

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

La economía mundial ha dado últimamente cada vez más señales de estabilización, lo cual es coherente con las expectativas de que la notable contracción de la actividad económica haya tocado a su fin. Al mismo tiempo, las tasas de inflación mundiales han seguido reduciéndose en los últimos meses debido a efectos de base relacionados con los precios de las materias primas y el aumento de la capacidad productiva sin utilizar. Si bien la incertidumbre sigue siendo elevada, se estima en general que los riesgos para las perspectivas de la economía mundial están prácticamente equilibrados.

I.I EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

La economía mundial ha dado últimamente cada vez más señales de estabilización, lo cual es coherente con las expectativas de que la notable contracción de la actividad económica haya tocado a su fin, especialmente en los principales mercados emergentes, así como en varias economías industrializadas. Tras una contracción en el último trimestre del 2008 y en el primer trimestre del 2009, el crecimiento económico mundial se tornó positivo en el segundo trimestre del 2009. Este cambio se ha producido, sobre todo, gracias a que las medidas adoptadas en el ámbito de las políticas monetaria y fiscal se han ido afianzando y también por las mejoras de la confianza de consumidores y empresas. El comercio mundial —tras haber registrado una caída sincronizada y sin precedentes a comienzos del año— también está mostrando algunos indicios de estabilización, aunque a niveles muy bajos. Los datos más recientes sobre comercio exterior indican que las economías emergentes de Asia, en particular, han incrementado sus importaciones provenientes del resto del mundo.

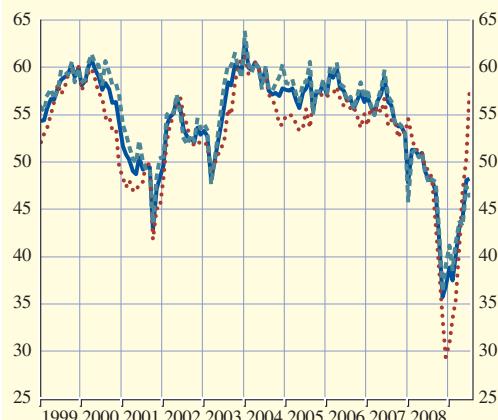
La evidencia basada en los indicadores más recientes apunta a una mayor estabilización de la actividad mundial. El índice mundial de directores de compras (PMI, en sus siglas en inglés) ha seguido aumentando en los últimos meses aproximándose al umbral que separa la expansión de la contracción (véase gráfico 1). El índice de producción PMI del sector manufacturero se situó, en agosto, por encima del umbral de 50 por tercer mes consecutivo, lo que indica una expansión de la producción de dicho sector tras un período de contracción de un año.

Al mismo tiempo, las tasas de inflación mundiales han seguido reduciéndose. En los países de la OCDE, la inflación interanual medida por el IPC continuó siendo negativa en julio, situándose en el -0,6% (véase gráfico 2). Las presiones a la baja sobre los precios reflejan el aumento de la capacidad productiva no utilizada como resultado de la contracción de la actividad económica, pero también importantes efectos de base relacionados con la evolución de los precios de las materias primas. Estos efectos de base, que tienen su origen en las subidas de dichos precios durante el pasado año registraron un máximo en julio y se revertirán en los próximos meses. Los precios del petróleo han seguido repuntando a lo largo del 2009, contrarrestando así, en cierta medida, las presiones inflacionistas a la baja. La importancia de la evolución de los precios de las materias primas para las tendencias actuales de la inflación se refleja también en la tasa de inflación

Gráfico I PMI mundial, componente de producción

(índice de difusión; datos mensuales)

- PMI producción total
- PMI producción manufacturera
- - - PMI producción servicios



Fuente: Markit.

Gráfico 2 Evolución de los precios internacionales

(datos mensuales; tasas de variación interanual)

- Precios de consumo OCDE (todos los componentes)
- Precios de consumo OCDE (todos los componentes, excl. energía y alimentos)

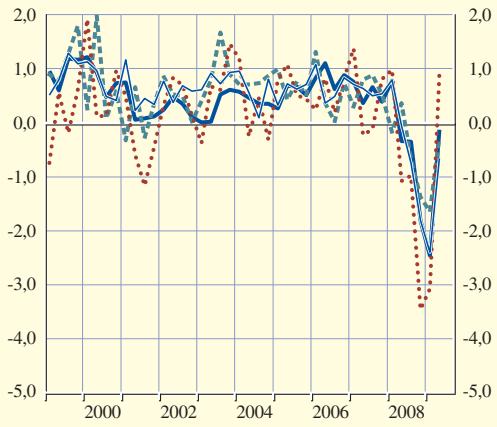


Fuente: OCDE.

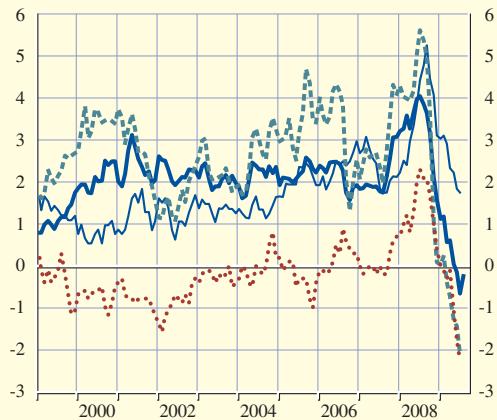
Gráfico 3 Principales indicadores de las economías más industrializadas

- Zona del euro
- Estados Unidos
- Japón
- Reino Unido

Crecimiento del producto¹⁾
(tasas de variación intertrimestral; datos trimestrales)

**Tasas de inflación²⁾**

(precios de consumo; tasas de variación interanual; datos mensuales)



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.

de la OCDE, excluidos la energía y los alimentos, que se redujo mucho menos que la tasa de inflación general en los últimos trimestres y se situó en el 1,6% en el año transcurrido hasta julio del 2009. Las expectativas de inflación siguen ancladas en territorio positivo, de lo que se deduce que las presiones desinflacionistas mundiales se consideran, en gran medida, un fenómeno transitorio.

ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos, el PIB real ha registrado tasas de crecimiento negativas de forma consecutiva desde el tercer trimestre del 2008. No obstante, el ritmo de desaceleración de la actividad económica se moderó en el segundo trimestre del 2009 y la evidencia reciente apunta a una recuperación. Si bien el PIB real se redujo a una tasa anualizada del 5,4% en el cuarto trimestre del 2008 y del 6,4% en el primer trimestre del 2009, la contracción del 1,0% observada en el segundo trimestre del 2009 fue relativamente moderada (véase gráfico 3). En el contexto de las restrictivas condiciones de concesión de créditos que todavía impiden y de un deterioro de la situación del mercado laboral, el gasto privado experimentó una nueva contracción, como consecuencia del crecimiento negativo del gasto en consumo personal y la inversión privada en capital fijo. Entre los factores que limitaron el descenso de la actividad general, cabe señalar una recuperación del gasto público y una contribución positiva del comercio exterior al crecimiento, ya que las importaciones se redujeron de forma más acusada que las exportaciones. La liquidación de existencias continuó en el segundo trimestre, aunque el lastre para el crecimiento fue menor que en el trimestre anterior.

Por lo que respecta a la evolución de los precios, la inflación interanual medida por el IPC cayó al -2,1% en julio del 2009, desde el -1,4% de junio. Los descensos de la inflación general tienen su origen, principalmente, en efectos de base derivados de los aumentos de los precios de las materias primas que se registraron el año pasado. La tasa de inflación interanual, excluidos la energía y los alimentos, se redujo hasta el 1,5% en julio, desde el 1,7% de junio, continuando así su reciente tendencia de moderado descenso.

De cara al futuro, las perspectivas de la economía estadounidense a corto plazo han mejorado ligeramente. La estabilización de la situación del mercado financiero, el efecto del estímulo monetario y fiscal y un giro en el ciclo de existencias podrían conducir a un retorno al crecimiento positivo en el segundo semestre del 2009. No obstante, la persistente debilidad de los fundamentos económicos sugiere que la recuperación puede seguir siendo lenta. El deterioro de la situación del mercado laboral y la necesidad de que los hogares reconstruyan sus ahorros y liquiden la deuda acumulada en los años anteriores probablemente presionarán a la baja sobre el consumo. Si bien la actividad en el sector de la construcción residencial parece estar comenzando a repuntar, el abundante exceso de oferta de viviendas en el mercado sugiere que las perspectivas seguirán siendo sombrías en el corto plazo. Además, es probable que continúe la desaceleración de la inversión en construcción comercial, un sector en el que la evolución suele ir a la zaga con respecto a la inversión residencial.

Por lo que respecta a la evolución de los precios, los efectos de base relacionados con los precios de las materias primas se revertirán gradualmente en los próximos meses. A medio plazo, el fuerte repunte de los precios del petróleo desde el comienzo del año podría contrarrestar las presiones a la baja sobre la inflación general derivadas de la atonía económica.

La idea de que la caída de la actividad económica está tocando fondo la corroboran los miembros del Comité de Operaciones de Mercado Abierto (FOMC, en sus siglas en inglés) de la Reserva Federal, que en el comunicado hecho público el 12 de agosto de 2009 señalan que la actividad económica se está estabilizando. En su reunión, el Comité decidió mantener sin variación, en una banda del 0% al 0,25% el objetivo establecido para el tipo de interés oficial. Además, la Reserva Federal anunció recientemente la ampliación de algunas de sus facilidades de préstamo para estimular el flujo de crédito al sector privado y decidió ralentizar las compras de valores del Tesoro, a fin de fomentar una transición fluida en los mercados.

JAPÓN

En Japón, la actividad económica comenzó a recuperarse en el segundo trimestre del 2009, tras cuatro trimestres sucesivos de crecimiento negativo. Según la primera estimación provisional de la Oficina Económica del Gobierno de Japón, el PIB real aumentó un 0,9% en tasa intertrimestral en el segundo trimestre del 2009. Este aumento refleja el crecimiento positivo de las exportaciones (un 6,3% en tasa intertrimestral), del consumo privado (un 0,8%) y de la inversión pública (un 8,1%); en el caso del consumo privado y la inversión pública, los incrementos tienen su origen, principalmente, en el estímulo fiscal. Por el contrario, la inversión privada, tanto residencial como no residencial experimentaron sendas contracciones del 9,5% y del 4,3%, respectivamente, en tasa intertrimestral. También se revisaron sensiblemente las cifras del PIB correspondientes al primer trimestre del 2009: el crecimiento intertrimestral del PIB real se revisó al alza en 0,7 puntos porcentuales, hasta el -3,1%.

La inflación medida por los precios de consumo se ha reducido en los últimos meses: la inflación general, medida por el IPC, cayó en julio hasta el -2,2% en tasa interanual, frente al -1,8% registrado en junio, como resultado del aumento de la brecha de producción y de efectos de base relacionados con los precios de la energía. La inflación interanual medida por el IPC, excluidos la energía y los alimentos,

siguió siendo negativa y se situó en un $-0,9\%$, en julio. La inflación interanual subyacente, medida por el IPC, es decir, excluidos los alimentos frescos, se redujo hasta el $-2,2\%$ en julio.

De cara al futuro, se espera que las perspectivas económicas de Japón mejoren gradualmente, como consecuencia, en parte, del impacto de las medidas de estímulo y de la mejora de las perspectivas del comercio exterior. En su reunión más reciente, celebrada el 11 de agosto, el Banco de Japón decidió mantener sin variación, en torno al $0,1\%$, el objetivo fijado para los préstamos a un día sin garantía.

REINO UNIDO

En el Reino Unido, el PIB real se ha contraído en los últimos trimestres, pero se ha moderado el ritmo de la desaceleración. El PIB real experimentó un descenso generalizado del $2,4\%$, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre del 2009. En el segundo trimestre, se redujo a un ritmo más lento ($0,7\%$ en tasa intertrimestral), como consecuencia de la contribución menos negativa de la demanda interna y de la acumulación de existencias. De cara al futuro, se prevé una nueva contracción del PIB real en el corto plazo, aunque a un ritmo moderado, en la medida en que la caída del empleo y de la riqueza inmobiliaria y financiera, y las restrictivas condiciones de concesión de créditos seguirán afectando, probablemente, al gasto en consumo. Los datos procedentes de las encuestas recientes apuntan a una posible estabilización de la actividad hacia finales del 2009.

Tras un ligero incremento a comienzos del 2009, la inflación interanual medida por el IAPC se redujo de nuevo, situándose en el $1,8\%$ en julio, y se prevé que se mantenga por debajo del objetivo del 2% en el corto plazo. Los precios de la vivienda han bajado desde el inicio de la crisis financiera a mediados del 2007. No obstante, la presión a la baja sobre el mercado de la vivienda se ha atenuado en los últimos meses. Concretamente, han aumentado las aprobaciones de hipotecas y los precios de la vivienda han subido ligeramente en tasa intermensual. Desde marzo del 2009, el Comité de Política Monetaria ha mantenido el tipo de interés oficial al que se remuneran las reservas de las entidades de crédito en el $0,5\%$. Además, el Banco de Inglaterra ha incrementado en dos etapas (el 7 de mayo y el 6 de agosto) la magnitud del programa de compras de activos en un total de 100 mm de libras esterlinas, hasta 175 mm de libras esterlinas.

OTROS PAÍSES EUROPEOS

En la mayoría de los otros países de la UE no pertenecientes a la zona del euro, el PIB real se ha contraído en los últimos trimestres. Sin embargo, el ritmo de la contracción parece haberse moderado en el segundo trimestre. En Suecia, el PIB real se mantuvo estable en el segundo trimestre del 2009, en comparación con el trimestre anterior (en cifras desestacionalizadas y ajustadas de días laborables), tras haberse contraído un $0,9\%$, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre del 2009. En Dinamarca, el producto se redujo un $1,1\%$ en el primer trimestre del 2009, en un contexto de debilidad de la demanda exterior, condiciones de financiación más restrictivas y descenso del consumo privado. De cara al futuro, los indicadores de corto plazo apuntan a una moderación del ritmo de caída también en Dinamarca. En los últimos meses, la inflación medida por el IAPC se ha reducido hasta niveles relativamente bajos en ambos países. En julio, se situaba en el $1,8\%$ en Suecia y en el $0,7\%$ en Dinamarca. El 13 y el 27 de agosto de 2009, el Danmarks Nationalbank decidió recortar su principal tipo de interés oficial, en 10 puntos básicos cada vez, hasta el $1,35\%$. El 2 de julio de 2009, el Sveriges Riksbank adoptó una medida similar reduciendo su principal tipo de interés oficial en 25 puntos básicos, hasta el $0,25\%$.

Los Estados miembros más grandes de la UE de Europa central y oriental, con la excepción de Polonia, experimentaron un notable descenso del PIB real en el primer trimestre del 2009. En tasas intertrimes-

trales, el PIB real se contrajo un 2,5% en Hungría, un 3,4% en la República Checa y un 4,6% en Rumanía en el primer trimestre del 2009. La actividad económica resistió mejor en Polonia, con una expansión del PIB del 0,3% en tasa intertrimestral, debido al hecho de que el consumo privado siguió registrando un sólido crecimiento en comparación con otros países de la región. En el segundo trimestre, las cifras de crecimiento mejoraron en todos los países. El PIB real se contrajo a un ritmo más lento en Hungría y Rumanía (2,1% y 1,2%, respectivamente) en el segundo trimestre. La mayoría de los indicadores de corto plazo (como los de producción industrial y los indicadores de confianza) apuntan a una nueva moderación de la tasa de reducción de la actividad económica en ambos países, aunque la tasa de crecimiento del crédito ha seguido cayendo de forma sostenida, incluso en los últimos meses. En la República Checa, el crecimiento del PIB real se tornó positivo en el segundo trimestre, registrándose una expansión de la economía del 0,3%, en tasa intertrimestral, según las estimaciones provisionales. Al mismo tiempo, el crecimiento del PIB real aumentó ligeramente en Polonia, hasta el 0,5%. En julio del 2009, las tasas de inflación interanual, medidas por el IAPC, se redujeron hasta el -0,1% en la República Checa y hasta el 5,0% en Rumanía. En el mismo mes la inflación repuntó de nuevo en Polonia y Hungría, situándose en el 4,5% y el 4,9%, respectivamente, como consecuencia del impacto retardado de las anteriores depreciaciones del tipo de cambio y, en Hungría, del aumento del IVA en julio. El 24 de junio de 2009, el Narodowy Bank Polski decidió recortar su principal tipo de interés oficial en 25 puntos básicos, hasta el 3,5%. El 27 de julio de 2009, el Magyar Nemzeti Bank redujo su principal tipo de interés en 100 puntos básicos, hasta el 8,5% y, el 24 de agosto, decidió recortarlo en otros 50 puntos básicos, hasta el 8,0%. El 5 de agosto de 2009, la Banca Națională României, también decidió rebajar su principal tipo de interés oficial en 50 puntos básicos, hasta el 8,5%.

Entre todos los países de la UE, los países bálticos son los que han experimentado la caída más acusada de la actividad económica en los últimos meses. Estos países acumularon grandes desequilibrios internos y externos en los últimos años. La corrección de los desequilibrios externos se ha conseguido, hasta ahora, mediante una contracción de la absorción interna. En los últimos trimestres, un fuerte incremento de la tasa de paro, hasta niveles cercanos al 15%, contribuyó al descenso del consumo. Aunque, en el segundo trimestre del 2009, el PIB real aún se contrajo a un ritmo similar al del primero (en tasa intertrimestral) en Lituania, los indicadores recientes de corto plazo sobre actividad y confianza también han mejorado en los países bálticos. Por el contrario, en Bulgaria —país que, hasta ahora, se había visto menos afectado por la crisis que otras economías más pequeñas de Europa central y oriental— algunos indicadores de corto plazo (como las ventas al por menor o la confianza industrial) todavía han seguido deteriorándose en los últimos meses.

En Rusia, la actividad económica experimentó una nueva contracción en el segundo trimestre del 2009, aunque a un ritmo más lento que en el primer trimestre. Según las estimaciones provisionales oficiales, el PIB real se redujo en ese período un 0,5% en tasa intertrimestral desestacionalizada, situándose el producto un 10,9% por debajo del nivel registrado un año antes. Una política fiscal expansiva, el aumento de los precios de las materias primas y la estabilización de la demanda externa podrían contribuir en mayor medida a una gradual recuperación de la actividad económica en el segundo semestre del 2009. Pese a la existencia de una gran brecha de producción negativa, la inflación ha seguido siendo elevada (12,0% en tasa interanual en julio). A medida que desaparezca el impacto retardado de la transmisión de la anterior devaluación del rublo ruso, se prevé que las presiones inflacionarias se atenuarán ligeramente a lo largo de este año.

ECONOMÍAS EMERGENTES DE ASIA

En las economías emergentes de Asia, la actividad económica comenzó a recuperarse en el segundo trimestre del 2009 y, en la mayoría de los países las variaciones intertrimestrales del PIB se tornaron

positivas. Las importantes medidas de estímulo fiscal y las políticas monetarias expansivas respaldaron la inversión en la región. Además, los recortes impositivos, las subvenciones públicas, los bajos tipos de interés y las tasas de inflación muy bajas o incluso negativas tuvieron un impacto positivo en la renta real disponible y en el consumo privado en muchas economías. En la mayoría de los países, salvo en China, otro factor que favoreció el repunte fue el comercio exterior, especialmente el comercio intrarregional, que comenzó a repuntar tras una fuerte caída en el cuarto trimestre del 2008 y en el primer trimestre del 2009. No obstante, el nivel de los intercambios se mantiene todavía claramente por debajo de los observados antes de la recesión económica.

En China, el crecimiento interanual del PIB se elevó hasta el 7,9% en el segundo trimestre del 2009, frente al 6,1% del primer trimestre. La rápida aplicación de las medidas fiscales estimuló el crecimiento de la inversión en capital fijo, que, en el primer semestre del 2009, contribuyó 6,2 puntos porcentuales a un crecimiento medio del PIB del 7,1%. La contribución del consumo —3,8 puntos porcentuales— sólo fue ligeramente inferior a la del 2008. Sin embargo, la contribución de la demanda exterior neta se tornó negativa, arrastrada por las importaciones que, en términos reales, ya han retrocedido hasta niveles próximos a los del verano del 2008. El principal factor determinante del crecimiento de las importaciones fue un incremento de las importaciones de materias primas asociado al rápido aumento de la inversión pública. Por su parte, las exportaciones, aunque se recuperaron, crecieron a un ritmo mucho más lento. Últimamente, la evolución de la inversión privada también ha mostrado señales positivas, debido principalmente a las perspectivas más favorables del sector inmobiliario. La política monetaria ha seguido siendo acomodaticia. El saldo de los créditos bancarios había aumentado un 30%, en tasa interanual, a finales de julio, debido, en gran medida, al hecho de que una gran proporción de la inversión pública se está financiando con préstamos bancarios y no con cargo al presupuesto central. La inflación medida por los precios de consumo siguió siendo negativa, situándose dichos precios en julio un 1,8% por debajo del nivel de hace un año.

En Corea, el PIB real se contrajo a una tasa interanual del 2,5% en el segundo trimestre del 2009, tras registrar una caída del 4,2% en el trimestre anterior. Esta evolución se debió principalmente al estímulo fiscal, que tuvo un impacto positivo tanto en la inversión en construcción como en el gasto en bienes de consumo duradero como los automóviles. La inflación medida por el IPC se moderó aún más, situándose en el 1,6% en julio, la tasa más baja observada desde mayo del 2005. En India, la actividad económica también ha comenzado a recuperarse. La tasa de crecimiento interanual del PIB se elevó hasta el 6,1% en el segundo trimestre del 2009, en comparación con el 5,8% del primer 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 ha reducido rápidamente y se ha tornado negativa desde junio del 2009. A mediados de agosto se situaba en el -1,5% en tasa interanual.

