aumento, hasta máximos históricos, de la volatilidad implícita del tipo de cambio de varios pares de monedas importantes. Ello ha reducido el atractivo del yen como moneda de financiación de las posiciones de *carry trade* y ha estimulado el proceso

Gráfico 55 Evolución de los tipos de cambio

(datos diarios)



Fuente: BCE.

Nota: La zona sombreada corresponde al período comprendido entre el 28 de noviembre de 2008 y el 4 de marzo de 2009.

de desapalancamiento de las posiciones cortas abiertas en divisas frente a la moneda japonesa. La pronunciada convergencia de los tipos de interés nominales a corto plazo a escala mundial también ha contribuido a reducir el atractivo de las actividades de *carry trade* entre los principales pares de monedas. Tras repuntar frente al yen en diciembre, al mejorar el clima de los mercados respecto al euro, éste volvió a depreciarse en enero y principios de febrero del 2009. Sin embargo, a partir de mediados de febrero el yen comenzó a debilitarse de nuevo, debido, posiblemente, a que las cifras del PIB japonés correspondientes al cuarto trimestre del 2008 fueron menos favorables de lo que los participantes en los mercados habían esperado. El 4 de marzo de 2009, el euro cotizaba a 124,7 yenes, es decir, un 2,6% por encima del nivel de finales de noviembre del 2008 (véase gráfico 55) y alrededor de un 18% por debajo de la media ese año.

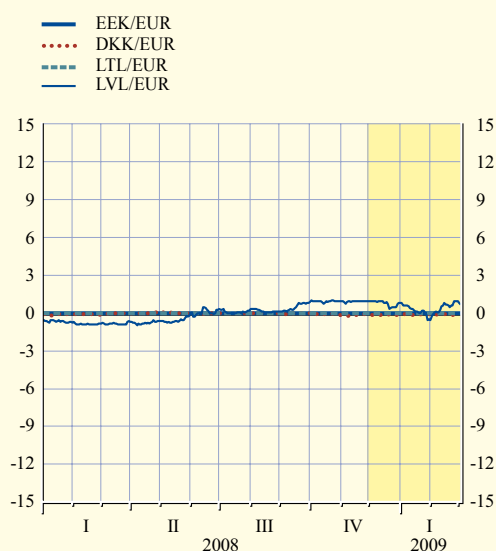
MONEDAS DE LOS ESTADOS MIEMBROS DE LA UE

En los tres últimos meses, la mayoría de las monedas que participan en el MTC II se han mantenido estables y han seguido cotizando, frente al euro, al tipo de cambio correspondiente a las respectivas paridades centrales o en torno a dichas paridades (véase gráfico 56). Desde finales de noviembre del 2008, el lats letón ha cotizado, principalmente, en la zona débil de su banda de fluctuación, con la excepción de un breve período en enero. El 4 de marzo, el lats cotizaba un 0,7% por debajo de su paridad central.

El euro ha atravesado un período de fuerte volatilidad frente a las monedas de otros Estados miembros de la UE que no participan en el MTC II. Su acusado fortalecimiento en noviembre del 2008 frente a la libra esterlina cobró impulso en diciembre, alcanzando, el 28 de diciembre, el nivel más alto registrado desde su introducción: 0,98 libras. Los principales factores determinantes de esta apreciación parecer haber sido la significativa relajación de la política monetaria por parte del Comité de Política Monetaria del Banco de Inglaterra desde el mes de noviembre, el deterioro de las perspectivas de crecimiento económico en el Reino Unido y las repetidas señales de debilidad del sector bancario británico. En los dos primeros meses del 2009, el tipo de cambio del euro frente a la libra registró fluctuaciones relativamente amplias. La inicial recuperación parcial de la libra fue consecuencia de una mejora del clima de los mercados, habida cuenta de la debilidad de la moneda en relación con las medias históricas. Sin embargo, este movimiento alcista no se sostuvo tras la publicación de datos económicos que indicaban otra fuerte caída de los precios de la vivienda en el Reino Unido y nuevas pérdidas en el sector bancario. El 4 de marzo de 2009, el euro cotizaba frente a la libra un 7,3% por encima del nivel observado a finales de noviembre del 2008. Durante el mismo período, el euro se apreció de forma particularmente acusada (un 25%) frente al zloty polaco, pero también frente a varias otras monedas de Europa central y oriental al reevaluar los participantes en los mercados el impacto de las turbulencias financieras mundiales en estos países. En este período, el euro también se apreció casi un 12% frente a la corona sueca, como resultado, en particular, del elevado riesgo de la economía sueca por el deterioro de las perspectivas económicas en los países de Europa central y oriental.