En algunas economías emergentes de Asia, el repunte ha tenido su origen, principalmente, en las medidas de estímulo fiscal. Si bien se prevé que los efectos directos de las medidas de política fiscal sobre el crecimiento del PIB se atenúen a medio plazo, la política fiscal, junto con la política monetaria y la favorable evolución de los mercados inmobiliarios, ha contribuido al aumento de la confianza en el sector privado, lo que podría haber creado las condiciones necesarias para un mayor crecimiento autosostenido en el futuro.

AMÉRICA LATINA

En América Latina, la actividad económica ha mostrado señales incipientes de recuperación en muchos países, aunque México sigue sufriendo una recesión muy profunda, agravada por el impacto de la gripe porcina. También en esta región, la inflación ha comenzado a reducirse gradualmente. En México, el

PIB real se contrajo un 10,3% en el segundo trimestre del 2009, en comparación con un año antes, tras la caída del 8% experimentada en el primer trimestre del 2009. La inflación interanual medida por los precios de consumo se redujo hasta un promedio del 5,7% en el segundo trimestre del 2009, desde el 6,2% registrado en el primer trimestre. En Argentina, según los indicadores mensuales disponibles, la producción industrial se contrajo a una tasa media interanual del 0,8% en el segundo trimestre, tras reducirse un 2,3% en el primer trimestre. Al mismo tiempo, se moderaron las presiones inflacionistas, situándose la inflación interanual medida por el IPC en un 5,5%, en promedio, en el segundo trimestre, frente al 6,6% del trimestre anterior. En Brasil, los indicadores de alta frecuencia sugieren que la actividad económica se recuperó ligeramente en el segundo trimestre; la producción industrial, por ejemplo, experimentó una contracción de alrededor del 12% en tasa interanual, tras reducirse casi un 15% en el primer trimestre del 2009.

Las tasas de inflación más bajas han permitido a algunos bancos centrales de la región aplicar una política monetaria menos restrictiva. Se espera que todo ello, unido a los positivos efectos sobre la riqueza asociados a los buenos resultados de los mercados bursátiles, estimule la confianza en la región. Además, a los exportadores de materias primas les han beneficiado la subida de los precios y el aumento de la demanda de China.

1.2 MERCADOS DE MATERIAS PRIMAS

En los tres últimos meses, los precios del petróleo aumentaron hasta unos 70 dólares estadounidenses el barril. Los precios del Brent se situaban en 70,3 dólares el 2 de septiembre, es decir un 78% por encima del nivel observado a principios del 2009 (en euros, la subida fue de alrededor del 74%). De cara al futuro, los participantes en los mercados esperan precios más altos en el medio plazo, negociándose actualmente los futuros con entrega en diciembre del 2011 en torno a 77 dólares estadounidenses.

Tras una fuerte corrección a mediados de julio, los precios del petróleo reanudaron la tendencia alcista observada desde principios del año (gráfico 4). El renovado optimismo que dominó los mercados se apoyó, en cierta medida, en la mejora de las perspectivas económicas de Asia, lo que impulsó también a la Agencia Internacional de la Energía a revisar al alza sus proyecciones de demanda de crudo para el 2009 y el 2010. Si bien el aumento de la demanda esperada en el futuro ha tenido un efecto positivo sobre los precios al contado, las existencias siguieron siendo abundantes y la demanda actual de petróleo continuó disminuyendo, aunque a un ritmo más lento.

Los precios de algunas materias primas no energéticas también aumentaron en los últimos meses. En términos agregados, el índice de precios de dichas materias (denominado en dólares estadounidenses) se situaba, a finales de agosto, aproximadamente un 20% por encima del nivel registrado a

Gráfico 4 Principales indicadores de los mercados de materias primas



Fuentes: Bloomberg y HWWI.

comienzos del año. Los precios de los metales se incrementaron respaldados por una mejora de las perspectivas macroeconómicas y las expectativas de una reposición de las existencias no sólo en China, sino también en los países de la OCDE en el segundo semestre del año. Por el contrario, los precios de las materias primas alimenticias bajaron ligeramente en términos agregados, habida cuenta de las perspectivas más favorables respecto a la oferta, en particular en lo que se refiere al trigo y al maíz. Los precios del azúcar fueron la excepción, ya que registraron fuertes subidas en un contexto de preocupación por la evolución de las cosechas en India.

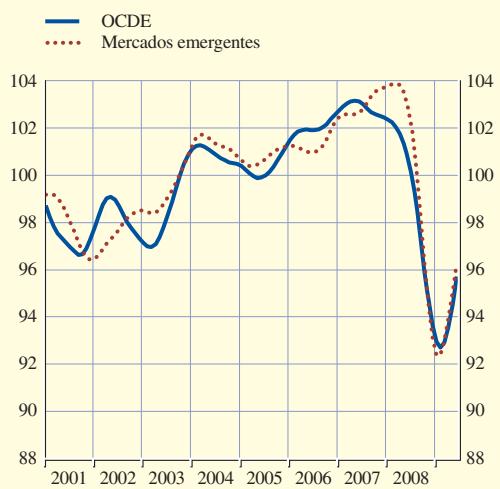
1.3 PERSPECTIVAS DEL ENTORNO EXTERIOR

Los indicadores sugieren, cada vez más, que la economía mundial está dando señales de estabilización, tras la espectacular caída de la actividad económica registrada en torno a principios del año. En junio, el indicador sintético adelantado para el grupo de países que integran la OCDE mejoró por cuarto mes consecutivo, lo cual es indicativo de una mejora tangible de la actividad económica (véase gráfico 5). A pesar de esas mejoras, el indicador se sitúa 5 puntos por debajo del nivel observado en junio del 2008. Asimismo, en las economías emergentes, los indicadores sintéticos adelantados han seguido aumentando en los últimos meses. Esta mejora de las perspectivas de la economía mundial también se observa claramente en el Índice de Clima Económico Mundial del Ifo, que aumentó por segunda vez consecutiva en el tercer trimestre del 2009. El aumento fue resultado de una mejora de las expectativas para los próximos seis meses y de una evaluación más favorable de la actual situación económica.

Aunque las perspectivas de la economía mundial siguen estando sujetas a un elevado grado de incertidumbre, se estima, en general, que los riesgos para la actividad mundial están prácticamente equilibrados. Por una parte, las medidas de política adoptadas en todo el mundo podrían restablecer la confianza y dar lugar a una recuperación mundial más sostenida. Por otra parte, si con esas medidas no se logra alcanzar un equilibrio apropiado entre estímulo económico y sostenibilidad a más largo plazo, la situación de los mercados financieros podría volver a tornarse desfavorable. Además, podrían intensificarse las presiones proteccionistas (véase el recuadro 1, titulado «Los riesgos del proteccionismo») y producirse una evolución adversa de la economía mundial como consecuencia de una nueva corrección desordenada de los desequilibrios mundiales.

Gráfico 5 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.

Recuadro I**LOS RIESGOS DEL PROTECCIONISMO**

Desde la intensificación de la crisis financiera mundial en septiembre del 2008, la acusada contracción del comercio internacional ha sido un factor clave en la propagación de la recesión económica allende las fronteras, convirtiéndola así en un fenómeno auténticamente mundial¹. Al mismo tiempo, se han intensificado en todo el mundo las presiones proteccionistas, como se ha evidenciado en las declaraciones sobre política económica y las encuestas de opinión, así como en la evolución reciente de las negociaciones comerciales multilaterales, regionales y bilaterales². Por su parte, también se ha comenzado a observar evidencia anecdótica de discriminación contra los proveedores extranjeros de bienes y servicios. Considerando todo lo anterior, se analizan, a continuación, las características recientes del proteccionismo y las repercusiones negativas sobre la competitividad, la actividad económica y el bienestar.

Calibrar el pleno alcance de las recientes iniciativas proteccionistas no resulta nada fácil. Los datos pertinentes se publican con un retraso considerable y muchos tipos de barreras no arancelarias o formas complejas de protección resultan muy difíciles de identificar y cuantificar. Con frecuencia, las estadísticas sobre el uso de protección contingente, incluidas las medidas de salvaguardia y los derechos *antidumping* y compensatorios, se utilizan como un indicador adelantado de proteccionismo en el comercio. No obstante, según la Organización Mundial del Comercio, la evidencia empírica sobre protección contingente presenta lagunas significativas, lo que hace complicado encontrar tendencias generales a partir de esos datos³.

Por consiguiente, la evaluación de tendencias proteccionistas ha de apoyarse, necesariamente, en evidencia indirecta. El análisis econométrico de la Organización Mundial del Comercio sugiere que la frecuencia con que se aplican las medidas *antidumping*, los derechos compensatorios y las salvaguardias parece guardar relación con el ciclo económico y que existe cierta evidencia estadística de un incremento, a escala mundial, de las medidas *antidumping* durante las recesiones macroeconómicas. *Global Trade Alert*, una iniciativa de seguimiento coordinada por el CEPR, ha identificado 87 nuevas medidas—propuestas o aplicadas desde noviembre del 2008 por 52 países—que discriminan a las contrapartes comerciales extranjeras. Durante el mismo período, según señala *Global Trade Alert*, sólo se han aplicado tres medidas que estimulen el comercio internacional.

Entre las medidas proteccionistas anunciadas o aplicadas recientemente, sólo unas pocas tenían por objeto elevar los aranceles. Hasta ahora, estas actuaciones no parecen haber provocado medidas de represalia a gran escala. Al parecer, la compleja red de acuerdos comerciales multilaterales, regionales y bilaterales existentes podría haberlo evitado. De hecho, la mayoría de los incrementos en los aranceles los han realizado países que están menos integrados en el sistema de comercio internacional. Además, el predominio actual de las cadenas de producción internacionales podría haber reducido la demanda, por parte de las empresas, de protección en forma de aumentos de los aranceles y medidas cuantitativas, dado que entrañarían el riesgo de distorsionar el funcionamiento de sus redes de producción internacionales⁴.

1 Véanse el recuadro 1 del Boletín Mensual de marzo del 2009, titulado «La reciente y acusada contracción del comercio mundial vista desde una perspectiva histórica» y el recuadro 10 del Boletín Mensual de junio del 2009, titulado «Contracción del comercio de la zona del euro».

2 Véase, una panorámica en el artículo del Boletín Mensual de febrero del 2009, titulado «Evaluación de las tendencias mundiales de proteccionismo».

3 Organización Mundial del Comercio (2009), «Informe sobre el comercio mundial 2009: Compromisos de política comercial y medidas de contingencia».

4 Véase Baldwin, R. y S. Evenett (2009), «The collapse of global trade, murky protectionism, and the crisis: Recommendations for the G20» en <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/3199>.

Las tendencias proteccionistas más notorias se han observado en relación con los masivos planes estatales de estímulo y de rescate, así como con las subvenciones, que, de forma recurrente, incluyen disposiciones que favorecen, de hecho, a las contrapartes nacionales en detrimento de los exportadores, los inversores y los trabajadores extranjeros. Gamberoni y Newfarmer (2009) indican que, poco después del compromiso suscrito por los líderes del G-20 el 15 de noviembre de 2008 de abstenerse de alzar nuevas barreras a la inversión o al comercio de bienes y servicios, de imponer nuevas restricciones a las exportaciones o de adoptar medidas de estímulo de las exportaciones incompatibles con las obligaciones asumidas en el contexto de la Organización Mundial del Comercio, 17 de esos 20 países han anunciado, de hecho, medidas proteccionistas⁵. Por consiguiente, según informa *Global Trade Alert*, desde noviembre del 2008 se han adoptado 67 nuevas restricciones al margen de los aranceles y las cuotas.

Las consecuencias de un aumento del proteccionismo pueden ser graves. En primer lugar, dicho aumento genera una amplia gama de distorsiones en los mercados, que entrañan costes sustanciales a medio y largo plazo, especialmente para los países que aplican las medidas. Las subvenciones a las industrias nacionales —incluidas las ayudas estatales directas, las garantías y los rescates financieros— deprimen artificialmente los costes de las empresas locales, mientras que los aranceles o las medidas *antidumping* y compensatorias incrementan artificialmente el coste de los bienes y servicios importados. Las simulaciones basadas en el modelo utilizado por Ottaviano, Taglioni y di Mauro (2009)⁶, indican que esas medidas sólo salvaguardan la capacidad productiva interna en el corto plazo, pero impiden una eficiente reasignación de los recursos, lo que conlleva costes a más largo plazo en términos de eficiencia de producción y competitividad internacional. El marco mencionado indica además, que el proteccionismo reduce el bienestar en la medida en que la variedad de productos en el mercado interno es menor y refuerza el poder de mercado de las empresas a expensas de los consumidores. Las simulaciones del impacto de un aumento del proteccionismo sobre la competitividad indican que a todos los países les perjudicarían estas iniciativas, pero que las pérdidas esperadas serían mayores para los países que implantaran las medidas, especialmente si se trata de economías relativamente pequeñas, abiertas o especializadas en sectores expuestos a una fuerte competencia internacional. Además, una simulación diferente basada en la versión multipaís del Nuevo modelo general para el conjunto de la zona del euro (NAWM)⁷ indica que, si los países aplicaran medidas proteccionistas sistemáticamente, el impacto sobre el bienestar a escala mundial y sobre el proceso de recuperación sería considerable. Un incremento unilateral de los aranceles de importación de cinco puntos porcentuales en una economía grande podría reducir el crecimiento del PIB mundial hasta un punto porcentual durante cuatro años, y el efecto adverso se amplificaría si todos los países impusieran al mismo tiempo restricciones arancelarias.

En conclusión, no debe descartarse el riesgo de que, tras la crisis financiera, resurja el proteccionismo. Una recuperación mundial lenta, sumada al aumento del desempleo, podría, cada vez más, tentar temporalmente a los gobiernos a adoptar medidas de política comercial restrictivas, que podrían dar lugar, como represalia, a una espiral de restricciones y tensiones comerciales incluso más agresivas. Una reaparición del proteccionismo comercial no sólo obstaculizaría significativamente el proceso de recuperación mundial frenando aún más los intercambios comerciales y la demanda mundial, sino que además reduciría el potencial de crecimiento mundial a largo plazo. Habida cuenta de las perturbadoras consecuencias que tendrían para la economía mundial, es necesario evitar cualquier tendencia proteccionista.

5 Véase Gamberoni, E. y R. Newfarmer (2009), «Trade Protection: Incipient but Worrisome Trends», 2 de marzo de 2009 en <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/3183>.

6 Véase Ottaviano, G., D. Taglioni y F. di Mauro (2009), «The Euro and the Competitiveness of European firms», Economic Policy, enero del 2009, Vol. 57, pp. 5-53.

7 Véase Jacquinot y Straub (2008), «Globalisation and the Euro Area: Simulation Based Analysis Using the New Area-Wide Model», documento de trabajo n.º 907 del BCE.

2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

2.1 DINERO Y CRÉDITO DE LAS IFM

Los datos monetarios del segundo trimestre y de julio del 2009 confirman que continuó el descenso de las tasas de crecimiento interanual de M3 y de los préstamos al sector privado. Esta evolución paralela apunta a una desaceleración del crecimiento monetario subyacente y a bajas presiones inflacionistas a medio plazo. La disminución de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado siguió estando impulsada, principalmente, por la caída del crédito a las sociedades no financieras, mientras que la reducción de los flujos de préstamos a hogares mostró algunos signos de estabilización. Los flujos de préstamos al sector privado no financiero continuaron siendo moderados y reflejaron, en gran medida, el bajo nivel de actividad económica y la persistente incertidumbre en torno las perspectivas económicas y del mercado de la vivienda. El ajuste a la baja de las principales tenencias de activos de las IFM se detuvo hacia finales del segundo trimestre, antes de reanudarse en julio, y volvió a materializarse, fundamentalmente, mediante la reducción de los activos exteriores.

EL AGREGADO MONETARIO AMPLIO M3

La tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio M3 volvió a reducirse en julio del 2009 y se situó en el 3%, frente al 4,3% y el 6% del segundo y primer trimestres del 2009, respectivamente (véase gráfico 6). La evolución a corto plazo —medida, por ejemplo, por las tasas de crecimiento de tres y de seis meses anualizadas— continuó caracterizándose por cierta volatilidad. Sin embargo, si se considera más allá de esta volatilidad, los últimos datos no apuntan a que vuelva a producirse una fuerte desaceleración de M3.

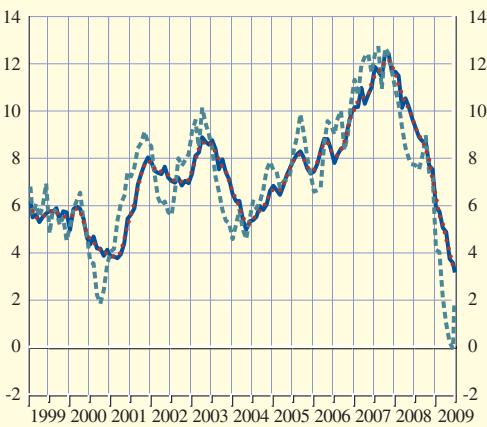
La desaceleración de la expansión monetaria observada en el segundo trimestre y en julio responde a la evolución heterogénea de los componentes de M3. En concreto, la rápida disminución de la remuneración de los depósitos a plazo hasta dos años con respecto a los depósitos a la vista ha reducido el coste de oportunidad de mantener activos monetarios líquidos y ha sido el principal factor que ha favorecido el continuo fortalecimiento del crecimiento de M1. Al mismo tiempo, la mayor inclinación de la pendiente de la curva de rendimientos en comparación con principios de año ha aumentado el incentivo para desplazar inversiones desde M3 hacia activos menos líquidos a más largo plazo.

En el análisis por sectores, la disminución del crecimiento interanual de M3 obedece, principalmente, a la menor acumulación de depósitos por parte de los hogares y de los intermediarios financieros no monetarios distintos de empresas de seguros y fondos de pensiones (OIF). Al mismo tiempo, las sociedades no financieras volvieron a acumular activos monetarios (tras reducir sus tenencias en los dos primeros meses del año). Este incremento de las reservas de liquidez está en consonancia con cierta mejora de las expectativas de crecimiento de la producción.

Gráfico 6 Crecimiento de M3

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

- M3 (tasa de crecimiento interanual)
- M3 (media móvil de tres meses centrada de la tasa de crecimiento interanual)
- - - M3 (tasa de crecimiento semestral anualizada)



Fuente: BCE.

PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

La desaceleración de la tasa de crecimiento interanual de M3 continuó teniendo su origen, principalmente, en la menor contribución de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista (M2-M1) y de los instrumentos negociables (M3-M2), mientras que la aportación de M1 siguió aumentando.

La tasa de crecimiento interanual de M1 aumentó hasta el 8% en el segundo trimestre del 2009, desde el 5,3% del trimestre anterior (véase cuadro 1), y volvió a incrementarse significativamente hasta situarse en el 12,2% en julio. La elevada tasa de crecimiento interanual de M1 es consecuencia del sólido dinamismo de sus dos componentes. La tasa de crecimiento interanual del efectivo en circulación se mantuvo en niveles elevados, del 12,5%, en julio, tras haber alcanzado el 13,2% y el 13,6% en el segundo y primer trimestres, respectivamente. La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a la vista volvió a aumentar hasta situarse en el 6,9% en el segundo trimestre, frente al 3,6% del trimestre anterior, y ascendió de nuevo en julio, hasta el 12,1%.