Gráfico 56 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 $\pm 15\%$.

OTRAS MONEDAS

Tras un período prolongado de debilidad, que se intensificó en septiembre y octubre del 2008, el euro repuntó de forma transitoria frente al franco suizo entre comienzos de noviembre y mediados de diciembre, pero durante el resto del mes perdió todo el terreno ganado anteriormente. Desde el inicio del 2009, el euro ha oscilado en torno a 1,49 francos suizos. La evolución del tipo de cambio entre las dos monedas ha guardado una estrecha elación con las rápidas fluctuaciones de la volatilidad implícita del tipo de cambio en el segundo semestre del 2008 y comienzos del 2009, ya que los cambios en la percepción del riesgo afectan al papel que, como moneda de financiación, desempeña el franco suizo en las operaciones de *carry trade*. Además, la moneda suiza podría haber servido como refugio seguro durante el período de mayor volatilidad que ha caracterizado a las turbulencias financieras. El 4 de marzo de 2009, el euro cotizaba a 1,48 francos suizos, es decir, alrededor de un 4,5% por debajo del nivel observado tres meses antes.

6.2 BALANZA DE PAGOS

En el 2008, la balanza por cuenta corriente de la zona del euro registró un déficit de 63,2 mm de euros (0,7% del PIB), frente al superávit de 36,3 mm de euros contabilizado en el 2007. Este cambio de signo tuvo, en gran medida, su origen en la transformación del superávit de la balanza de bienes en déficit (básicamente como consecuencia de la subida de los precios del petróleo), así como en una evolución similar de la balanza de rentas, y en un aumento del déficit de la balanza de transferencias corrientes. En la cuenta financiera, el agregado de inversiones directas y de cartera registró entradas netas acumuladas por importe de 128,5 mm de euros en el 2008, frente a unas entradas netas de 47,3 mm de euros en el 2007. Este aumento se debió, principalmente, a un incremento de las entradas netas de inversiones de cartera, que sobrepasó con creces el aumento de las salidas netas de inversiones directas.

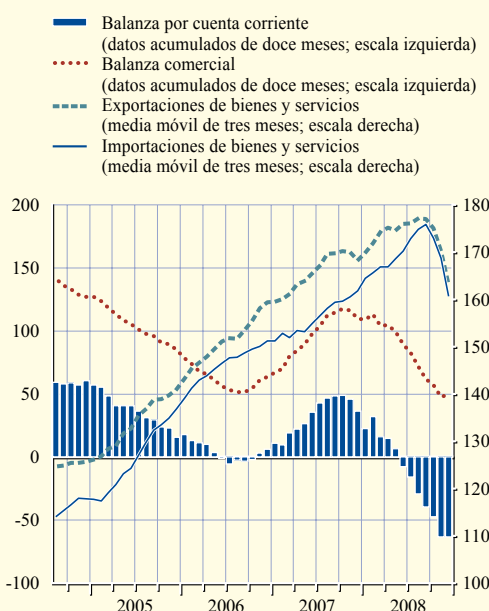
COMERCIO Y BALANZA POR CUENTA CORRIENTE

Tras los aumentos registrados a partir de mediados del 2008, el déficit de la balanza por cuenta corriente de la zona del euro se elevó a 63,2 mm de euros (en cifras desestacionalizadas y ajustadas por días laborales) en el 2008, equivalentes al 0,7% del PIB, frente al superávit de 36,3 mm de euros contabilizado en el 2007 (0,3% del PIB). 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 el 2008, la balanza de bienes registró un déficit de 0,6 mm de euros, frente a un superávit de 56,6 mm de euros en el 2007. Este cambio de signo tuvo su origen en el hecho de que las importaciones crecieron más rápidamente que las exportaciones, lo que, a su vez, se debió, en gran medida, al mayor coste de las importaciones de petróleo (véase gráfico 57).

Por lo que respecta a la evolución más reciente, en el cuarto trimestre del 2008, la tasa de crecimiento de las exportaciones y las importaciones nominales de bienes y servicios se tornó negativa, tras el

Gráfico 57 Balanza por cuenta corriente y balanza comercial de la zona del euro

(mm de euros; datos mensuales; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

Cuadro 10 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 Nov	2008 Dic	2008 Mar	2008 Jun	2008 Sep	2008 Dic	2007 Dic	2008 Dic
<i>mm de euros</i>								
Cuenta corriente	-13,9	-7,3	-2,2	-2,6	-7,2	-9,1	36,3	-63,2
Bienes	-4,4	-1,2	2,0	1,8	-2,7	-1,3	56,6	-0,6
Exportaciones	121,6	114,6	132,3	134,3	135,1	122,2	1.506,3	1.571,9
Importaciones	125,9	115,9	130,3	132,5	137,9	123,6	1.449,7	1.572,5
Servicios	3,9	3,7	5,4	3,9	3,9	3,7	53,2	50,6
Exportaciones	41,5	39,3	42,0	41,7	42,0	40,9	487,8	499,5
Importaciones	37,6	35,5	36,6	37,8	38,0	37,2	434,6	448,9
Rentas	-4,0	-2,2	-0,9	-1,3	-1,3	-2,6	11,0	-18,2
Transferencias corrientes	-9,4	-7,6	-8,7	-7,0	-7,1	-8,9	-84,6	-94,9
Cuenta financiera ¹⁾	4,6	10,7	-1,5	28,6	11,2	30,1	29,4	205,4
Total inversiones directas y de cartera netas	-2,2	1,4	-11,1	-3,5	22,2	35,2	47,3	128,5
Inversiones directas netas	-52,5	-16,6	-35,7	-16,9	-14,4	-27,7	-90,4	-283,9
Inversiones de cartera netas	50,3	18,0	24,6	13,4	36,6	62,9	137,7	412,4
Acciones y participaciones	36,0	25,2	30,2	-16,4	-13,9	22,4	15,0	66,8
Valores distintos de acciones	14,4	-7,1	-5,5	29,8	50,5	40,5	122,8	345,6
Bonos y obligaciones	21,5	-9,5	13,0	25,6	17,4	6,6	163,1	188,2
Instrumentos del mercado monetario	-7,2	2,4	-18,6	4,2	33,1	33,8	-40,3	157,4
<i>variaciones porcentuales sobre el período anterior</i>								
Bienes y servicios								
Exportaciones	-5,5	-5,6	3,6	1,0	0,6	-7,9	8,9	3,9
Importaciones	-2,2	-7,4	3,1	2,0	3,3	-8,6	6,6	7,3
Bienes								
Exportaciones	-6,9	-5,7	4,6	1,5	0,6	-9,5	8,1	4,4
Importaciones	-2,3	-8,0	4,6	1,7	4,1	-10,4	5,6	8,5
Servicios								
Exportaciones	-1,1	-5,4	0,4	-0,7	0,7	-2,5	11,1	2,4
Importaciones	-1,8	-5,5	-1,9	3,2	0,6	-2,3	10,1	3,3

Fuente: BCE.

Nota: Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo.

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

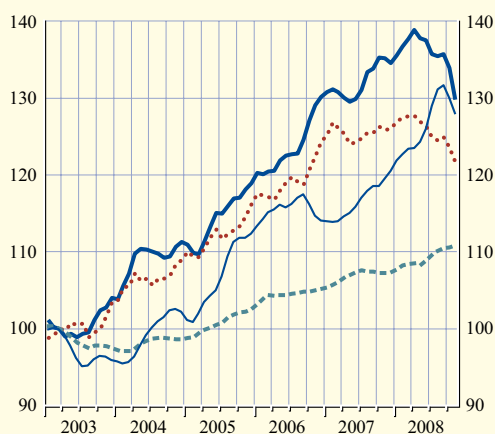
moderado aumento registrado en el tercer trimestre. Esta fuerte desaceleración se debió, principalmente, a la evolución del comercio de bienes, que registró una caída, tanto de las exportaciones como de las importaciones (9,5% y 10,4%, respectivamente) en el cuarto trimestre, tras aumentar un 0,6% y un 4,1% en el trimestre anterior (véase cuadro 10). El pronunciado descenso de las exportaciones parece atribuible, en gran medida, al debilitamiento de la demanda exterior, mientras que las importaciones se redujeron, principalmente, como resultado de la caída de los precios del petróleo y de otras materias primas y de la demanda interna. Además, el deterioro de la financiación del comercio a escala mundial podría haber afectado también, de forma negativa, a las exportaciones y a las importaciones (véase, en el recuadro 1, un análisis de la reciente y acusada contracción del comercio mundial).