Las importantes entradas de depósitos a la vista en el segundo trimestre y en julio están en consonancia con la actual configuración de los tipos de interés, caracterizada por nuevos descensos de los tipos del mercado monetario, que han reducido a niveles especialmente bajos el coste de oportunidad de mantener depósitos a la vista, cuya remuneración es relativamente baja en comparación con otros activos monetarios. Cuando coinciden unos costes de oportunidad reducidos con una incertidumbre financiera considerable, pueden utilizarse los depósitos a la vista para aparcar fondos temporalmente cuando se transfieren entre otras categorías de activos. Si se dispara la incertidumbre, el escaso rendimiento de los activos monetarios podría propiciar una reasignación de carteras más duradera hacia activos de mayor rentabilidad.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista continuó disminuyendo hasta situarse en el -2,6% en julio, frente al 3% y al 9,3% del segundo y pri-

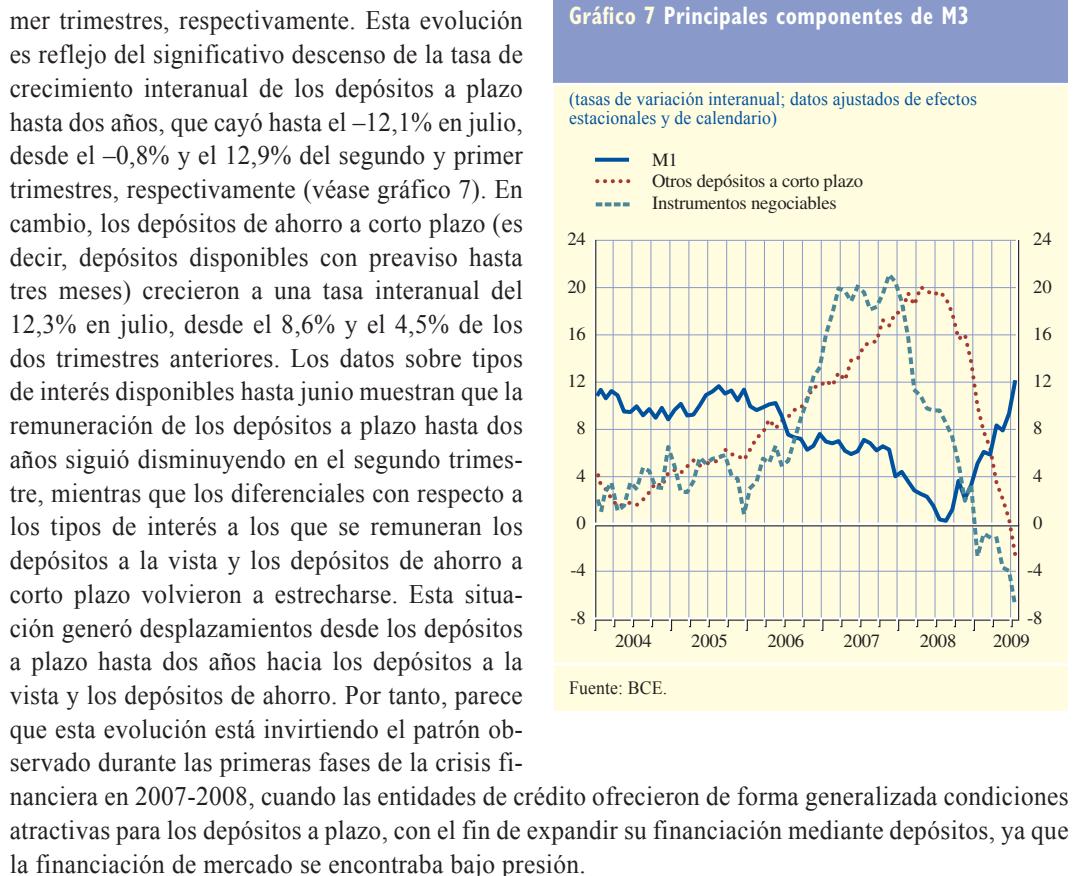
Cuadro I Cuadro resumen de variables monetarias

(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 III	2008 IV	2009 I	2009 II	2009 Jun	2009 Jul
M1	45,9	0,7	2,7	5,3	8,0	9,4	12,2
Efectivo en circulación	7,8	7,5	12,4	13,6	13,2	12,8	12,5
Depósitos a la vista	38,2	-0,6	0,8	3,6	6,9	8,6	12,1
M2 - M1 (= otros depósitos a corto plazo)	40,8	19,1	15,8	9,3	3,0	0,4	-2,6
Depósitos a plazo hasta dos años	22,6	37,6	29,0	12,9	-0,8	-6,1	-12,1
Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses	18,2	-1,7	-0,5	4,5	8,6	10,4	12,3
M2	86,8	9,2	8,9	7,2	5,5	4,9	4,7
M3 - M2 (= instrumentos negociables)	13,2	8,9	4,1	-0,8	-2,5	-4,0	-7,0
M3	100,0	9,1	8,2	6,0	4,3	3,6	3,0
Crédito a residentes en la zona del euro	9,1	7,4	5,9	4,3	4,2	3,3	
Crédito a las Administraciones Públicas	0,6	1,7	5,6	8,4	10,7	10,9	
Préstamos a las Administraciones Públicas	2,1	2,9	2,3	1,5	2,4	2,4	
Crédito al sector privado	10,9	8,6	6,0	3,5	2,9	1,8	
Préstamos al sector privado	9,1	7,4	4,6	2,2	1,5	0,6	
Préstamos al sector privado ajustados por ventas y titulizaciones	10,1	8,5	6,1	3,6	2,7	1,8	
Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas)	3,3	1,2	1,8	2,7	3,0	3,2	

Fuente: BCE.

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



La tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables incluidos en M3 disminuyó hasta el -7% en julio, desde el -2,5% del segundo trimestre y el -0,8% del primer trimestre, como consecuencia, especialmente, de los acusados descensos observados en la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones hasta dos años y de la moderada tasa de crecimiento interanual de las cesiones temporales. Los sectores tenedores de dinero de la zona del euro redujeron sus tenencias de valores distintos de acciones a corto plazo tras la intensificación de las turbulencias, mientras que las emisiones netas de estos instrumentos (es decir, emisiones netas de amortizaciones) también fueron negativas. La tasa de crecimiento interanual de las participaciones en fondos del mercado monetario, el subcomponente más importante de los instrumentos negociables, también cayó ligeramente en el segundo trimestre, aunque se registraron entradas en julio.

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 datos oficiales por sectores, cayó hasta el 5% en el segundo trimestre, desde el 7% del trimestre anterior. Esta disminución continuó en julio, cuando la tasa de crecimiento interanual se situó en el 3,6%, frente al 4,4% registrado en junio.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3 de los hogares, que representan la mayor contribución a la tasa de crecimiento interanual de los depósitos totales de M3, disminuyó hasta el 7,1% en el segundo trimestre, desde el 8,6% del trimestre anterior, y volvió a descender hasta el 5,7% en julio,

Recuadro 2

EVOLUCIÓN RECENTE DE LAS TENENCIAS DE DEPÓSITOS A CORTO PLAZO DE LOS HOGARES DE LA ZONA DEL EURO

La inversión de los hogares en depósitos bancarios a corto plazo incluidos en M3 se ha mantenido, en conjunto, bastante estable desde la intensificación de las turbulencias financieras en septiembre del 2008. Esta estabilidad general oculta varios factores compensatorios, como el crecimiento más lento de la renta disponible frente a la ratio más alta de ahorro, o el fuerte aumento de la pendiente de la curva de rendimientos (que fomenta la inversión en instrumentos financieros a más largo plazo no incluidos en M3) frente a la persistencia de una elevada incertidumbre financiera (que denota una preferencia general por los activos líquidos). Más que estimar la medida en que estos factores se compensan, en el presente recuadro se toma como punto de partida la estabilidad general de las inversiones de los hogares en depósitos incluidos en M3 y se analiza la medida en que los desplazamientos de fondos dentro de las tenencias de depósitos de M3 de los hogares pueden explicarse por variaciones de los tipos de interés de las distintas categorías de depósitos a corto plazo¹. Ello permite determinar el impacto de la política monetaria sobre la evolución monetaria a través de variaciones de los distintos rendimientos.

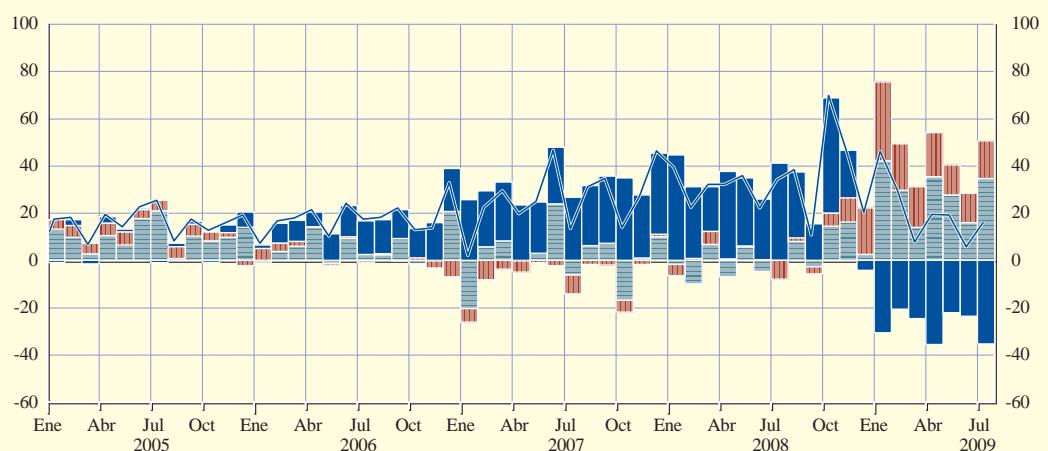
El gráfico A muestra los flujos mensuales de distintas categorías de depósitos bancarios a corto plazo de los hogares, concretamente los depósitos a la vista, los depósitos a corto plazo (depósitos a plazo hasta dos años) y los depósitos de ahorro a corto plazo (depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses). Entre enero del 2005 y comienzos del 2006, la inversión de los hogares en depósitos de M3

1 Para un análisis más exhaustivo de la inversión financiera de los hogares, véanse el recuadro 2, titulado «Recientes desplazamientos entre distintas categorías de activos financieros de los hogares», en el Boletín Mensual de junio del 2008, y el recuadro 4, titulado «Cuentas integradas de la zona del euro en el primer trimestre del 2009», en el Boletín Mensual de agosto del 2009.

Grafico A Tenencias de depósitos a corto plazo de los hogares

(mm de euros; flujos mensuales; datos desestacionalizados)

- Depósitos a corto plazo (depósitos a plazo hasta dos años)
- Depósitos de ahorro a corto plazo (depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses)
- Depósitos a la vista
- Total depósitos a corto plazo



Fuentes: BCE y estimaciones del BCE.

consistió principalmente en flujos hacia depósitos a la vista, lo que concordaba con el diferencial relativamente estrecho existente entre los tipos de interés de los depósitos a la vista y los de las otras dos categorías de depósitos a corto plazo (véase gráfico B) e implicaba que el coste de oportunidad de mantener depósitos a la vista era relativamente bajo.

Entre comienzos del 2006 y finales del 2008, las inversiones de los hogares en depósitos de M3 se concentraron más en los depósitos a corto plazo que en los depósitos a la vista. En efecto, algunos meses se observaron incluso flujos de salida desde los depósitos a la vista, reflejo de la ampliación del diferencial entre los tipos de interés de los depósitos a corto plazo y los de los depósitos a la vista registrada durante la fase de contracción del ciclo de intereses. Al mismo tiempo se produjeron también algunos flujos de salida desde los depósitos de ahorro a corto plazo, reflejo del aumento del diferencial entre los tipos de interés de los depósitos a corto plazo y los de los depósitos de ahorro, en consonancia con el patrón observado durante el período de contracción de los tipos de interés de los años 1999 y 2000². El diferencial entre los tipos de interés de los depósitos de ahorro a corto plazo y los de los depósitos a la vista no registró variaciones durante este período, lo que apunta a desplazamientos generales de fondos hacia los depósitos a plazo.

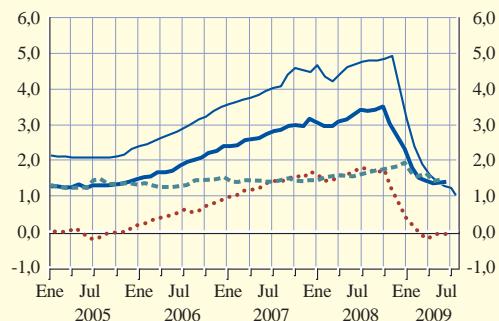
A partir de finales del 2008, período en el que los tipos de interés a corto plazo bajaron, las inversiones de los hogares en depósitos de M3 volvieron a los depósitos a la vista. Estos flujos fueron reflejo, en gran medida, del acusado estrechamiento del diferencial entre los tipos de interés de los depósitos a corto plazo y los de los depósitos a la vista, que alcanzó un nivel que no se observaba desde el 2005. Además del ajuste deliberado de carteras, en línea con las modificaciones de la remuneración, este estrechamiento podría ser también reflejo de una mayor pasividad. Ello se produciría, por ejemplo, si unos depósitos a corto plazo concertados durante el período de tipos de interés elevados y crecientes se convirtieran automáticamente en depósitos a la vista a su vencimiento y se mantuvieran así, dado que el diferencial respecto a los depósitos a la vista ha disminuido mientras tanto de forma significativa. A este respecto, el proceso de determinación de precios de las entidades de crédito, además de reflejar los tipos de mercado, podría también verse afectado por cambios en las condiciones de financiación de los bancos, como una menor necesidad (antes perentoria) de captar depósitos ofreciendo tipos de interés atractivos, cuando empezaron a adoptarse medidas de ayuda oficial en octubre del 2008.

Desde finales del 2008, también se han producido flujos hacia los depósitos de ahorro a corto plazo, en línea con el pronunciado estrechamiento del diferencial entre los tipos de interés de los depósitos

Grafico B Rentabilidad relativa de los depósitos a corto plazo de los hogares

(porcentaje anual; puntos porcentuales)

- Diferencial entre depósitos a corto plazo y depósitos a la vista
- Diferencial entre depósitos a corto plazo y depósitos de ahorro a corto plazo
- - - Diferencial entre depósitos de ahorro a corto plazo y depósitos a la vista
- EURIBOR a tres meses



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

Notas: Los depósitos a corto plazo comprenden los depósitos a plazo hasta dos años. Los depósitos de ahorro a corto plazo comprenden los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses.

2 Véase, por ejemplo, el gráfico 6 del Boletín Mensual de septiembre del 2002.

a corto plazo y los de los depósitos de ahorro, y con el ligero aumento temporal del diferencial entre los depósitos de ahorro a corto plazo y los de los depósitos a la vista. No obstante, los flujos hacia los depósitos de ahorro a corto plazo observados en los últimos nueve meses (es decir, desde finales del 2008) han sido mayores que los registrados en el 2005, durante el período en que los diferenciales de remuneración se situaron en niveles comparables. Ello podría reflejar el hecho de que, ante la considerable incertidumbre económica vivida a finales del 2008, cuando muchos países ampliaron sus fondos de garantía de depósitos, la característica de instrumentos de «ahorro» de estos depósitos prevaleció sobre la remuneración propiamente dicha en las decisiones de los hogares. Sin embargo, también podría reflejar el hecho de que el diferencial entre el EURIBOR a tres meses (que puede considerarse como una aproximación de la remuneración de los instrumentos negociables) y los tipos de interés de los depósitos a corto plazo y de ahorro a corto plazo se ha tornado marcadamente negativo desde enero del 2009. De ahí la posibilidad de que todas las categorías de depósitos a corto plazo se beneficien de desplazamientos desde los instrumentos negociables en estas circunstancias.

En resumen, parece que la composición de las tenencias de depósitos a corto plazo de los hogares incluidos en M3 se ha visto afectada de forma significativa por cambios en los niveles relativos de remuneración de las distintas categorías de depósitos a corto plazo en los últimos períodos de endurecimiento y relajación de los tipos de interés. Sin embargo, cabe destacar que los flujos generales de depósitos a corto plazo reflejan también cambios en la rentabilidad efectiva y esperada con respecto a la de los depósitos a largo plazo y de otros activos no monetarios, que no se han tomado en consideración en el presente recuadro.

desde el 6,4% de junio (véase gráfico 8). Para obtener más información, véase el recuadro anterior.

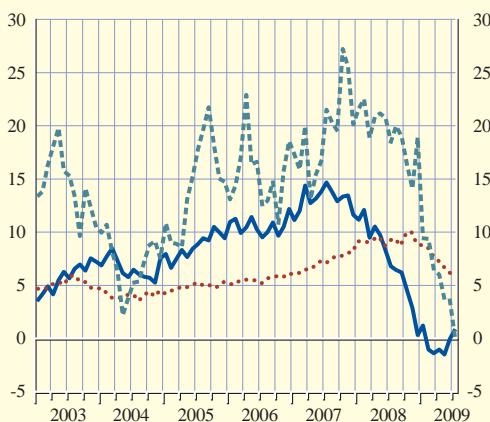
La tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3 que obran en poder de las sociedades no financieras continuó descendiendo en el primer semestre del año, situándose en el -1,1% en el segundo trimestre, frente al -0,1% del trimestre anterior, aunque retornó a niveles positivos, del 0,9%, en julio. Sin embargo, si se consideran los flujos mensuales, las sociedades no financieras ya habían reanudado la acumulación de tenencias de M3 en la primavera del año en curso, una evolución que puede estar asociada a la restitución de las reservas de liquidez en un contexto de cierta mejora de las expectativas de crecimiento de la producción.

Otra evolución sectorial notable se observó en los depósitos de M3 de los intermediarios financieros no monetarios, cuya tasa de crecimiento interanual disminuyó hasta el 4,9% en el segundo trimestre, desde el 10,4% del trimestre anterior, antes de seguir cayendo significativamente hasta situarse en el -0,1% en julio. Esta moderación obedeció, en particular, al continuo descenso de la tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3 de OIF. La evolución registrada está en consonancia con el elevado

Gráfico 8 Depósitos a corto plazo y cesiones temporales

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

— Sociedades no financieras
··· Hogares
--- Intermediarios financieros



Fuente: BCE.

Nota: Sector IFM, excluido el Eurosistema.

coste de oportunidad de mantener activos monetarios y la consiguiente necesidad de los intermediarios financieros no monetarios de desplazar sus carteras hacia categorías de activos de mayor rentabilidad en el contexto de una curva de rendimientos con una pendiente relativamente acusada. Además, el menor crecimiento de las tenencias de depósitos de M3 por parte de OIF podría ser consecuencia de la reducción de las operaciones de titulización observada desde comienzos de año, ya que las titulizaciones pueden tener como contrapartida, en el pasivo del balance de las IFM, ajustes paralelos de los depósitos de OIF.

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 función de las medias intertrimestrales, en el segundo trimestre del 2009, hasta situarse en el 4,3%, frente al 5,9% del trimestre anterior, antes de descender nuevamente hasta el 3,3% en julio (véase cuadro 1). Esta evolución obedeció a la significativa caída de la tasa de crecimiento interanual del crédito de las IFM al sector privado, que se vio compensada, sólo en parte, por un notable aumento de la tasa de crecimiento interanual del crédito concedido a las Administraciones Públicas.

La tasa de crecimiento interanual del crédito de las IFM a las Administraciones Públicas se incrementó significativamente en el segundo trimestre, hasta situarse en el 8,4%, frente al 5,6% del trimestre anterior, y volvió a aumentar en julio, colocándose en el 10,9%. Estas subidas obedecen, principalmente, a las considerables entradas observadas nuevamente en las tenencias de valores de deuda pública por parte del sector de las IFM, en consonancia con las regularidades históricas a lo largo de los ciclos de tipos de interés anteriores. Por tanto, en los últimos meses, las entidades de crédito han estado absorbiendo un volumen considerable del aumento de la oferta de este tipo de valores. En cambio, la tasa de crecimiento interanual del crédito concedido por las IFM al sector privado continuó disminuyendo en el segundo trimestre, hasta el 3,5%, desde el 6% del primer trimestre, antes de volver a reducirse y situarse en el 1,8% en julio. Este descenso es consecuencia de la caída de las tasas de crecimiento interanual de todos sus subcomponentes. La tasa de crecimiento interanual de las tenencias de valores distintos de acciones del sector privado por parte de las IFM disminuyó nuevamente, desde el 31,1% en el primer trimestre, hasta el 26% en el segundo trimestre y el 20,5% en julio. Esta reducción reflejó la moderación de los flujos mensuales, especialmente entre mayo y julio, y puede explicarse por el reciente debilitamiento de las operaciones de titulización retenidas.

La tasa de crecimiento interanual de las tenencias de acciones y otras participaciones por parte de las IFM se mantuvo en niveles negativos y cayó nuevamente hasta situarse en el -8,4% en julio, frente al -8,2% y al -6,1% del segundo y primer trimestres, respectivamente. Es probable que el continuo descenso de las tenencias de estos instrumentos por parte de las IFM esté relacionado con la limitada tolerancia al riesgo de las entidades de crédito, dado que las IFM siguen saneando sus balances. Además, puede que las IFM hayan aprovechado también las oportunidades de venta percibidas, tras las recientes mejoras de los mercados bursátiles, en un contexto en el que se mantiene una considerable incertidumbre en torno a las perspectivas económicas.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM al sector privado (el principal componente del crédito otorgado a este sector) disminuyó significativamente, hasta el 2,2% en el segundo trimestre, desde el 4,6% del trimestre anterior, antes de volver a descender y situarse en el 0,6% en julio (véase cuadro 1). Dado que las operaciones de titulización real (o fuera de balance) fueron más moderadas en el segundo trimestre y en julio, fue menor la distorsión a la baja de los citados préstamos causada por impacto de aquéllos que fueron dados de baja del balance. Sin embargo, sigue habiendo una diferencia de 1,2 puntos porcentuales entre la tasa de crecimiento interanual ajustada y la no ajustada.

La continua desaceleración observada en el crecimiento interanual de los préstamos al sector privado fue visible en todos los sectores prestatarios. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a OIF disminuyó significativamente en el segundo trimestre, hasta el 1,1%, frente al 7,6% del trimestre anterior, antes de seguir descendiendo hasta situarse en el -0,2% en julio. Sin embargo, los préstamos a OIF suelen caracterizarse por cierta volatilidad y pueden reflejar cambios repentinos en las actividades de inversión y financiación en respuesta a variaciones en las condiciones de los mercados financieros.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos otorgados a las sociedades no financieras cayó significativamente, hasta el 4,7%, en el segundo trimestre, desde el 8,2% del trimestre precedente, antes de disminuir nuevamente y situarse en el 1,6% en julio. Si se analiza la evolución a más corto plazo, la tasa de crecimiento de tres meses anualizada experimentó un descenso incluso más acusado, colocándose en torno al -5,2% en julio, frente al -3,4% de junio y el 0,8% de marzo. Desde febrero se han registrado salidas mensuales, principalmente para los vencimientos a plazos más cortos (es decir, hasta un año). Esta reducción podría obedecer a la menor necesidad de las empresas de fondos a corto plazo asociada al ciclo de existencias. También puede deberse a desplazamientos del endeudamiento a corto plazo hacia préstamos a largo plazo, con el fin de garantizar la financiación a más largo plazo y asegurar niveles reducidos de tipos de interés, así como a la sustitución de los préstamos bancarios por emisiones de valores. De hecho, las sociedades no financieras continúan obteniendo préstamos a largo plazo, aunque la tasa de crecimiento interanual de dichos préstamos ha caído (hasta el 5,5% en julio, frente al 6,8% del segundo trimestre y el 8,9% del trimestre anterior). Sin embargo, esta evolución oculta entradas medias trimestrales en el segundo trimestre así como entradas mensuales particularmente importantes en julio.

Desde mayo del 2009, el flujo mensual de préstamos a hogares ha sido positivo, lo que indica que la disminución previa de la actividad crediticia se ha detenido en un nivel moderado. A este respecto, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares fue nula en julio, manteniéndose sin variación con respecto al segundo trimestre y experimentando una reducción con respecto al 0,9% registrado el trimestre anterior (para un análisis más detallado de la evolución de los préstamos por sectores, véanse las secciones 2.6 y 2.7). De acuerdo con las regularidades históricas, la actual estabilización del crecimiento de los préstamos a hogares está en consonancia con una nueva contracción de los préstamos a empresas, que suelen ir a la zaga de la evolución del ciclo económico¹.

En cuanto a las demás contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM (excluidos capital y reservas) se elevó hasta el 3,2% en julio, desde el 2,7% del segundo trimestre y el 1,8% del primer trimestre, continuando así la tendencia al alza observada desde el comienzo del año (véase gráfico 9). Este incremento fue reflejo, en particular, del crecimiento más fuerte de los depósitos a más largo plazo (depósitos a más de dos años y depósitos disponibles con preaviso superior a tres meses). El aumento de las tenencias de estos depósitos es coherente con el atractivo que ofrecen en comparación con los depósitos a más corto plazo, dada la mayor inclinación de la pendiente de la curva de rendimientos observada desde principios de año. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a más de dos años disminuyó en el segundo trimestre y en julio, aunque se han registrado flujos mensuales positivos desde mayo del 2009.

Aunque volvieron a registrarse entradas en capital y reservas en el segundo trimestre, en julio se observaron salidas. No obstante, la tasa de crecimiento interanual se situó en el 10,1% en julio, frente al 9,9% del segundo trimestre.

1 Véase el recuadro 6 titulado «El patrón cíclico de los préstamos a los hogares y a las sociedades no financieras de la zona del euro», en el Boletín Mensual de junio del 2007.

Por último, la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM registró entradas interanuales moderadas, por importe de 17,9 mm de euros, tras salidas significativas interanuales de 183,7 mm de euros en el trimestre anterior. Esta evolución reflejó las continuas entradas mensuales (que fueron especialmente considerables en abril y mayo) y se debió a que los pasivos exteriores disminuyeron en mayor medida que los activos exteriores. En el activo, estos resultados se derivaron de las continuas salidas registradas en los préstamos a no residentes en la zona del euro, mientras que en el pasivo, siguieron observándose salidas en los depósitos de no residentes en las IFM. En julio, las entradas interanuales de la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM aumentaron hasta 156,2 mm de euros (véase gráfico 10).

Parece que el ajuste a la baja de las principales tenencias de activos de las IFM continuó en el segundo trimestre y en julio, a pesar del aumento temporal que experimentaron en junio. El proceso de desapalancamiento siguió estando impulsado, fundamentalmente, por la reducción de los activos exteriores, los activos frente a otras IFM y, en menor medida, los préstamos al sector privado.

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

Si se considera la evolución de las brechas monetarias nominal y real, la acumulación de liquidez monetaria en la zona del euro disminuyó en el segundo trimestre del 2009 (véanse gráficos 11 y 12). 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, aunque con una tendencia a la baja tras los máximos observados a finales del año pasado.

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

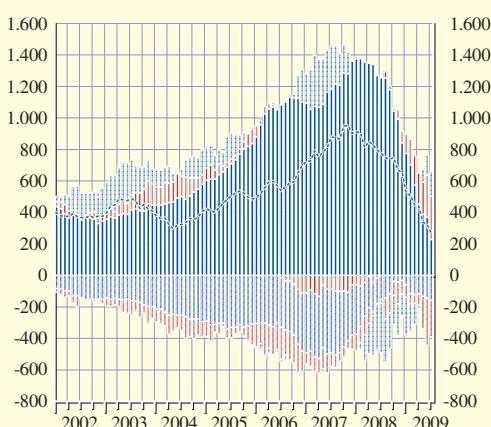
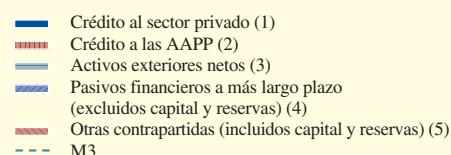
(tasas de variación interanual; datos ajustados de efectos estacionales y de calendario)



Fuente: BCE.

Gráfico 10 Contrapartidas de M3

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



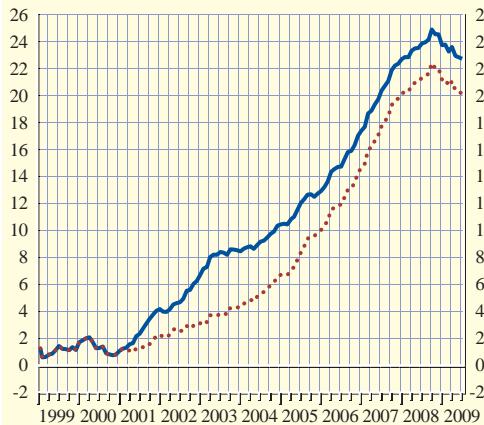
Fuente: BCE.

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

Gráfico 11 Estimaciones de la brecha monetaria nominal¹⁾

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

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



Fuente: BCE.

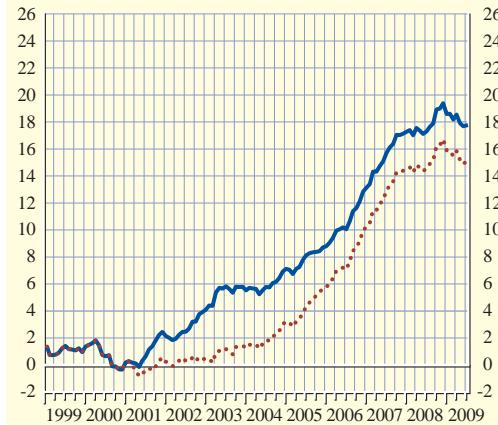
1) La brecha monetaria nominal se define como la diferencia existente entre el nivel efectivo de M3 y el nivel que correspondería a un crecimiento constante de este agregado monetario igual a su valor de referencia (4,5%), tomando diciembre de 1998 como período base.

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

Gráfico 12 Estimaciones de la brecha monetaria real¹⁾

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

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



Fuente: BCE.

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

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

En resumen, los datos más recientes confirman la continua desaceleración del crecimiento de M3 y de los préstamos al sector privado registrada en los últimos trimestres. La ralentización implícita del crecimiento monetario subyacente respalda la valoración de que las presiones inflacionistas a medio plazo son reducidas. La evolución de M3 a corto plazo se ha caracterizado por una volatilidad moderada, pero indica que la contracción del crecimiento monetario observada en el primer trimestre del 2009 no continuó en el segundo trimestre ni en julio.

2.2 INVERSIÓN FINANCIERA DE LOS SECTORES NO FINANCIEROS E INVERSORES INSTITUCIONALES

La tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera total de los sectores no financieros disminuyó en el primer trimestre del 2009, a pesar de que la inversión financiera por parte del sector de Administraciones Públicas volvió a incrementarse considerablemente. Los flujos interanuales de inversión en fondos de renta fija y de renta variable continuaron siendo negativos en el primer trimestre, aunque se observaron algunos signos de mejora de la confianza de los inversores. La tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera de las empresas de seguros y fondos de pensiones descendió en el primer trimestre, como consecuencia de la menor inversión de los hogares en reservas técnicas de seguro.

SECTORES NO FINANCIEROS

En el primer trimestre del 2009 (el más reciente para el que se dispone de datos de las cuentas de la zona del euro), la tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera total de los sectores no financieros disminuyó hasta el 3,4%, desde el 3,7% del trimestre precedente, lo cual implica que se reanudó el descenso de dicha tasa observado desde mediados del 2007 hasta el tercer trimestre del 2008 (véase cuadro 2).

La caída de la tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera observada en el primer trimestre obedece a la menor contribución de la inversión en valores distintos de acciones y la inversión en reservas técnicas de seguro y, en gran medida, de la inversión en «otros» instrumentos financieros (que incluye instrumentos como los derivados y el crédito comercial). La aportación del efectivo y depósitos, de las acciones y otras participaciones, y de las participaciones en fondos de inversión se mantuvo prácticamente sin variación con respecto al trimestre anterior, aunque la tasa de crecimiento interanual de la inversión en estas últimas fue menos negativa.

Por lo que respecta al detalle por sector, el descenso de la tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera refleja la menor contribución tanto de las sociedades no financieras como, aunque en menor medida, de los hogares (véase gráfico 13). Estas reducciones se vieron compensadas, en parte, por un nuevo y fuerte aumento de la aportación del sector de Administraciones Públicas, como consecuencia de la continua acumulación de activos financieros —principalmente mediante préstamos, acciones y compras de valores distintos de acciones— asociada a las medidas para garantizar la estabilidad del sector bancario. Las tasas de crecimiento interanual de la inversión financiera de las sociedades no financieras y de los hogares se encuentran actualmente en sus niveles más bajos desde el comienzo de la tercera fase de la UEM. Para información más detallada sobre la evolución de la inversión financiera de estos dos sectores, véanse las secciones 2.6 y 2.7.

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 IV	2007 I	2007 II	2007 III	2007 IV	2008 I	2008 II	2008 III	2008 IV	2009 I
Inversión financiera	100	5,2	5,2	5,2	4,9	4,5	4,0	3,4	3,2	3,7	3,4
Efectivo y depósitos	26	7,0	7,3	7,9	7,4	7,0	6,9	5,5	5,6	6,6	6,7
Valores distintos de acciones, excluidos derivados financieros	6	7,6	5,7	3,7	2,4	2,9	2,3	2,4	3,4	5,4	4,0
<i>De los cuales:</i> A corto plazo	0	25,6	15,6	13,9	20,8	24,9	24,6	5,2	-8,1	-0,2	-28,0
<i>De los cuales:</i> A largo plazo	5	6,1	4,7	2,7	0,5	0,8	-0,1	2,0	4,9	6,0	7,9
Acciones y otras participaciones, excluidas participaciones en fondos de inversión	26	2,2	2,3	2,5	2,8	3,0	3,2	3,3	3,0	3,6	3,7
<i>De las cuales:</i> Acciones cotizadas	5	0,1	1,4	2,0	1,9	3,0	3,3	3,6	3,9	3,2	4,2
<i>De las cuales:</i> Acciones no cotizadas y otras participaciones	21	3,0	2,7	2,7	3,2	3,0	3,2	3,2	2,6	3,7	3,5
Participaciones en fondos de inversión	5	-0,4	0,3	0,6	-1,3	-3,1	-5,2	-6,5	-6,4	-7,2	-6,0
Reservas técnicas de seguro	16	7,1	6,8	6,5	6,0	5,6	5,1	4,7	4,4	3,5	3,2
Otros ²⁾	21	8,1	8,5	8,1	7,7	6,6	4,8	3,8	3,2	3,5	2,0
M3 ³⁾		9,9	11,0	11,0	11,4	11,6	10,1	9,7	8,7	7,5	5,1

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.

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 en el primer trimestre del 2009, aunque a un ritmo más lento que en el trimestre anterior, con una caída del 20,7% en términos interanuales (frente al 26,8% del cuarto trimestre del 2008)².

Dicha evolución fue atribuible, principalmente, a la menor disminución interanual del valor de las tenencias de acciones y otras participaciones de los fondos de inversión (que, no obstante, siguieron siendo el principal factor determinante de la caída total) y de los valores distintos de acciones. Los datos sobre transacciones continúan apuntando a salidas netas de los fondos de inversión, pero la mayor parte del descenso interanual observado en el valor de los activos totales en el primer trimestre se debió a efectos de valoración negativos.

Los datos proporcionados por EFAMA³ sobre ventas netas de diversos tipos de fondos de inversión en el primer trimestre apuntan a que las salidas netas interanuales de los fondos de renta fija, de renta variable y mixtos fueron algo inferiores a las observadas en el trimestre anterior (véase gráfico 14). Al mismo tiempo, las salidas siguieron siendo mucho más cuantiosas en el caso de los fondos de renta fija y variable que en el de los fondos mixtos. Los fondos del mercado monetario fueron la única categoría que registró flujos interanuales positivos, los cuales permanecieron prácticamente sin variación con respecto al trimestre precedente. En general, la evolución del primer trimestre indica que la inversión en fondos de inversión puede haberse beneficiado, en cierta medida, de la mejora de la confianza de los inversores.

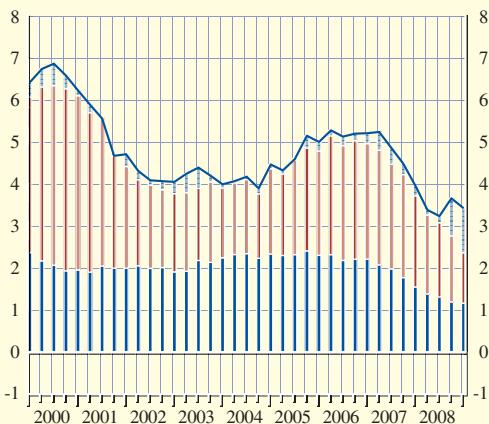
- 2 Debe señalarse que la muestra de diciembre del 2008 incluye una serie de fondos de inversión no supervisados, lo que ha supuesto un aumento de los activos totales de alrededor de 120 mm de euros. En consecuencia, las tasas de crecimiento interanual del cuarto trimestre del 2008 y del primer trimestre del 2009 infravaloran la disminución efectiva del valor de los activos totales.
- 3 La Asociación Europea de Fondos y Gestión de Activos (EFAMA, en sus siglas en inglés) proporciona información sobre las ventas netas (o los flujos netos) de los fondos abiertos de renta variable y de renta fija en Alemania, Grecia, España, Francia, Italia, Luxemburgo, Países Bajos, Austria, Portugal y Finlandia. Para más información, véase el recuadro titulado «Evolución reciente de los flujos netos de entrada en fondos de renta variable y de renta fija de la zona del euro», en el Boletín Mensual de junio del 2004.

Gráfico 13 Inversión financiera de los sectores no financieros

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



 Hogares
 Sociedades no financieras
 AAPP
 Sectores no financieros



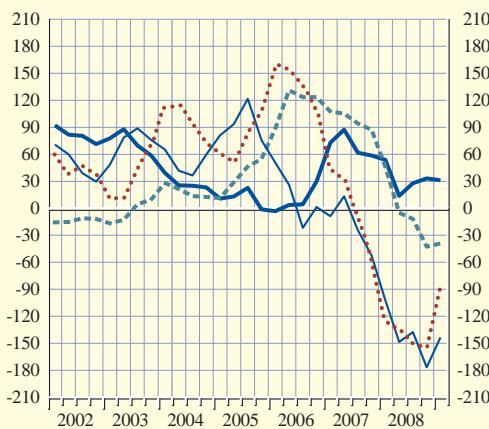
Fuente: BCE.

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

(mm de euros)



 Fondos del mercado monetario
 Fondos de renta variable¹⁾
 Fondos mixtos¹⁾
 Fondos de renta fija¹⁾



Fuentes: BCE y EFAMA.

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

La tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera de las empresas de seguros y los fondos de pensiones cayó al 2,9% en el primer trimestre del 2009, desde el 4,1% del trimestre anterior (véase gráfico 15). Esta disminución fue generalizada en los distintos instrumentos de inversión y fue particularmente visible en el caso de los depósitos y los préstamos (incluidos en «otras» inversiones financieras), que habían experimentado un incremento especialmente acusado en el trimestre anterior. La desaceleración del crecimiento de la inversión financiera refleja el descenso de los flujos de fondos procedentes del sector hogares en forma de reservas técnicas de seguro.

2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

Los tipos de interés del mercado monetario continuaron descendiendo en los tres últimos meses, en un entorno de escasa volatilidad. Más concretamente, se observaron disminuciones en los tipos con garantías y sin garantías a todos los plazos, aunque en menor medida que en los meses precedentes. El diferencial entre los tipos de interés del mercado monetario con garantías y sin garantías también siguió cayendo, pero permaneció en cotas elevadas en comparación con los niveles observados antes del comienzo de las turbulencias de los mercados financieros en agosto del 2007.

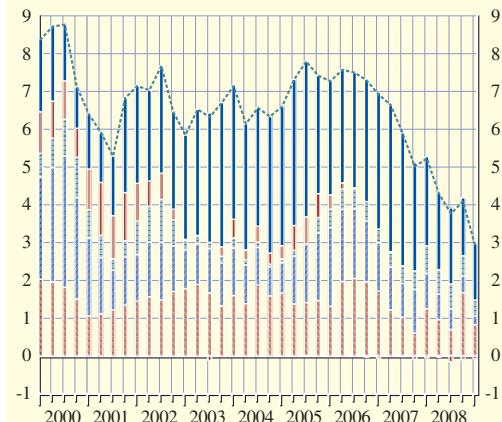
Los tipos de interés del mercado monetario sin garantías continuaron descendiendo a todos los plazos en los tres últimos meses, como consecuencia, principalmente, de la desaparición de las tensiones en los mercados monetarios y de la mayor estabilización de sus condiciones en el contexto de las medidas de apoyo al crédito por parte del BCE (incluida, en particular, la operación de financiación a plazo más largo con vencimiento a un año llevada a cabo el 24 de junio). El 2 de septiembre, los tipos EURIBOR a un mes, a tres meses, a seis meses y a doce meses se situaron en el 0,48%, el 0,81%, el 1,08% y el 1,30%, respectivamente, es decir, 45, 46, 38 y 32 puntos básicos por debajo de los niveles observados el 1 de junio. En conjunto, el diferencial entre los tipos EURIBOR a doce meses y a un mes, un indicador de la inclinación de la pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario, aumentó 13 puntos básicos en dicho período, desde 69 puntos básicos el 1 de junio hasta 82 puntos básicos el 2 de septiembre (véase gráfico 16).

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) continuó disminuyendo en dicho período, aunque a un ritmo más moderado que en los meses anteriores. Por lo que respecta a los tipos a tres meses, dicho diferencial se situó en 42 puntos básicos el 2 de septiembre, un descenso limitado con respecto a los 49 puntos básicos observados el 1 de junio. En general, a pesar de que estos diferenciales se han reducido de forma continua tras los máximos registrados en septiembre del 2008, siguen siendo relativamente amplios en comparación con los niveles alcanzados antes del comienzo de las turbulencias de los mercados financieros en agosto del 2007 (véase gráfico 17).

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

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)

- Valores distintos de acciones, excluidos derivados financieros
- Acciones cotizadas
- Acciones no cotizadas y otras participaciones
- Participaciones en fondos de inversión
- Otros¹⁾
- - - Activos financieros totales



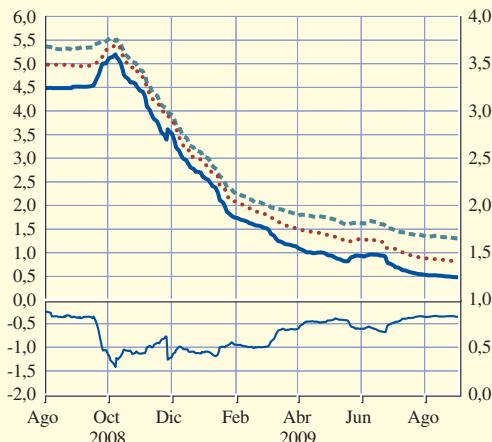
Fuente: BCE.

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

Gráfico 16 Tipos de interés del mercado monetario

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

- EURIBOR a un mes (escala izquierda)
- EURIBOR a tres meses (escala izquierda)
- - - EURIBOR a doce meses (escala izquierda)
- Diferencial entre los tipos EURIBOR a doce meses y a un mes (escala derecha)



Fuentes: BCE y Reuters.

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

(en porcentaje; datos diarios)

- EUREPO a tres meses
- Swap de índices a un día, a tres meses
- - - EURIBOR a tres meses



Fuentes: BCE, Bloomberg y Reuters.

El 2 de septiembre, los tipos de interés implícitos en los precios de los futuros del EURIBOR a tres meses con vencimiento en diciembre del 2009 y marzo y junio del 2010 se situaron en el 0,865%, el 1,055% y el 1,370%, respectivamente, lo que representa una disminución de aproximadamente 40, 31 y 23 puntos básicos, respectivamente, en comparación con los niveles observados el 1 de junio (véase gráfico 18). La volatilidad implícita obtenida de las opciones sobre futuros del EURIBOR a tres meses con vencimiento en diciembre del 2009 aumentó ligeramente en los tres últimos meses (véase gráfico 19).

Tras los elevados niveles de volatilidad de principios de junio, el EONIA cayó significativamente, principalmente como consecuencia de la operación de financiación a plazo más largo con vencimiento a un año del 24 de junio, que se llevó a cabo mediante subasta a tipo fijo con adjudicación plena (véase gráfico 20). El 24 de junio, el EONIA se situaba en un nivel relativamente estable, menos de 10 puntos básicos por encima del tipo de la facilidad de depósito. Dicho nivel es reflejo de la

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

(en porcentaje; datos diarios)

- EURIBOR a tres meses
- Tipos de los futuros a 1 de junio de 2009
- - - Tipos de los futuros a 2 de septiembre de 2009



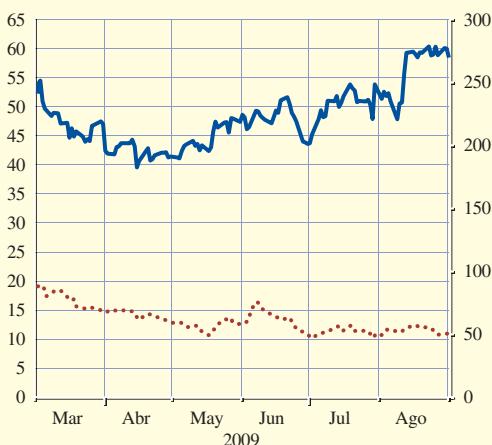
Fuente: Reuters.