La desagregación del comercio de bienes en volúmenes y precios, disponible hasta noviembre del 2008, confirma que el reciente descenso de las importaciones en términos nominales se debe a sendas caídas de las importaciones reales y de los precios de importación (véase gráfico 58). Si bien el crecimiento negativo de los precios de importación en el cuarto trimestre 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. En conjunto, el

Gráfico 58 Desagregación del comercio de bienes en volúmenes y precios

(índices: I 2003 = 100; datos desestacionalizados; media móvil de tres meses)

- Exportaciones reales
- ... Importaciones reales
- - - Precios de exportación
- Precios de importación



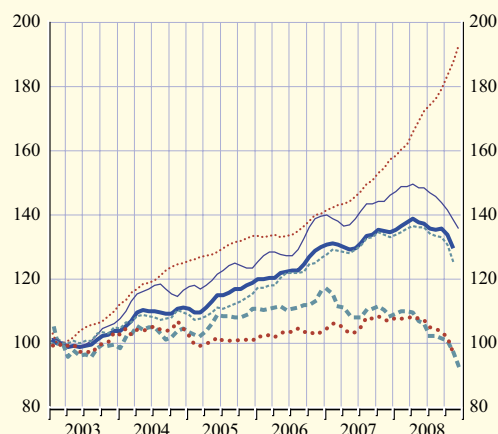
Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las observaciones más recientes para los países no pertenecientes a la zona del euro corresponden a noviembre del 2008.

Gráfico 59 Exportaciones reales de la zona del euro a algunos socios comerciales

(índices: I 2003 = 100; datos desestacionalizados; media móvil de tres meses)

- Países no pertenecientes a la zona del euro
- ... Reino Unido
- - - Estados Unidos
- Asia
- ... OPEP
- - - Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a diciembre del 2008, excepto en el caso de los países no pertenecientes a la zona del euro, los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona y Reino Unido (noviembre del 2008).

déficit del comercio de petróleo ascendió a 223,6 mm de euros en los doce meses transcurridos hasta noviembre del 2008, frente a los 166,7 mm de euros registrados en el mismo período un año antes.

Por su parte, la caída de las exportaciones en términos nominales en el último trimestre del año tuvo su origen en un descenso de las exportaciones en términos reales, como consecuencia de la desaceleración de la demanda mundial, mientras que los precios de exportación se mantuvieron bastante estables. La desagregación geográfica del comercio de bienes de la zona del euro muestra que, en los tres meses transcurridos hasta noviembre del 2008, las exportaciones reales de la zona a Estados Unidos, el Reino Unido y también Asia y los Estados miembros que se incorporaron a la Unión Europea a partir del 2004, se experimentaron una contracción en comparación con el período de tres meses anterior (véase gráfico 59). Por el contrario, el crecimiento de las exportaciones reales a los países de la OPEP siguió siendo vigoroso, debido al sólido crecimiento económico registrado en estos países y a los efectos del aumento de la renta. Por principales categorías, en los tres meses transcurridos hasta noviembre del 2008, las caídas más acusadas de las exportaciones reales se produjeron en las rúbricas de bienes intermedios, mientras que, en el caso de las importaciones reales, el descenso se produjo, sobre todo, en los bienes de capital, como consecuencia de la desaceleración generalizada de la actividad económica mundial, así como de la elevada intensidad en importaciones de los bienes de inversión.

Por lo que respecta a los otros componentes de la balanza por cuenta corriente, el superávit de la balanza de servicios se redujo ligeramente, hasta 50,6 mm de euros en el 2008, desde los 53,2 mm de euros regis-

trados en el 2007. Al mismo tiempo, la balanza de rentas sufrió una contracción de 29,2 mm de euros, pasando de un superávit de 11 mm de euros en el 2007 a un déficit de 18,2 mm de euros en el 2008, como resultado, en gran medida, de un aumento de los pagos por rentas a no residentes en la zona del euro. Al mismo tiempo, el déficit de la balanza de transferencias corrientes aumentó de 84,6 mm de euros en el 2007 a 94,9 mm de euros en el 2008.