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

Gráfico 19 Volatilidad implícita derivada de las opciones sobre futuros del EURIBOR a tres meses con vencimiento en diciembre del 2009

(en porcentaje; en puntos básicos; datos diarios)

— Porcentajes (escala izquierda)
..... Puntos básicos (escala derecha)



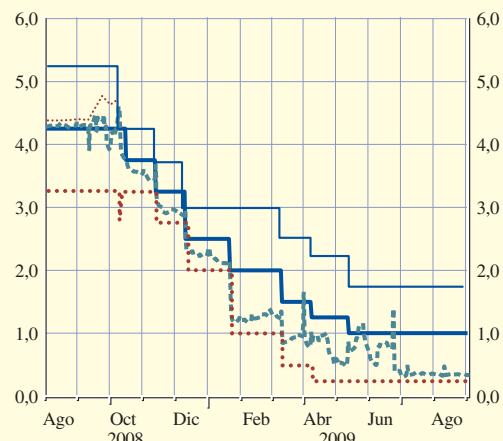
Fuentes: Bloomberg, Reuters y cálculos del BCE.

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

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

(en porcentaje; datos diarios)

— Tipo mínimo de puja/tipo fijo de las operaciones principales de financiación
..... Tipo de depósito
- - - - - Tipo a un día (EONIA)
— Tipo marginal de las operaciones principales de financiación
..... Tipo marginal de las operaciones principales de financiación



Fuentes: BCE y Reuters.

abundancia de liquidez del mercado monetario, que está siendo absorbida, en parte, por un recurso diario considerable a la facilidad de depósito (véase recuadro 3).

Recuadro 3

SITUACIÓN DE LIQUIDEZ Y OPERACIONES DE POLÍTICA MONETARIA EN EL PERÍODO COMPRENDIDO ENTRE EL 13 DE MAYO Y EL 11 DE AGOSTO DEL 2009

En este recuadro se describe la gestión de la liquidez realizada por el BCE durante los tres períodos de mantenimiento de reservas que finalizaron el 9 de junio, el 7 de julio y el 11 de agosto de 2009. En dichos períodos, el BCE siguió aplicando las medidas reforzadas de respaldo al crédito adoptadas en octubre del 2008 para hacer frente a la intensificación de las turbulencias en los mercados financieros. Concretamente, las operaciones de financiación en euros se realizaron a tipo de interés fijo con adjudicación plena frente a una lista más amplia de activos de garantía y con una gama más amplia de vencimientos, incluidos los de un período de mantenimiento, tres meses y seis meses. Además, el 24 de junio, se realizó la primera operación de financiación a plazo más largo a un año y, a principios de julio, el Eurosistema realizó sus primeras compras en el marco del programa de adquisiciones de bonos garantizados (*covered bonds*).

Por lo que respecta a la provisión de liquidez en moneda extranjera, el Consejo de Gobierno del BCE decidió mantener sus operaciones de mercado abierto para proporcionar liquidez en dólares estadounidenses como mínimo hasta finales de septiembre del 2009. También se amplió, hasta finales de octubre del 2009, la provisión de francos suizos, por parte del BCE, a entidades de contrapartida por medio de operaciones de mercado abierto. Por último, en junio, el BCE realizó una operación en el marco de un acuerdo previo de *swap* con el Sveriges Riksbank.

En la operación de financiación a plazo más largo con vencimiento a un año, se registró una demanda muy fuerte por parte de las entidades de contrapartida, que se tradujo en la adjudicación de 442 mm de euros. Por consiguiente, el EONIA se redujo hasta un nivel de alrededor de 10 puntos básicos por encima del tipo de interés de la facilidad de depósito (0,25%), que no experimentó variación durante el período considerado. El 3 de julio, el EONIA registró un mínimo histórico del 0,328%. El diferencial entre el EURIBOR a tres meses y el tipo *swap* a tres meses del EONIA —que indica el nivel de riesgo de crédito y de liquidez— también se redujo de forma sostenida durante el período de referencia, situándose, en promedio, en torno a 48 puntos básicos, prácticamente el mismo nivel observado antes de las fuertes presiones que experimentaron varios grandes grupos bancarios a principios del 2008.

Necesidades de liquidez del sistema bancario

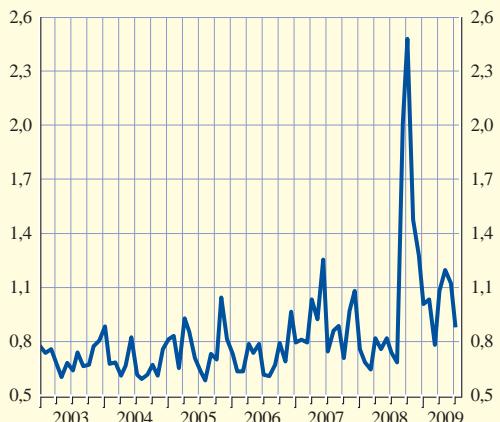
En los tres períodos de mantenimiento de reservas considerados, las necesidades diarias de liquidez de las entidades de crédito —definidas como la suma de los factores autónomos, las exigencias de reservas y el exceso de reservas (es decir, los saldos en cuenta corriente por encima de las exigencias de reservas)— ascendieron, en promedio, a 598 mm de euros, lo que representa una disminución de 14 mm de euros con respecto a la media de los tres períodos de mantenimiento anteriores.

El exceso de reservas fue, en promedio, ligeramente inferior al observado en los tres períodos de mantenimiento anteriores, registrándose un descenso de 0,1 mm de euros (véase gráfico A). Los factores autónomos se redujeron hasta 380,2 mm de euros (véase gráfico B), desde los 391,6 mm de euros registrados en los tres períodos de mantenimiento anteriores, como consecuencia de la reclasificación técnica de las operaciones en francos suizos del Eurosistema, que, a partir del 6 de julio de 2009, se consideran operaciones de mercado abierto y no factores autónomos. La consiguiente caída de los factores autónomos se compensó, en parte, con un aumento de los billetes en circulación y, en menor medida, de los depósitos de las Administraciones Públicas. Por último, las exigencias de reservas se redujeron, en promedio, en 2,4 mm de euros, para situarse en 217 mm de euros.

Como resultado de la intensa demanda registrada en la primera operación de financiación a plazo más largo con vencimiento a un año, el recurso diario medio a la facilidad de depósito aumentó significativamente, situándose en 115 mm de euros

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

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



Fuente: BCE.

en el período considerado. Esta cifra representa un incremento del 81% con respecto a la media de los tres períodos de mantenimiento anteriores, en los que el recurso medio a la facilidad de depósito volvió a reducirse gradualmente, tras alcanzar un máximo de 235,5 mm de euros en el período de mantenimiento que finalizó el 20 de enero de 2009. Analizando la situación con más detalle, se observa que el recurso diario a la facilidad de depósito en los períodos de mantenimiento que finalizaron el 9 de junio, el 7 de julio y el 11 de agosto ascendió, en promedio, a 22,3 mm de euros, 119,7 mm de euros y 185,1 mm de euros, respectivamente.

Además, en julio y agosto, el nivel de participación en la operación de ajuste de drenaje de liquidez del Eurosistema, realizada el último día del período de mantenimiento, fue notablemente más alto (véase gráfico B). Con estas dos operaciones se absorbieron, en promedio, 264 mm de euros, en comparación con la media de 89 mm de euros de los tres períodos de mantenimiento anteriores. El recurso a la facilidad marginal de crédito se situó, en promedio, en 0,8 mm de euros en el período considerado.

Oferta de liquidez y tipos de interés

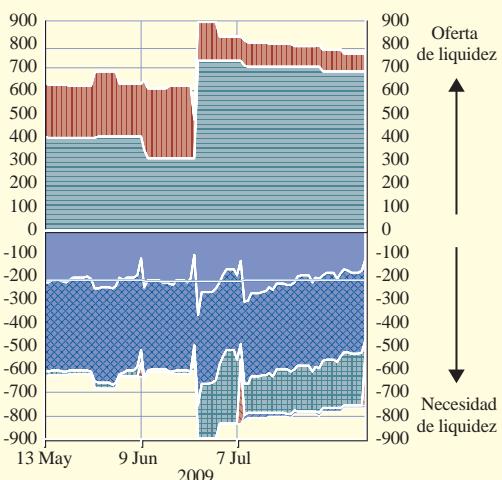
Al principio, el volumen de operaciones de mercado abierto vivas siguió disminuyendo, manteniéndose así la tendencia observada desde comienzos del 2009. Sin embargo, esta tendencia se frenó el 25 de junio, fecha en que se liquidó la primera operación de financiación a más largo plazo con vencimiento a un año. Con esta operación, el volumen de operaciones de financiación a plazo más largo registró un nuevo máximo de 896,5 mm de euros, sobre pasando en 40 mm de euros el anterior máximo alcanzado a finales del 2008. Además, dado que alrededor de dos tercios de los importes que vencieron en otras operaciones de financiación a plazo más largo se han renovado desde el 25 de junio, este tipo de operaciones representaban en torno al 90% del total de operaciones de mercado abierto del Eurosistema vivas al final del período considerado (véase gráfico B), mientras que las operaciones principales de financiación a una semana sólo representaban alrededor del 10%. De hecho, dada la magnitud del exceso de liquidez, los volúmenes de adjudicación de esas operaciones principales de financiación semanales se redujeron considerablemente, situándose en promedio en 94,1 mm de euros en el período de mantenimiento que finalizó el 11 de agosto, es decir, un 60% por debajo de la media de los dos períodos de mantenimiento anteriores.

Las primeras compras realizadas en el marco del programa de adquisiciones de bonos garantizados del Eurosistema se efectuaron el 6 de julio. Conforme a este programa, durante el período de referen-

Gráfico B 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)

- Adquisiciones de bonos garantizados: 1,1 mm de euros
- Operaciones principales de financiación: 177,8 mm de euros
- Operaciones de financiación a plazo más largo: 545,5 mm de euros
- Operaciones en francos suizos del Eurosistema: 5,9 mm de euros
- Operaciones de ajuste: 10,5 mm de euros
- Recurso neto a la facilidad de depósito: 115 mm de euros
- Factores autónomos: 380,2 mm de euros
- Saldos en cuenta corriente: 217,9 mm de euros (exceso de reservas: 0,9 mm de euros)
- Exigencia de reservas: 217 mm de euros



Fuente: BCE.

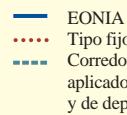
cia, se adquirieron bonos garantizados por un importe medio diario de 220 mm de euros, y, el 11 de agosto, el valor total de las compras liquidadas ascendía a 5,9 mm de euros. El 2 de septiembre (fecha de cierre de los datos para la presente edición del Boletín Mensual), el valor total de las compras se situaba en 9,6 mm de euros. En la dirección del BCE en Internet puede obtenerse más información sobre el programa de adquisiciones de bonos garantizados.

Los principales tipos de interés del BCE no han experimentado variaciones desde el 13 de mayo de 2009, situándose el tipo de interés de las operaciones principales de financiación en el 1%, el de la facilidad marginal de crédito en el 1,75% y el de la facilidad de depósito en el 0,25%. Al disminuir el recurso a la facilidad de depósito, en la primera mitad del período considerado se mantuvo la volatilidad del EONIA, que se situó, en promedio, en el 0,82% (véase gráfico C). Sin embargo, desde finales de junio, tras la liquidación de la primera operación de financiación a plazo más largo con vencimiento a un año, el EONIA se ha mantenido en torno al nivel del 0,35% como resultado de la holgada oferta de liquidez.

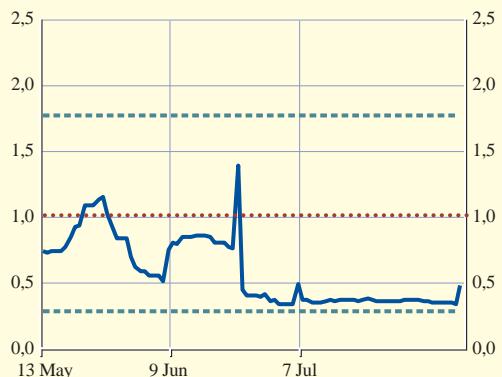
Durante todo el período considerado, el EONIA alcanzó niveles más altos el último día de cada período de mantenimiento, cuando el BCE realizó sus operaciones de ajuste ordinarias de absorción de liquidez. Sin embargo, no se elevó a finales de mes, como había ocurrido en períodos de mantenimiento anteriores.

Gráfico C El EONIA y los tipos de interés del BCE

(tipos de interés diarios, en porcentaje)



 EONIA
 Tipo fijo
 Corredor establecido por los tipos de interés aplicados a las facilidades marginal de crédito y de depósito



Fuente: BCE.

2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

En los tres últimos meses, la situación en los mercados internacionales de renta fija siguió reflejando la mejora del clima de esos mercados. Sin embargo, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo parece ser resultado de una valoración más cautelosa de las perspectivas de crecimiento que las que se reflejaron en la evolución de los precios de las acciones durante el mismo período y puede haberse visto también afectado por la fuerte demanda procedente del sector bancario y de los inversores institucionales a escala mundial, pese a las cuantiosas emisiones realizadas. En efecto, a pesar de la reciente publicación de datos económicos sorprendentemente positivos, en la zona del euro el rendimiento de la deuda pública a largo plazo se situó el 2 de septiembre unos 45 puntos por debajo de sus niveles de finales de mayo, mientras que se mantuvo en general estable en Estados Unidos. En comparación con los niveles de finales de mayo, las tasas de inflación implícitas a largo plazo de la zona del euro descendieron unos 10 puntos básicos, hasta situarse en el 2,1%. En los mercados de renta fija privada, la persistente reducción de la aversión al riesgo se reflejó en un nuevo estrechamiento de los diferenciales, especialmente de los relativos a los valores de renta fija de alta calidad con calificación crediticia más baja y a los valores de grado especulativo.

Entre finales de mayo y el 2 de septiembre del 2009, el rendimiento de la deuda pública a diez años de la zona del euro disminuyó unos 45 puntos básicos, hasta situarse en el 3,6%, a pesar de la reciente publicación de datos económicos sorprendentemente positivos (véase gráfico 21). En Estados Unidos, pese a experimentar acusadas fluctuaciones durante el mismo período, el rendimiento de los bonos a largo plazo se mantuvo en general estable, situándose en el 3,3% el 2 de septiembre de 2009, 15 puntos básicos por debajo de los niveles de finales de mayo. En consecuencia, los rendimientos nominales de la deuda pública a diez años de Estados Unidos y de la zona del euro convergieron y el diferencial de tipos de interés se estrechó en 20 puntos básicos. En Japón, el rendimiento de la deuda pública a diez años se redujo ligeramente, hasta situarse en el 1,3% el 2 de septiembre. En general, en comparación con los mercados de renta variable, en los mercados de renta fija los inversores parecen haber adoptado una actitud más cautelosa respecto a las perspectivas de crecimiento. Al mismo tiempo, los factores de oferta y demanda, como las compras sostenidas de deuda pública por el sector bancario y los inversores institucionales a escala mundial, pueden haber influido en los precios de la renta fija, pese a las cuantiosas emisiones realizadas.

Situaciones en las que las adquisiciones de deuda pública y los tipos de interés a corto plazo se mueven en direcciones opuestas son una característica recurrente del ciclo de intereses de la zona del euro (este tema se ha tratado en el recuadro titulado «Evolución reciente de la adquisición de valores de deuda pública de la zona del euro por parte de las IFM», publicado en el Boletín Mensual de junio del 2009). En el pasado reciente, la evolución del rendimiento de la deuda pública ha estado también determinada, en parte, por los efectos de liquidez, es decir, la disposición de los inversores a pagar una prima por activos que esperan poder liquidar a bajo coste en cualquier momento, tal y como se explica de forma más detallada en el recuadro 4.

Recuadro 4

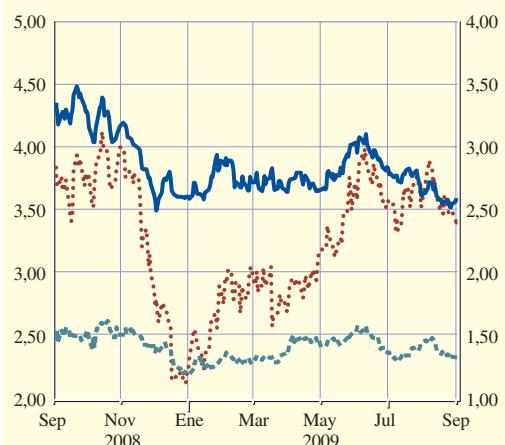
NUEVA EVIDENCIA SOBRE LAS PRIMAS DE CRÉDITO Y DE LIQUIDEZ DE ALGUNOS RENDIMIENTOS DE LA DEUDA SOBERANA EN LA ZONA DEL EURO

Desde el comienzo de la crisis financiera, los mercados de deuda pública han experimentado fuertes fluctuaciones provocadas por la búsqueda de activos seguros y líquidos asociada a cambios en la tolerancia al riesgo y en la percepción de los riesgos. En particular, los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana entre emisores nacionales de la zona del euro se ampliaron a principios de este año hasta alcanzar los niveles más elevados observados desde la introducción del euro, y en los últimos meses se han reducido

Gráfico 21 Rendimiento de la deuda pública a largo plazo

(en porcentaje; datos diarios)

- Zona del euro (escala izquierda)
- Estados Unidos (escala izquierda)
- - - Japón (escala derecha)



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.

de manera significativa¹. Dado que las implicaciones políticas de esta evolución dependen de las causas subyacentes, es importante distinguir los efectos de los cambios percibidos en la calidad crediticia de la deuda soberana de otras influencias, que suelen denominarse «efectos de liquidez». Estos efectos reflejan la disposición de los inversores a pagar una prima por activos que esperan poder liquidar a un coste reducido en cualquier momento. En este recuadro se presenta nueva evidencia sobre la separación del impacto causado por los fenómenos de búsqueda de calidad y de liquidez, basada en los bonos emitidos por institutos públicos de financiación de Alemania y Francia y garantizados por los respectivos Gobiernos.

Las primas de riesgo de crédito se pueden aproximar comparando los rendimientos de bonos de calidad crediticia similar. Concretamente, en consonancia con estudios realizados anteriormente para Estados Unidos y Alemania, se supone que el riesgo de crédito de los bonos de institutos públicos de financiación respaldados por una garantía plena y explícita del Gobierno es igual al riesgo de crédito de la deuda soberana². Por tanto, estos bonos de institutos públicos de financiación garantizados por el Gobierno pueden ayudar a diferenciar las primas de crédito y de liquidez en el mercado de deuda soberana. Dado que se supone que el componente de riesgo de crédito de los rendimientos de bonos de institutos públicos de financiación es el mismo que el de la deuda emitida directamente por el Gobierno que aporta la garantía, las diferencias que se observen entre los rendimientos de los bonos de estos institutos y los de la deuda pública deberían reflejar efectos de liquidez.

En el análisis, centrado en los dos países más grandes de la zona del euro, se utilizan bonos emitidos por el *Kreditanstalt für Wiederaufbau* (KfW) alemán y por la *Caisse d'Amortissement de la Dette Sociale* (CADES) francesa. Aunque los objetivos y las actividades principales de estas instituciones presentan diferencias, los bonos de ambas cuentan con una garantía explícita y plena de los respectivos Gobiernos. Además, KfW y CADES son los institutos públicos de financiación más importantes de la zona del euro en términos de volumen de emisión y, a diferencia de otros institutos públicos de financiación, el volumen de bonos en circulación es suficiente para estimar curvas de rendimientos fiables.

En el gráfico A se muestran los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana a diez años de

1 Para conocer análisis recientes de la evolución de los diferenciales de deuda soberana en la zona del euro, véanse los recuadros del Boletín Mensual titulados «Comparación entre la evolución de los diferenciales de deuda soberana de países de la zona del euro y la de los diferenciales de bonos estatales de Estados Unidos durante las turbulencias financieras» (julio 2009), «¿Cómo han afectado los planes de rescate bancario de los Gobiernos a la percepción del riesgo de crédito por parte de los inversores?» (marzo 2009), y «Ampliación reciente de los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana de la zona del euro» (noviembre 2008), y el artículo titulado «Impacto en las finanzas públicas de la zona del euro del apoyo de los Gobiernos al sector bancario» (julio 2009).

2 Una lógica similar se utilizó en Longstaff (2004) para Estados Unidos (usando bonos de institutos públicos de financiación emitidos por Resolution Funding Corporation) y, más recientemente, en Schwarz (2009) para Alemania (usando bonos emitidos por KfW); véanse F. A. Longstaff (2004), «The Flight to Liquidity Premium in U.S. Treasury Bond Prices», Journal of Business, 77, pp. 511-526, y K. Schwarz (2009), «Mind the Gap: Disentangling Credit and Liquidity in Risk Spreads», Working Paper, Columbia University.

Gráfico A Diferenciales de rendimiento cupón cero de la deuda soberana y de los institutos públicos de financiación

(datos diarios en puntos básicos; medias móviles de cinco días)

— Francia-Alemania, a diez años
··· CADES-KfW, a diez años



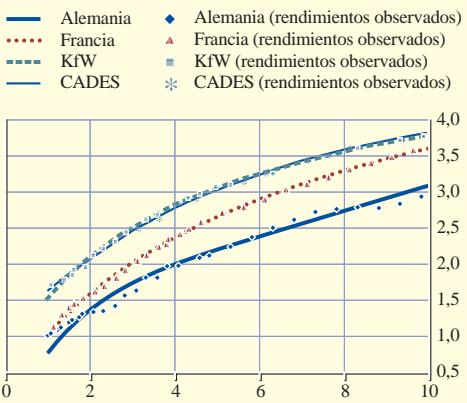
Fuentes: Bloomberg y cálculos del BCE.

Alemania y Francia y el de los bonos de los institutos públicos de financiación de los dos países al mismo plazo. En términos cualitativos, los resultados son los mismos para otros plazos de vencimiento. Resulta sorprendente el hecho de que, aunque a principios de este año se observó un máximo en el diferencial de la deuda soberana francesa y alemana, el diferencial de los bonos de CADES y KfW se mantuvo extraordinariamente estable, con una diferencia absoluta de menos de 10 puntos básicos. En los gráficos B y C se presentan las cuatro curvas de rendimientos en dos fechas: el 9 de marzo de 2009, cuando el diferencial de la deuda soberana a diez años registró un máximo (de 54 puntos básicos), y una fecha más reciente. Incluso el día en que la diferencia entre las curvas de la deuda soberana de Francia y Alemania era amplia, las curvas de los bonos de los institutos seguían siendo casi coincidentes, lo que indica claramente que el elevado diferencial de la deuda soberana se debía a factores de liquidez más que a cambios significativos en la percepción de la calidad crediticia relativa de los emisores soberanos. Además, la estrecha correspondencia entre las curvas de los institutos públicos de financiación alemán y francés apunta a que las diferencias en las primas de liquidez de las emisiones de ambos institutos han sido moderadas, a diferencia de lo observado entre los emisores soberanos.

La evolución de la prima de liquidez en cada uno de los mercados soberanos puede valorarse comparando los rendimientos de la deuda de emisores soberanos y los de bonos de los institutos públicos de financiación para el mismo país. El gráfico D muestra que, en los dos países analizados en este recuadro, se observó un incremento de estas primas a finales del 2008 y principios del 2009. No obstante, el aumento fue mucho más acusado para Alemania que para Francia, probablemente como consecuencia del estatus de referencia de la deuda pública alemana a diez años y de efectos de contagio positivos sobre la liquidez asociados a la elevada liquidez del mercado alemán de futuros sobre deuda pública³. Al mismo tiempo,

Gráfico B Curvas par de rendimientos el 9 de marzo de 2009

(en porcentaje)

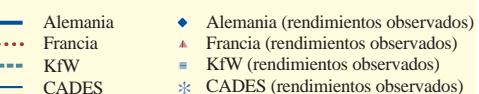


Fuentes: Bloomberg y cálculos del BCE.

Notas: Los símbolos de la leyenda se refieren al rendimiento al vencimiento de los bonos individuales utilizados para estimar las curvas respectivas. Los pronunciados perfiles en forma de U de la curva de rendimientos de la deuda pública alemana representan, fundamentalmente, efectos relacionados con el mercado alemán de futuros sobre deuda pública.

Gráfico C Curvas par rendimientos el 28 de agosto de 2009

(en porcentaje)



Fuentes: Bloomberg y cálculos del BCE.

3 Para un análisis detallado de estos efectos de contagio sobre la liquidez, véase J. Ejsing y J. Sihvonen (2009), «Liquidity premia in German government bonds», Working Paper nº. 1081, BCE. El hecho de que el diferencial de rendimiento entre CADES y KfW se mantenga de manera constante en niveles reducidos indica que acontecimientos específicos de cada instituto público de financiación, como la participación de KfW en el rescate de IKB Deutsche Industriebank, no explica las diferencias observadas entre los diferenciales de la deuda soberana y los diferenciales de los bonos de los institutos públicos de financiación en los dos países.

gráfico confirma que los bonos de institutos públicos de financiación y la deuda pública no se consideran sustitutos próximos en tiempos de crisis, lo que, en parte, puede estar relacionado con las diferentes bases de inversores.

La evidencia presentada en este recuadro es acorde con la interpretación de que la evolución de los mercados de deuda soberana se ha caracterizado por una búsqueda de liquidez (en contraposición a la interpretación de que se ha producido una búsqueda de calidad), que subraya la mayor preferencia de los inversores por activos con el menor riesgo de liquidez. En particular, el análisis muestra que el llamativo aumento del diferencial de rendimiento de la deuda pública de Francia y Alemania no necesariamente debe atribuirse a cambios relativos en la percepción de la calidad crediticia de estos países, sino que más bien podría deberse a variaciones de las primas de liquidez. Aunque este análisis no puede ampliarse a la mayor parte de los demás países de la zona del euro por la inexistencia de bonos de institutos públicos de financiación garantizados por el gobierno, es posible que los efectos de liquidez también hayan influido considerablemente en los rendimientos de la deuda pública en otros países de la zona. No obstante, en algunos de estos países, las fuertes fluctuaciones observadas en los diferenciales de rendimiento también se han visto considerablemente afectadas por la evolución de las variables fiscales, como los déficit presupuestarios y las ratios de deuda previstos⁴.

4 Véase el recuadro titulado «Factores determinantes de los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana a largo plazo en la zona del euro», en el artículo del Boletín Mensual de julio del 2009 ya mencionado, y las referencias incluidas en el mismo.

Gráfico D Diferenciales de rendimiento cupón cero entre los bonos de institutos públicos de financiación y la deuda soberana

(datos diarios en puntos básicos; medias móviles de cinco días)

— KfW-Alemania, a diez años
•••• CADES-Francia, a diez años



Fuentes: Bloomberg y cálculos del BCE.

La incertidumbre de los participantes en el mercado respecto a la evolución a corto plazo del rendimiento de la renta fija, medida por la volatilidad implícita de esos mercados, disminuyó en los tres últimos meses en la zona del euro y Estados Unidos, aunque la pronunciada brecha de volatilidad que se fue observando en el transcurso de mayo entre estas dos áreas económicas no desapareció, apuntando a una mayor incertidumbre respecto a la evolución futura del rendimiento de los bonos estadounidenses, en comparación con el de la deuda pública de la zona del euro. Aunque existen señales de normalización de la situación en los mercados de renta fija a ambos lados del Atlántico, la volatilidad se mantiene actualmente por encima de los niveles observados antes del inicio de las turbulencias financieras en el tercer trimestre del 2007.

En Estados Unidos, al principio del período considerado, los inversores pasaron de confiar en una mejora de las perspectivas de la economía estadounidense a preocuparse por la rapidez y sostenibilidad de la recuperación. En consecuencia, en junio el rendimiento de los bonos estadounidenses a largo plazo registró fuertes aumentos, seguidos de acusados descensos. La publicación de datos económicos que sugerían una mejora de las perspectivas económicas, unida a la inquietud respecto a la absorción de la ingente oferta de deuda pública, contribuyó a elevar ligeramente el rendimiento de los bonos estadounidenses en el transcurso de julio. Sin embargo, la publicación de datos económicos contradictorios, y en general más negativos, en el transcurso de agosto contribuyó a invertir esta trayectoria.

Los mercados de deuda pública de la zona del euro evolucionaron generalmente en línea con los de Estados Unidos durante la mayor parte del período analizado, aunque registraron un importante descenso del rendimiento de los títulos. Concretamente, el rendimiento de la deuda pública se elevó al principio de junio, mientras aumentaba la tolerancia al riesgo. Sin embargo, este aumento se invirtió en la segunda quincena de junio, tras la publicación de algunos indicadores económicos poco alentadores. El descenso del rendimiento sólo se interrumpió a mediados de julio, cuando los inversores recobraron confianza, tras la publicación de datos positivos para la zona del euro. Con todo, se trató de una mejora de corta duración y, durante la mayor parte de agosto, el rendimiento de la deuda pública de la zona del euro disminuyó, al tiempo que bajaba el rendimiento de los bonos del Tesoro estadounidense.

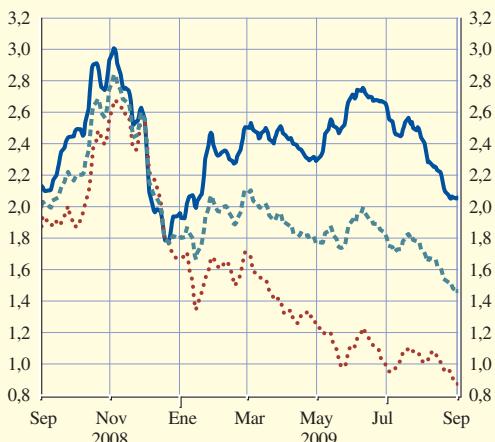
A comienzos de septiembre, el rendimiento de los bonos a largo plazo iniciados con la inflación de la zona del euro fue inferior al observado a finales de mayo (véase gráfico 22). El 2 de septiembre, el rendimiento de los bonos a diez años iniciados con la inflación se situó en torno al 1,5%, unos 40 puntos básicos por debajo de los niveles de finales de mayo del 2009. El descenso del rendimiento real de los bonos a más corto plazo fue más moderado y la curva de rendimientos reales de la zona del euro se aplano ligeramente.

En general, los mercados de bonos iniciados con la inflación parecen haberse estabilizado en los tres últimos meses, tras las tensiones observadas a raíz de la quiebra de Lehman Brothers en septiembre del 2008. Las tasas de inflación implícitas de la zona del euro, que habían mostrado una elevada volatilidad en el pasado, parecen haber dado muestras de una mayor estabilidad en los tres últimos meses y han vuelto a niveles más acordes con los registrados antes del verano del 2008 (véase gráfico 23). Al final del período examinado, las tasas de inflación implícitas *spot* a cinco y a diez años se situaron en torno

Gráfico 22 Rendimiento de los bonos de cupón cero iniciados con la inflación en la zona del euro

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

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

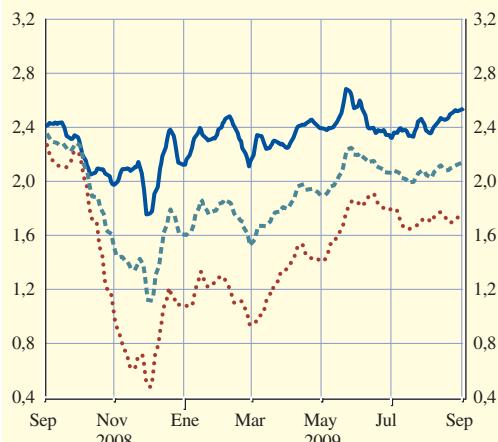


Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

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

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

- 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.

al 1,7% y el 2,1%, respectivamente, unos 10 puntos básicos por debajo de los niveles de finales de mayo del 2009. Otra señal de normalización de los mercados de bonos iniciados con la inflación es el estrechamiento de la brecha entre las tasas de inflación implícitas *forward* a largo plazo en los mercados de bonos y de *swaps*. La tasa de inflación implícita *forward* a cinco años dentro de cinco años y la correspondiente tasa de los *swaps* iniciados con la inflación se situaron ambas en el 2,6% el 2 de septiembre. Pese a experimentar cierta mejora en los últimos meses, los mercados de bonos iniciados con la inflación podrían verse afectados por distorsiones de liquidez. En particular, el rendimiento de los bonos iniciados con la inflación puede seguir incorporando una elevada prima, en compensación por el hecho de que estos bonos ofrecen una menor liquidez que sus contrapartidas nominales. En consecuencia, esta evolución ha de interpretarse todavía con cierta cautela. Con estas reservas, las expectativas de inflación de la zona del euro, reflejadas en los precios de los bonos iniciados con la inflación, permanecen firmemente ancladas a medio y largo plazo, pese a esperarse cierto descenso a más corto plazo.

Entre finales de mayo y el 2 de septiembre, la curva de tipos de interés *forward* implícitos a un día de la deuda pública de la zona del euro se aplanó ligeramente (véase gráfico 24). Persistió una elevada incertidumbre respecto a las perspectivas de crecimiento a medio y largo plazo. El aplanamiento de la curva *forward* a diez años supone una inversión del aumento de la pendiente de la curva observado en los tres últimos meses.

La revisión de la valoración de los riesgos continuó en la zona del euro, en la que los diferenciales de renta fija privada se estrecharon entre finales de mayo y el 2 de septiembre a un ritmo similar al observado en los tres meses anteriores. Los diferenciales de renta fija privada de los sectores financiero y no financiero se estrecharon notablemente en todas las calificaciones crediticias en el período considerado, alcanzando niveles próximos a los observados en el verano del 2008, antes de la quiebra de Lehman Brothers, reflejo de la persistente tendencia hacia una menor aversión al riesgo. No obstante, los diferenciales de renta fija privada se mantienen por encima de los niveles observados antes del inicio de las turbulencias financieras en el tercer trimestre del 2007, aunque pueden haberse reducido excesivamente durante el boom del crédito anterior a la crisis financiera.

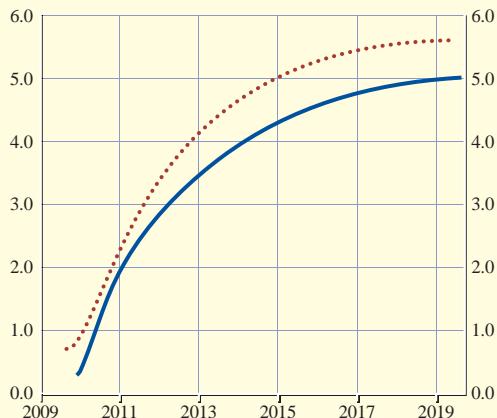
2.5 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

En los tres últimos meses, los principales mercados de renta variable del mundo siguieron mostrando la tendencia al alza que empezó a manifestarse a comienzos de marzo del 2009. Esta evolución fue reflejo de la mayor tolerancia al riesgo impulsada por cambios en el clima de los mercados, que llevaron a muchos

Gráfico 24 Tipos de interés *forward* implícitos a un día en la zona del euro

(en porcentaje; datos diarios)

— 2 de septiembre de 2009
····· 29 de mayo de 2009



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 del 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.

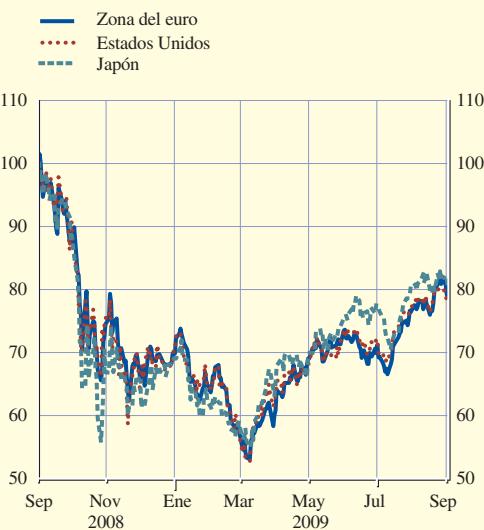
participantes en el mercado a revisar al alza sus expectativas de crecimiento de la economía mundial en los próximos trimestres. En este contexto, la incertidumbre de los mercados de renta variable, medida por la volatilidad implícita obtenida de las opciones sobre acciones, volvió a disminuir en los tres últimos meses, alcanzando niveles que no se observaban desde el verano del 2008.

Entre finales de mayo y el 2 de septiembre, las cotizaciones bursátiles de la zona del euro, medidas por el índice Dow Jones EURO STOXX, subieron un 10%, mientras que las de Estados Unidos y Japón, medidas por el índice Standard & Poor's 500 y el índice Nikkei 225, ganaron en ambos casos un 8% (véase gráfico 25). Con ello prosiguió la tendencia que comenzó a observarse al final del primer trimestre del 2009 y que refleja un aumento de la tolerancia al riesgo impulsado por cambios en el clima de los mercados. En particular, numerosos participantes en el mercado han revisado al alza sus perspectivas de crecimiento de la economía mundial en los próximos trimestres, revisión que se ha acentuado más recientemente en la zona del euro.

En línea con esta evolución, la volatilidad de los mercados de renta variable, medida por la volatilidad implícita obtenida de las opciones sobre acciones, siguió disminuyendo en los últimos meses (véase gráfico 26) y se sitúa en los niveles registrados en el verano del 2008, lo que sugiere que el aumento de la incertidumbre observado tras la quiebra de Lehman Brothers se ha moderado notablemente. Sin embargo, los mercados de renta variable reflejan todavía la incertidumbre respecto al probable ritmo de recuperación. Pese la reciente mejora, las cotizaciones bursátiles de la zona del euro se mantienen alrededor de un 30% por debajo de la media del 2008.

Gráfico 25 Índices bursátiles

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

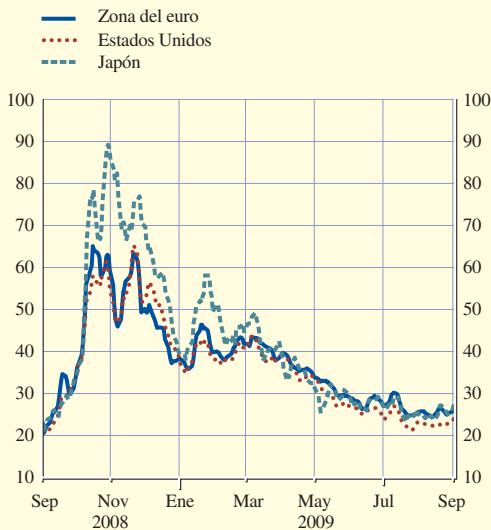


Fuentes: Reuters y Thomson Financial Datastream.

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

Gráfico 26 Volatilidad implícita de los mercados de renta variable

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



Fuente: Bloomberg.

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

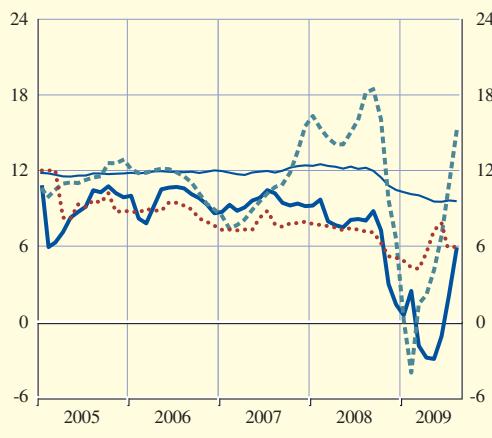
La evolución positiva de los precios de las acciones registrada desde finales de mayo se ha observado en todos los sectores, tanto en la zona del euro como en Estados Unidos. En ambas áreas económicas, las subidas fueron particularmente acusadas en el sector financiero, alcanzando el 19% en la zona del euro y el 11% en Estados Unidos, entre finales de mayo y el 2 de septiembre. El aumento de los precios de las acciones en el sector financiero de la zona del euro es reflejo, en parte, de una valoración más positiva, por el mercado, de la capitalización de las entidades de crédito de la zona y, por ende, de su capacidad para hacer frente a la actual desaceleración económica. Por otro lado, muchas entidades de crédito de la zona del euro publicaron resultados favorables en el segundo trimestre del 2009. En general, y pese a las subidas de los tres últimos meses, las acciones del sector financiero de la zona del euro se mantienen un 50% por debajo de los niveles registrados antes del inicio de la crisis financiera. En los sectores no financieros, en los tres últimos meses las acciones de los sectores de bienes de consumo y de industria experimentaron también fuertes subidas, mientras que sectores como el de agua, gas y electricidad y el de sanidad tuvieron resultados menos favorables (véase cuadro 3).

En los tres últimos meses, la reciente mejora del clima de los mercados se reflejó también en la evolución de los beneficios a ambos lados del Atlántico (véase gráfico 27). Las expectativas de beneficios

Gráfico 27 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).

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	Telecomunicaciones	Agua, gas, electric.
Participación del sector en la capitalización bursátil (datos a fin de período)	100,0	7,8	6,2	11,7	7,5	27,8	3,9	12,0	4,6	8,0	10,5
Variación de los precios (datos a fin de período)											
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
2009 I	-14,0	-13,6	-8,3	-11,5	-5,9	-20,1	-7,4	-14,0	-9,5	-8,8	-21,0
2009 II	16,4	19,8	3,3	17,7	9,7	34,2	3,9	18,0	15,8	0,0	9,0
Julio 2009	9,4	14,0	5,6	12,8	1,2	13,18	7,1	11,6	3,5	7,7	4,2
Agosto 2009	5,7	1,7	4,6	-1,1	2,7	11,4	0,8	7,4	6,0	1,8	8,1
31 may 2009 - 02 sep 2009	10,3	7,6	3,3	10,2	-1,5	19,0	3,7	13,1	3,9	10,5	7,3

Fuentes: Thomson Financial Datastream y cálculos del BCE.

de las empresas incluidas en el índice Dow Jones EURO STOXX para los próximos doce meses se revisaron al alza, tornándose positivas en julio y agosto, tras varios meses de valores negativos. Estas positivas expectativas de beneficios para el índice general son resultado de las favorables expectativas de ganancias de las empresas del sector financiero, mientras que las del sector no financiero, aunque han mejorado, permanecen todavía en valores negativos. En Estados Unidos, el repunte de las expectativas de beneficios para los próximos doce meses de las empresas incluidas en el índice Standard & Poor's 500 reflejan también un aumento mucho más importante de los beneficios del sector financiero. Las expectativas de los beneficios a largo plazo de las empresas de la zona del euro se revisaron también al alza, en relación con los niveles de principios del segundo trimestre del 2009, mientras que las de las empresas estadounidenses se revisaron ligeramente a la baja.