CUENTA FINANCIERA

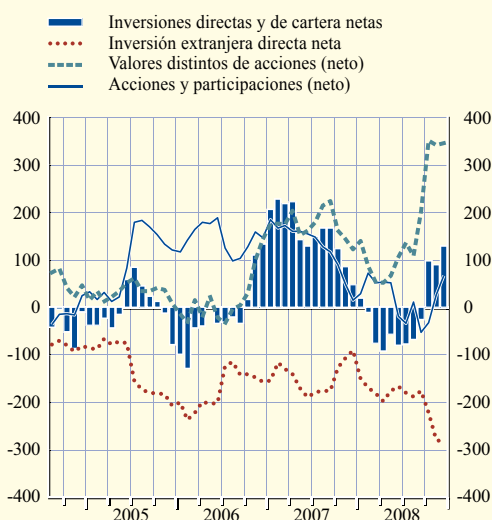
En el último trimestre del 2008, el agregado de inversiones directas y de cartera de la zona del euro registró, en promedio, entradas netas mensuales por importe de 35,2 mm de euros, cifra algo más alta que la del trimestre anterior, en el que se contabilizaron unas entradas netas de 22,2 mm de euros (véase cuadro 10). Este aumento es atribuible, principalmente, a un incremento de las entradas netas de inversiones de cartera, como consecuencia del cambio de signo (de salidas netas a entradas netas), de los flujos de acciones y partici-

paciones que se contrarrestó, en parte, con menores entradas netas de bonos y obligaciones. En comparación con el primer semestre del 2008, las entradas netas mensuales de bonos y obligaciones se redujeron, en promedio, en la segunda mitad del año, pasando de unos 19,3 mm de euros en el primer semestre a 12 mm de euros en el segundo. Al mismo tiempo, los instrumentos del mercado monetario registraron, en promedio, entradas netas mensuales de unos 33,4 mm de euros en el segundo semestre del 2008, frente a las salidas netas mensuales de 7,2 mm de euros contabilizadas en el primero. Este cambio de signo tiene, en gran medida, su origen en el repunte transitorio, en septiembre y octubre del 2008, de las entradas netas de recursos hacia este tipo de instrumentos, que alcanzaron máximos sin precedentes desde 1999. Esta evolución puede explicarse en razón de las ventas netas de instrumentos del mercado monetario extranjeros realizadas por residentes y en las compras netas de instrumentos del mercado monetario de la zona del euro por parte de inversores extranjeros, posiblemente para tratar de aumentar la liquidez en el período de turbulencias financieras asociado a la caída de Lehman Brothers.

Para el conjunto del año, el agregado de inversiones directas y de cartera registró, en el 2008, entradas netas por importe de 128,5 mm de euros, en comparación con unas entradas netas de 47,3 mm de euros en el 2007 (véase gráfico 60). Este incremento refleja un significativo aumento de las entradas netas de inversiones de cartera, de 137,7 mm de euros en el 2007 a 412,4 mm de euros en el 2008 (véase cuadro 10), como resultado de un cambio de signo de los flujos netos de instrumentos del mercado monetario (que pasaron de unas salidas netas de 40,3 mm de euros en el 2007 a unas entradas netas de 157,4 mm de euros en el 2008), que se contrarrestó, en parte, con un nuevo aumento de las salidas netas de inversiones directas (283,9 mm de euros en el 2008, frente a 90,4 mm de euros en el 2007). Las entradas netas de inversión directa extranjera en la zona del euro siguieron reduciéndose y, en el último trimestre del 2008, se situaron en los niveles más bajo observados desde 1999. Al comparar las inversiones directas de todo el año 2008 con las del año anterior, se observa una caída de las transacciones netas tanto de los inversores residentes como de los no residentes, en particular, que podría indicar, quizás, una preferencia por los mercados nacionales, probablemente como consecuencia de las turbulencias financieras y de la mayor aversión al riesgo.

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

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



Fuente: BCE.