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

El coste medio real de la financiación de las sociedades no financieras de la zona del euro se redujo considerablemente en el segundo trimestre del 2009. La mayor parte de este descenso tuvo su origen en una pronunciada disminución del coste real de los préstamos bancarios a corto plazo y de los valores de renta fija. En este contexto, la emisión de valores distintos de acciones por parte de las sociedades no financieras continuó con la tendencia ascendente observada desde diciembre del 2008, mientras que el crecimiento de la financiación bancaria siguió reduciéndose. Esta evolución apunta a que continúa la recuperación de los mercados de valores de renta fija privada, pero también puede indicar que algunas empresas están experimentando dificultades para obtener suficiente financiación a través de las entidades de crédito.

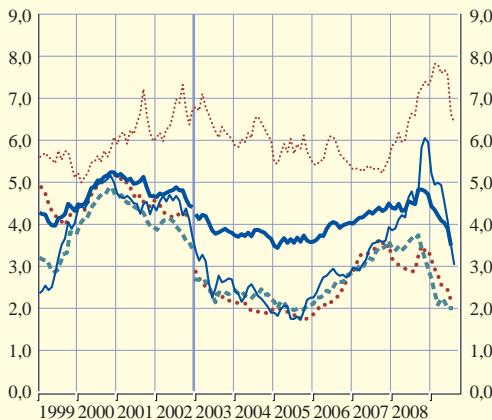
CONDICIONES DE FINANCIACIÓN

El coste real de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro —calculado ponderando el coste de las distintas fuentes de financiación a partir de sus saldos vivos, corregido de efectos de valoración⁴— se redujo hasta situarse en el 3,9% en el segundo trimestre del 2009, 32 puntos básicos por debajo de los niveles del primer trimestre del 2009 (véase gráfico 28). Tanto los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela como los costes de financiación de los valores de renta fija disminuyeron en términos reales en ese período. El recorte de 50 puntos básicos de los tipos de interés oficiales del BCE en el segundo trimestre del 2009 siguió contribuyendo a la reducción de los tipos de interés reales a corto plazo aplicados por las IFM a los

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

(en porcentaje; datos mensuales)

- 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 armonización de los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos introducida a principios del 2003 provocó una ruptura en las series.

4 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.

préstamos, que experimentaron un descenso de 36 puntos básicos en ese mismo período, mientras que los tipos de interés reales a largo plazo aplicados por este sector disminuyeron 9 puntos básicos. En un entorno en el que la situación en los mercados bursátiles está mejorando y en el que se ha producido cierta disminución de la incertidumbre, el coste real de las acciones se redujo 26 puntos básicos, mientras que el coste de los valores de renta fija cayó unos 90 puntos básicos. Desde una perspectiva a más largo plazo, el coste real total de la financiación de las sociedades no financieras de la zona del euro se mantuvo en niveles similares a los registrados antes del estallido de las perturbaciones financieras en el verano del 2007, aunque el coste de la financiación mediante valores de renta fija continuó siendo más elevado.

Para que la transmisión de la política monetaria funcione adecuadamente, es importante que las modificaciones de los tipos de interés oficiales del BCE repercutan en los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a los préstamos y créditos concedidos a hogares y a empresas. En épocas normales, la evolución de los costes de financiación a corto plazo de las entidades de crédito resulta influida, fundamentalmente, por las fluctuaciones de los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario (EURIBOR), mientras que los tipos a más largo plazo aplicados por las entidades a los préstamos y créditos suelen reflejar la evolución de los rendimientos de la deuda pública. Como se observa en el cuadro 4, los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a los nuevos préstamos a las sociedades no financieras con plazo de vencimiento reducido descendieron aproximadamente 40 y 30 puntos básicos para los préstamos por importe superior a un millón de euros y para los préstamos por importe inferior a un millón de euros, respectivamente, entre marzo y junio del 2009. Al mismo tiempo, los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario experimentaron un descenso de unos 40 puntos básicos, debido, en parte, a la normalización de las condiciones que se sigue observando en los mercados interbancarios. Los datos de julio del 2009 confirman la tendencia a la baja de los tipos de interés a corto plazo aplicados a los préstamos

Las variaciones de los tipos de interés a largo plazo aplicados por las entidades de crédito los préstamos y créditos fueron más pronunciadas que las de los rendimientos correspondientes de la deuda pública a largo plazo, y continuaron con su tendencia descendente, una trayectoria acorde, en líneas generales,

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 jul. 2009 ¹⁾		
							2008	2009	2009
	II	III	IV	I	Jun	Jul	Abr	Abr	Jun
Tipos de interés aplicados por las IFM									
Descubiertos en cuenta de las sociedades no financieras	6,67	6,91	6,26	5,10	4,58	4,34	-220	-42	-24
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	6,16	6,34	5,38	4,03	3,64	3,57	-246	-25	-7
Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años	5,43	5,64	5,32	4,75	4,50	4,32	-88	-28	-18
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	5,62	4,28	2,83	2,56	2,37	-293	-17	-19
Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años	5,52	5,64	4,76	3,87	3,70	3,89	-150	-12	19
Pro memoria									
Tipo de interés a tres meses del mercado monetario	4,94	5,03	3,26	1,63	1,22	0,98	-380	-44	-24
Rendimiento de la deuda pública a dos años	4,72	4,09	2,62	1,74	1,68	1,40	-246	-32	-28
Rendimiento de la deuda pública a cinco años	4,75	4,21	3,29	3,00	3,14	2,86	-114	-13	-28

Fuente: BCE.

Nota: Los datos trimestrales son datos de fin de período.

1) Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo.

con el comportamiento del mecanismo de transmisión en el pasado⁵. Mientras que los tipos de interés aplicados por las entidades a los préstamos a largo plazo de importe reducido a las sociedades no financieras descendieron alrededor de 25 puntos básicos, los aplicados a los préstamos de importe elevado concedidos a este sector se redujeron, en promedio, unos 20 puntos básicos en junio del 2009. Esta evolución es acorde con los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios de julio del 2009⁶, en la que el porcentaje neto de entidades que señaló un endurecimiento de los criterios aplicados para la aprobación de préstamos a empresas fue algo más elevado para las grandes empresas que para las pequeñas y medianas empresas. En julio del 2009, la evolución de los tipos de interés aplicados por las entidades a los préstamos de importe reducido y de importe elevado fue ligeramente dispar.

Los diferenciales de los valores de renta fija privada (medidos como la diferencia entre los rendimientos de los valores de renta fija privada y los de la deuda pública) contienen información de utilidad sobre las condiciones de financiación mediante valores de renta fija de las empresas de la zona del euro. En el segundo trimestre del 2009, los diferenciales se redujeron en todas las categorías de calificación crediticia, y continuaron disminuyendo en julio y agosto, en algunos casos hasta situarse en los niveles registrados antes de la quiebra de Lehman Brothers. Más concretamente, los descensos observados en general en este período fueron más pronunciados en los bonos con calificación crediticia baja y, en particular, en aquellos con calidad crediticia de grado especulativo. Por ejemplo, los bonos de renta fija de alta rentabilidad de la zona del euro cayeron más de 700 puntos básicos, y los bonos con calificación BBB, 160 puntos básicos, mientras que los bonos con calificación AA experimentaron un descenso más limitado, de unos 30 puntos básicos (véase gráfico 29). Las diferencias en la caída de los rendimientos en todos los plazos de vencimiento de los créditos podrían estar relacionadas con las menores percepciones del riesgo y aversión al riesgo en los mercados, junto con unas expectativas económicas algo más favorables.

FLUJOS DE FINANCIACIÓN

La mayor parte de los indicadores de rentabilidad de las sociedades no financieras de la zona del euro apuntan a una nueva disminución en el segundo trimestre del 2009. La tasa de crecimiento interanual de los beneficios por acción de las sociedades no financieras cotizadas de la zona del euro se redujo desde el -22,6% de marzo del 2009 hasta el -31,3% de agosto del 2009 (véase gráfico 30). De cara al futuro, los datos disponibles sobre expectativas de beneficios en los próximos doce meses proporcionados por analistas de los mercados financieros se han revisado al alza aunque seguirán siendo negativos.

La tasa de crecimiento interanual real de la financiación externa de las sociedades no financieras

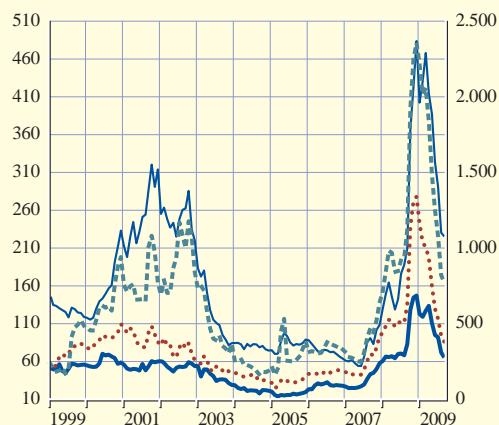
5 Véase el artículo titulado «Evolución reciente del proceso de transmisión a los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela en la zona del euro» en el Boletín Mensual de agosto del 2009.

6 Para una descripción detallada de los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios de julio del 2009, véase el recuadro 2 del Boletín Mensual de agosto del 2009.

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

(en puntos básicos; medias mensuales)

- AA denominados en euros de las sociedades no financieras (escala izquierda)
- A denominados en euros de las sociedades no financieras (escala izquierda)
- - - BBB denominados en euros de las sociedades no financieras (escala izquierda)
- Alta rentabilidad denominados en euros (escala derecha)



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.

(que incluye los préstamos concedidos por las IFM, los valores distintos de acciones y las acciones cotizadas) se redujo hasta situarse en el 1,9% en el segundo trimestre del 2009, desde el 2,1% del trimestre precedente (véase gráfico 31). Este descenso se debió fundamentalmente a la pronunciada caída de la tasa de crecimiento interanual real de los préstamos de las IFM, que se situó en el 1% en el segundo trimestre (frente al 1,7% del primer trimestre), contribuyendo con ello considerablemente menos a la financiación externa. La contribución de la financiación procedente de la emisión de acciones cotizadas aumentó ligeramente, al igual que la de la financiación mediante valores distintos de acciones.

En el gráfico 32 se presentan los componentes que integran el ahorro, la financiación y la inversión de las empresas de la zona, según figuran en las cuentas de la zona del euro, disponibles hasta el primer trimestre del 2009. Estas medidas más amplias muestran que, en términos agregados, las empresas de la zona del euro han destinado más fondos a la inversión real y financiera de los que se podrían obtener mediante fondos denominarse «brecha de financiación» y, en líneas generales, ha aumentado de magnitud desde mediados del 2004. En el primer trimestre del 2009, la brecha de financiación era del 6,7% del valor añadido total del sector no financiero. Como se ve en el gráfico, la mayor parte de la financiación interna y externa se utilizó para financiar inversiones reales (formación bruta de capital fijo), mientras que la inversión financiera fue menor. La adquisición neta de activos financieros, incluidas acciones, descendió en el citado trimestre, y este sector siguió reduciendo los activos líquidos.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras volvió a reducirse y se situó en el 2,8% al final del segundo trimestre del 2009, continuando la tendencia que comenzó en el segundo semestre del 2008 (véase cuadro 5). En julio del 2009, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos otorgados a las sociedades no financieras disminuyó de nuevo, situándose en el 1,6%, como consecuencia, fundamentalmente, de una nueva contracción de

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

(en porcentaje; datos mensuales)

— Observados
.... Esperados

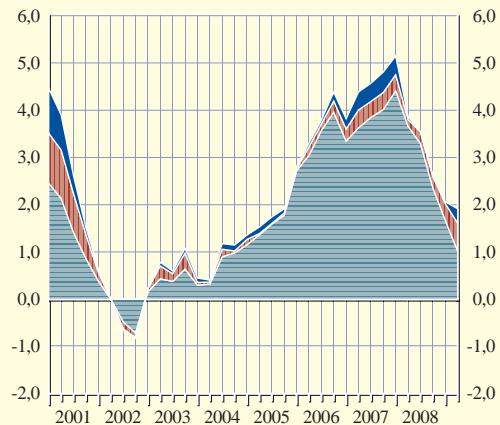


Fuentes: Thomson Financial Datastream y cálculos del BCE.

Gráfico 31 Detalle de la tasa de crecimiento interanual real de la financiación externa de las sociedades no financieras¹⁾

(tasas de variación interanual)

— Acciones cotizadas
— Valores distintos de acciones
— Préstamos de IFM



Fuente: BCE.

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

los préstamos a corto plazo. El rápido deterioro de la actividad económica real observado desde principios de año parece haberse traducido en una fuerte desaceleración de la actividad de crédito en su conjunto, con un descenso especialmente pronunciado para los préstamos a corto plazo. En cuanto a la estructura de vencimientos de los préstamos de las IFM, las tasas de crecimiento interanual de los préstamos hasta un año, de uno a cinco años y a más de cinco años se situaron en el -8,4%, el 6,1% y el 5,5%, respectivamente, en julio del 2009. En comparación, en marzo, estas tasas se situaban en el -0,3%, el 11,1% y el 8,2%, respectivamente.

La encuesta sobre préstamos bancarios del Euro sistema ayuda a identificar los factores que contribuyen a la demanda de préstamos de las sociedades no financieras. Como se observa en el gráfico 33, según las entidades participantes en la encuesta, dos factores, la inversión en capital fijo y las operaciones de fusión y adquisición, fueron los que más contribuyeron a la disminución de la demanda.

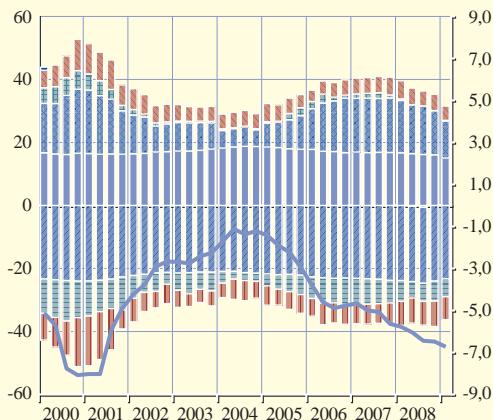
De cara al futuro, se espera que el crecimiento del crédito continúe desacelerándose. Ciertamente, aunque la última encuesta sobre préstamos bancarios indica cierto alivio de las presiones que limitan la oferta de préstamos de las entidades de crédito, especialmente en lo que respecta a los costes de financiación y disponibilidad de fondos de las entidades, la evidencia empírica sugiere que la evolución del crecimiento de los préstamos suele responder a una variación en los criterios aplicados para la aprobación de préstamos y créditos con un desfase de tres a cuatro trimestres, y los préstamos a las sociedades no financieras suelen ir considerablemente a la zaga del ciclo económico. Además, unas perspectivas moderadas para la inversión, debido a la reducida utilización de la capacidad productiva, la disminución de las operaciones de fusión y adquisición, y un nivel de apalancamiento relativamente elevado de las empresas de la zona del euro, podría reducir la demanda de préstamos, mientras que las presiones sobre los flujos financieros y las menores reservas de liquidez podrían conllevar una mayor necesidad de recurrir a la financiación externa.

A parte de la financiación a través de préstamos de las IFM, las empresas pueden recurrir directamente a los mercados financieros como fuente de financiación. Datos recientes sobre la emisión de valores distintos de acciones por parte de las sociedades no financieras sugieren un nuevo aumento de la financiación mediante valores de renta fija, cuya tasa de crecimiento interanual se incrementó hasta el 11,3% en el segundo trimestre del 2009, en comparación con el 9% del primer trimestre. La tendencia hacia un aumento de la emisión de valores distintos de acciones apunta a ciertos efectos de sustitución para compensar parte de la marcada desaceleración de la financiación bancaria. Además, datos de provee-

Gráfico 32 Ahorro, financiación e inversión de las sociedades no financieras

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

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



Fuente: Cuentas de la zona del euro.

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

Cuadro 5 Financiación de las sociedades no financieras

	Tasas de crecimiento interanual (variaciones porcentuales; fin de trimestre)				
	2008 II	2008 III	2008 IV	2009 I	2009 II
Préstamos de IFM	13,7	12,2	9,6	6,3	2,8
Hasta un año	12,1	19,9	6,9	-0,3	-5,4
De uno a cinco años	19,9	17,6	14,0	11,1	7,4
Más de cinco años	12,4	11,4	9,5	8,2	5,8
Valores distintos de acciones	7,4	3,4	5,9	7,1	9,0
A corto plazo	22,3	9,4	14,3	16,3	-11,2
A largo plazo, <i>de los cuales</i> ¹⁾	4,8	2,2	4,4	5,5	13,1
A tipo fijo	3,5	2,6	5,2	6,8	17,8
A tipo variable	12,6	2,6	4,5	1,9	-0,9
Acciones cotizadas	1,0	0,1	0,0	-0,1	0,4
Pro memoria ²⁾					
Total financiación	3,9	3,8	3,5	3,1	-
Préstamos a sociedades no financieras	9,9	9,4	8,3	6,5	-
Reservas técnicas de seguro ³⁾	0,3	0,4	0,0	0,1	-

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.

dores comerciales muestran señales de un mayor recurso a la emisión de este tipo de valores en todas las categorías de calificación crediticia y en todos los sectores, especialmente por parte de emisores con calificaciones bajas y en sectores cíclicos. La recuperación del mercado de renta fija de alta rentabilidad y la reducción de la financiación bancaria parecen reflejar el aumento de la tolerancia al riesgo a escala global y la disminución de los diferenciales de crédito.

La tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras aumentó hasta el 1,5% en el segundo trimestre del 2009, respaldada por la evolución positiva de los mercados bursátiles.

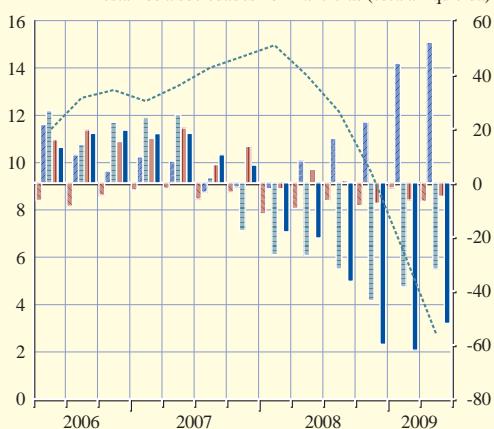
POSICIÓN FINANCIERA

La fuerte expansión actual de la financiación mediante valores de renta fija por parte de las sociedades no financieras, junto con la disminución del excedente bruto de explotación y del PIB, hicieron que el endeudamiento en relación con el PIB y con el excedente bruto de explotación de las empresas experimentara un ligero aumento en el segundo trimestre del 2009 (véase gráfico 34). Como consecuencia del considerable descenso del crecimiento de la financiación bancaria y de los tipos de interés de mercado, la carga de intereses de las sociedades no financieras continuó disminuyendo en el segundo trimestre del 2009 y se situó en los niveles registrados justo antes del comienzo de las perturbaciones financieras (véase gráfico 35). En general, el elevado nivel de endeudamiento y la carga de intereses asociada significan que las sociedades no financieras siguen siendo vulnerables a la incertidumbre existente y a posibles perturbaciones futuras.

Gráfico 33 Crecimiento de los préstamos y factores que contribuyen a la demanda de préstamos de las sociedades no financieras

(tasas de variación interanual; en porcentaje neto)

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



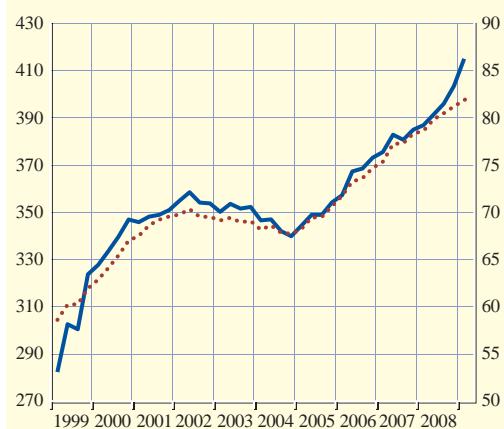
Fuente: BCE.

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

Gráfico 34 Ratios de endeudamiento del sector de sociedades no financieras

(en porcentaje)

- Deuda en relación con el excedente bruto de explotación (escala izquierda)
- Deuda en relación con el PIB (escala derecha)



Fuentes: BCE, Eurostat y cálculos del BCE.

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

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

(puntos básicos)

- Carga neta de tipos de interés bancarios (escala izquierda)
- Tipos medios ponderados de los préstamos (escala derecha)
- Tipos medios ponderados de los depósitos (escala derecha)



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 segundo trimestre del 2009, las condiciones de financiación de los hogares se caracterizaron por nuevos descensos de los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a los préstamos y créditos y por la disminución del endurecimiento de los criterios aplicados para la aprobación de préstamos. No obstante, la evolución del endeudamiento de los hogares continuó siendo contenida, debido probablemente a la debilidad actual de la actividad económica y a la persistente incertidumbre en torno a las perspectivas económicas y al mercado de la vivienda. La moderada necesidad de financiación de este sector condujo a la estabilización de su nivel de endeudamiento, mientras que la carga por intereses volvió a reducirse.

CONDICIONES DE FINANCIACIÓN

Como consecuencia de los nuevos recortes de los tipos de interés oficiales del BCE, los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda continuaron descendiendo de manera pronunciada en el segundo trimestre del 2009 (véase gráfico 36). No obstante, esta reducción se concentró principalmente en los tipos de interés de los préstamos a corto plazo, en particular en los de los préstamos a tipo de interés variable y con período inicial de fijación del tipo hasta un año. Ciertamente, en junio, el tipo de interés de esta modalidad de préstamo registró un nuevo mínimo y se situó aproximadamente 270 puntos básicos por debajo del máximo registrado en octubre del 2008. En cambio, los tipos a largo plazo prácticamente no se modificaron en el segundo trimestre del 2009. En consecuencia, la estructura temporal de los tipos aplicados a los préstamos para adquisición de vivienda siguió caracterizándose por un diferencial positivo entre los tipos de los préstamos con período inicial de fijación largo (es decir, de más de diez años) y aquellos con período inicial de fijación corto (esto es, hasta un año).

En el segundo trimestre del 2009 también se observó una nueva caída, aunque de magnitud considerablemente menor en la mayor parte de los períodos iniciales de fijación del tipo, de los tipos de interés aplicados por las IFM al crédito al consumo. Este descenso fue especialmente acusado para los tipos a corto plazo (es decir, los tipos aplicados a los préstamos a tipo de interés variable y con período inicial de fijación del tipo hasta un año) y para los tipos a largo plazo (esto es, los tipos aplicados a los préstamos con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años). No obstante, los tipos de interés de los préstamos con período inicial de fijación del tipo de más de un año y hasta cinco años se mantuvieron en niveles sustancialmente inferiores a los aplicados a otras modalidades de crédito al consumo.

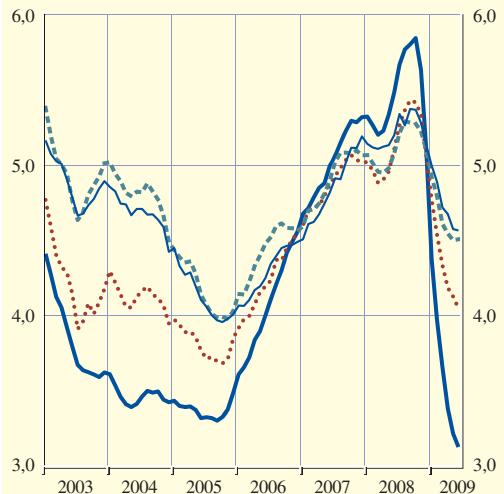
Los diferenciales entre los tipos de interés a corto plazo aplicados a los nuevos préstamos para adquisición de vivienda y los tipos de mercado a plazos similares se redujeron ligeramente en el segundo trimestre del 2009, mientras que el diferencial correspondiente a los tipos a largo plazo se redujo en mayor medida. En el caso del crédito al consumo, los diferenciales de los tipos a corto plazo prácticamente no se modificaron en el segundo trimestre, mientras que los de los tipos a largo plazo disminuyeron considerablemente. En general, el hecho de que los diferenciales hayan tendido a descender indica que los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a hogares han estado ajustándose a las reducciones de los tipos de mercado tras el acusado recorte de los tipos de interés oficiales del BCE.

Los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios de julio del 2009 indican que el porcentaje neto de entidades que señaló que se había producido un endurecimiento de los criterios aplicados para la

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

(en porcentaje; excluidas comisiones; tipos de interés de las nuevas operaciones¹⁰)

- Sin fijación del tipo y con período inicial de fijación del tipo hasta un año
- Con período inicial de fijación del tipo de más de un año y hasta cinco años
- - - Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años y hasta diez años
- Con período inicial de fijación del tipo de más de diez años



Fuente: BCE.

aprobación de préstamos y créditos volvió a disminuir en el segundo trimestre, tanto en lo que respecta a los préstamos para adquisición de vivienda como al crédito al consumo y otros préstamos, las perspectivas del mercado de la vivienda, las expectativas relativas a la actividad económica en general, y una valoración menos negativa de los riesgos relativos a las garantías solicitadas continuaron siendo los principales factores que contribuyeron a este descenso en el segundo trimestre. En cuanto a los préstamos para adquisición de vivienda, el endurecimiento neto de los márgenes disminuyó en el segundo trimestre, tanto para los préstamos con un nivel medio de riesgo como para los de mayor riesgo, mientras que el endurecimiento neto de las condiciones no relacionadas con el precio prácticamente no se modificó. En cambio, en el caso del crédito al consumo y otros préstamos, las entidades participantes en la encuesta continuaron aumentando sus márgenes, pero las condiciones no relacionadas con el precio pasaron a ser menos rigurosas. Por último, aunque, en general, las entidades consideraron que la demanda de crédito al consumo y otros préstamos se había mantenido negativa en el segundo trimestre, en lo que respecta a la demanda de préstamos para adquisición de vivienda señalaron que había sido ligeramente positiva por primera vez desde el segundo trimestre del 2006.

FLUJOS DE FINANCIACIÓN

La tasa de crecimiento interanual del total de préstamos concedidos a los hogares experimentó una nueva moderación y se situó en el 2,6% en el primer trimestre del 2009 (el más reciente para el que se dispone de datos de las cuentas de la zona del euro), frente al 3,7% del trimestre anterior. La tasa de crecimiento de los préstamos de las instituciones distintas de IFM a este sector se mantuvo muy elevada, en el 18,2%, en el primer trimestre del 2009. No obstante, en gran medida, esta evolución no es atribuible a nuevos préstamos originados por instituciones distintas de IFM, sino más bien 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), que fueron especialmente intensas en el cuarto trimestre del 2008. 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 segundo trimestre del 2009 (véase gráfico 37), mientras que los flujos mensuales mostraron algunas señales de estabilización.

En julio del 2009, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM a los hogares continuó siendo nula, sin variaciones con respecto al segundo trimestre y tras situarse en el 0,9% en el primer trimestre. La evolución a corto plazo, medida por la tasa de crecimiento de tres meses anualizada, también se situó próxima a cero en julio. No obstante, aunque los flujos netos mensuales de préstamos a hogares fueron reducidos, siguieron siendo positivos en julio (incluso antes de corregir los datos por los efectos de la titulización), indicando que la tendencia a la baja observada previamente puede haberse interrumpido.

La continuada moderación del endeudamiento es acorde con la marcada desaceleración observada en el mercado de la vivienda, con la debilidad de la actividad económica y con la incertidumbre en torno a las perspectivas de renta. Por otra parte, el hecho de que el nivel de endeudamiento de los hogares se mantenga elevado en relación con ciclos anteriores también puede estar causando un impacto moderador sobre el endeudamiento.

La caída de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM a los hogares es consecuencia de la evolución del endeudamiento para adquisición de vivienda, el principal componente de los préstamos a este sector, y del crédito al consumo. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos para adquisición de vivienda volvió a ser ligeramente negativa en julio, mes en que se situó en el -0,2%, sin variaciones con respecto al segundo trimestre y frente al 0,7% del primer trimestre. La tasa de crecimiento interanual del crédito al consumo disminuyó de nuevo, hasta el -1,1%, en julio, desde el -0,3% y el 1,3% del segundo y primer trimestres, respectivamente.

Gráfico 37 Total de préstamos concedidos a los hogares

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

- Crédito al consumo de IFM
- Préstamos de IFM para adquisición de vivienda
- Otros préstamos de IFM
- Total préstamos de IFM
- ... Total préstamos



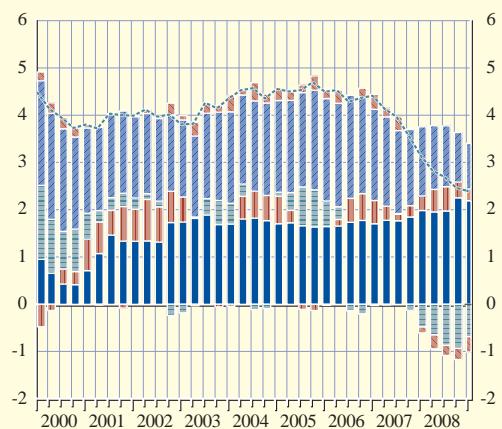
Fuente: BCE.

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 segundo trimestre del 2009 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 38 Inversión financiera de los hogares

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)

- Efectivo y depósitos
- Valores distintos de acciones, excluidos derivados financieros
- Acciones y otras participaciones
- Reservas técnicas de seguro
- Otros¹⁾
- - - Activos financieros totales



Fuentes: BCE y Eurostat.

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

En cuanto al activo del balance del sector hogares de la zona del euro que figura en las cuentas de la zona del euro, la tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera total continuó descendiendo y se situó en el 2,4% en el primer trimestre del 2009, frente al 2,5% y el 2,7% del cuarto y tercer trimestres del 2008, respectivamente (véase gráfico 38). Esta reducción estuvo impulsada, fundamentalmente, por la continuación de las ventas netas de acciones y participaciones en fondos de inversión (aunque están descendiendo), así como por la caída de la contribución de la inversión en valores distintos de acciones y productos de seguro. Al mismo tiempo, la inversión de los hogares en depósitos siguió constituyendo la principal contribución, pese a experimentar una leve moderación, reflejo de su preferencia por activos seguros y líquidos, dada la incertidumbre existente en torno a la evolución económica futura. Los depósitos representaron el 37,5% de la cartera de los hogares en el primer trimestre del 2009, aproximadamente 7 puntos porcentuales más que en el segundo trimestre del 2007, antes del comienzo de las perturbaciones. Al mismo tiempo, en el primer trimestre del 2009, el flujo de inversión en seguros de vida se recuperó de la tendencia a la baja observada en los ocho trimestres anteriores.

POSICIÓN FINANCIERA

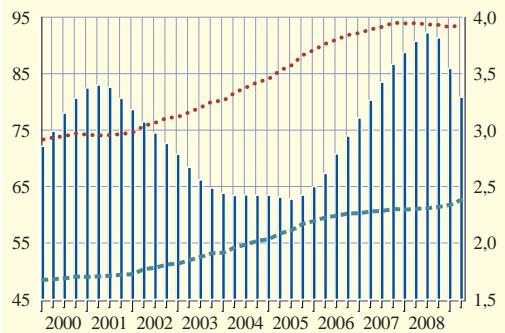
La continuada moderación del endeudamiento de los hogares ha hecho que la necesidad de financiación de este sector se stabilice en los últimos trimestres. La deuda en relación con la renta disponible de los hogares se ha mantenido ligeramente por debajo del 94% desde principios del 2008, tras haber registrado un máximo a finales del 2007, y se estima que sólo experimentó un ligero aumento en el segundo

trimestre del 2009 (véase gráfico 39). Este leve incremento está relacionado con el hecho de que la desaceleración de la actividad económica real y de la renta sea más pronunciada que la de la deuda. De igual modo, se calcula que la deuda en relación con el PIB de este sector se elevó moderadamente en el primer semestre de este año. Al mismo tiempo, se estima que la carga de intereses de los hogares volvió a descender hasta situarse en el 3,3% de la renta disponible en el segundo trimestre del 2009, frente al 3,5% del trimestre precedente. Esta evolución refleja el impacto de la disminución de los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a los préstamos y créditos, particularmente en lo que respecta a los préstamos a tipo de interés variable.

Gráfico 39 Endeudamiento y pagos de intereses de los hogares

(en porcentaje)

- Pagos de intereses en porcentaje de la renta bruta disponible (escala derecha)
- Deuda de los hogares en relación con la renta bruta disponible (escala izquierda)
- - - Deuda de los hogares en relación con el PIB (escala izquierda)



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 muestran se han estimado en parte.

3 PRECIOS Y COSTES

Según el avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se situó en el -0,2% en agosto, frente al -0,7% de julio. Esta evolución está en línea con las expectativas anteriores y refleja, en gran medida, los efectos de base derivados de las fluctuaciones registradas por los precios internacionales de las materias primas hace un año. Como consecuencia de estos efectos de base cabe esperar que las tasas de inflación interanual vuelvan en los próximos meses a valores positivos, en los que se estima que se mantendrán a más largo plazo, y se espera que los precios y costes permanezcan en una senda moderada, como resultado de la actual atonía de la demanda en la zona del euro y en otros países. Según las proyecciones macroeconómicas de septiembre del 2009 elaborados por los expertos del BCE, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se situará entre el 0,2% y el 0,6% en el 2009 y entre el 0,8% y el 1,6% en el 2010. Los riesgos para estas perspectivas están, en general, equilibrados.

3.1 PRECIOS DE CONSUMO

El proceso de desinflación observado en la zona del euro ha continuado en el verano del 2009. La inflación medida por el IAPC general, que había alcanzado una cota máxima del 4% en julio del 2008, se tornó negativa en junio del 2009 y bajó al -0,7% en julio. La caída de la inflación estuvo determinada, principalmente, por el pronunciado descenso de los precios de los componentes de energía y alimentos del IAPC de la zona del euro, que han venido reflejando fuertes efectos de base a la baja en los últimos meses. La inflación en el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, disminuyó también, aunque se produjo de forma más moderada y fue consecuencia, en gran medida, de la desaceleración económica.

Según el avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se situó en el -0,2% en agosto, frente al -0,7% de julio (véase cuadro 6). Aunque no se han publicado todavía las estimaciones oficiales del detalle del IAPC de agosto, la evidencia disponible sugiere que el aumento de la tasa de variación interanual del IAPC ha reflejado un efecto de base al alza de los precios del componente de energía, originado por el descenso de los precios del crudo registrado a finales de verano del 2008. Tal y como estaba previsto, los efectos de base asociados a las marcadas fluctuaciones de los precios del petróleo a lo largo de los dos últimos años han influido notablemente en el perfil de la inflación interanual medida por el IAPC, y seguirán haciéndolo. Aunque estos efectos de base moderaron la inflación de la zona del euro hasta julio del 2009, se espera que vuelvan a situar las tasas de inflación interanual en valores positivos en los próximos meses.

Cuadro 6 Evolución de los precios

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	2007	2008	2009 Mar	2009 Abr	2009 May	2009 Jun	2009 Jul	2009 Ago
IAPC y sus componentes								
Índice general ¹⁾								
Energía	2,1	3,3	0,6	0,6	0,0	-0,1	-0,7	-0,2
Alimentos no elaborados	2,6	10,3	-8,1	-8,8	-11,6	-11,7	-14,4	.
Alimentos elaborados	3,0	3,5	2,4	1,6	0,7	0,0	-1,1	.
Bienes industriales no energéticos	2,8	6,1	1,6	1,2	1,0	1,1	0,8	.
Servicios	1,0	0,8	0,8	0,8	0,8	0,6	0,5	.
Precios industriales	1,0	0,8	0,8	0,8	0,8	0,6	0,5	.
Precios del petróleo (euro/barril)	2,5	2,6	1,9	2,5	2,1	2,0	1,9	.
Otros indicadores de precios								
Precios de las materias primas no energéticas	2,7	6,1	-3,2	-4,8	-5,9	-6,5	-8,5	.
Precios del petróleo (euro/barril)	52,8	65,9	36,5	39,0	42,8	49,5	46,5	51,1
Fuentes: Eurostat, HWWI y cálculos del BCE basados en datos de Thomson Financial Datastream. 1) La inflación medida por el IAPC de agosto del 2009 corresponde a una estimación preliminar de Eurostat.								

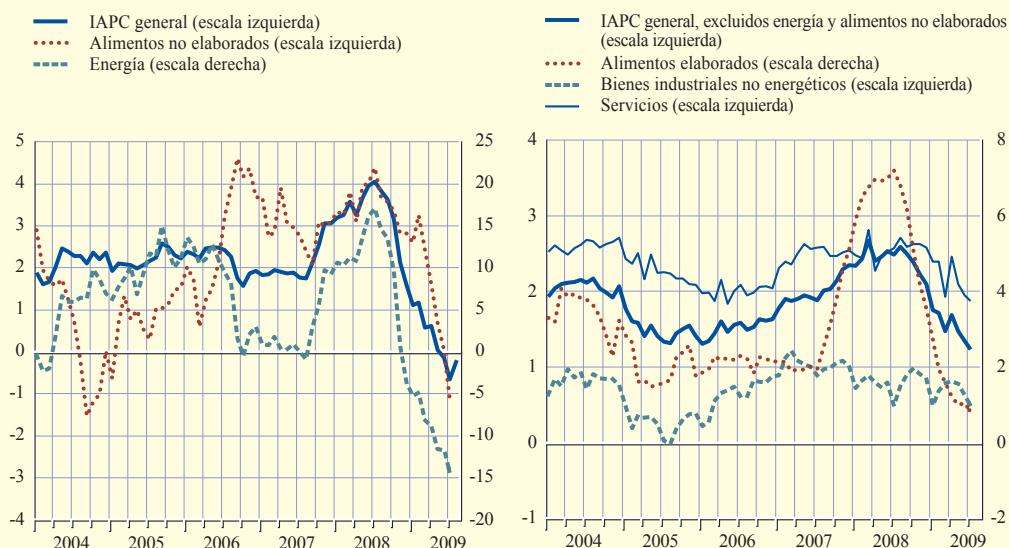
Fuentes: Eurostat, HWWI y cálculos del BCE basados en datos de Thomson Financial Datastream.
1) La inflación medida por el IAPC de agosto del 2009 corresponde a una estimación preliminar de Eurostat.

Por sectores, la volatilidad de los componentes de energía y alimentos del IAPC de la zona del euro ha estado estrechamente relacionada con la de los precios de las materias primas en los mercados internacionales. Las oscilaciones de los componentes energéticos del IAPC reflejan los efectos combinados de dos factores. Por un lado, las variaciones de los precios de componentes con un alto contenido de petróleo (como la gasolina, el gasóleo y los combustibles para calefacción), principalmente determinadas por las fluctuaciones de los precios mundiales del crudo y las modificaciones de los márgenes del refino. Por otro lado, las variaciones de los precios de los componentes energéticos del IAPC no derivados del petróleo (como el gas y la electricidad), que tienden a seguir los precios del crudo con cierto retraso. En julio del 2009, la tasa de variación interanual de los precios de la energía disminuyó hasta el -14,4%, tras haber crecido hasta más del 17% un año antes. El considerable descenso de la inflación en el componente energético del IAPC observado en los doce últimos meses fue reflejo, básicamente, de la reducción de las tasas de variación interanual de los precios de los combustibles líquidos para transporte y calefacción y, en menor medida, de las variaciones de los precios del gas y de la electricidad. Sin embargo, es probable que se produzcan nuevos descensos en esta última categoría de bienes en los próximos meses (véase gráfico 40).

La inflación en los precios de los alimentos ha disminuido progresivamente desde la cota máxima alcanzada a mediados del 2008, siguiendo en general el perfil del componente energético. La disminución gradual de la inflación en los precios de los alimentos de la zona del euro puede atribuirse, fundamentalmente, a efectos de base a la baja derivados del fuerte aumento de los precios de las materias primas registrado hasta julio del 2008 y de su posterior caída, y a la debilidad de la demanda de consumo. Los efectos de base a la baja han influido especialmente en las variaciones de las tasas de inflación interanual de los componentes de alimentos del IAPC en los últimos meses. La tasa de variación interanual del componente de alimentos no elaborados del IAPC de la zona del euro se situó en el -1,1% en julio del 2009. Se observó una reducción paulatina de las presiones inflacionistas en la mayor parte de las partidas de este componente del IAPC, especialmente en las que están más expuestas a variaciones de los precios de las materias primas, como la

Gráfico 40 Desagregación del IAPC por principales componentes

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

carne. Además, la tasa de variación interanual de este componente acusó los efectos de mayores caídas de lo previsto de los precios de las frutas y hortalizas en el verano. La tasa de variación interanual de los precios de los alimentos elaborados disminuyó al 0,8% en julio del 2009, desde el máximo del 7,2% alcanzado doce meses antes. También para este componente, la caída de la tasa de inflación interanual estuvo determinada, en gran medida, por las variaciones de los precios de las partidas más expuestas a las fluctuaciones de los precios de las materias primas, como los cereales, los productos lácteos y los aceites y las grasas.

La tasa de variación interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos se ha mantenido en una moderada senda a la baja desde el inicio del año, situándose en el 0,5% en julio del 2009, ligeramente por debajo de la media del 0,8% registrada en el 2008. La disminución de la inflación en los precios de los bienes industriales no energéticos se produjo en un contexto de debilidad de la demanda de consumo, unida a descensos de los precios industriales y, más recientemente, a las rebajas de verano. La evolución reciente de la inflación en los bienes industriales no energéticos estuvo determinada, en buena parte, por la contribución decreciente de los bienes de consumo duradero, especialmente de los automóviles. La tasa de variación interanual de los precios de los automóviles de la zona del euro se situó en el -0,7% en julio y reflejó los fuertes descuentos ofrecidos. Por el contrario, se observó una escasa reducción de la inflación en los bienes de consumo semiduradero, que constituyen una parte importante de los bienes industriales no energéticos y que reflejan, en gran medida, las variaciones de los precios de los artículos de vestir y del calzado. La tasa de variación interanual de los precios de los bienes de consumo no duradero disminuyó también de forma poco significativa en los últimos meses, tras haber seguido una trayectoria ascendente durante varios años, como resultado del aumento de los precios administrados (que afectan, por ejemplo, a los precios del suministro de agua) y de los precios de las materias primas.

La inflación en los precios de los servicios ha seguido reduciéndose ligeramente en los últimos meses, alcanzando el 1,9% en julio del 2009. En general, la inflación en los precios de los servicios se sitúa actualmente en torno al 2,5%, muy por debajo de la media de los dos últimos años, y más cerca de la media del período 2005-2006, es decir, el período anterior a la perturbaciones de los precios del petróleo y de los alimentos. En los últimos meses, la evolución de la inflación en los precios de los servicios ha seguido estando determinada por la contribución decreciente del componente de servicios personales y creativos y, en menor medida, del componente de servicios de transporte, que había sido muy significativa hasta el tercer trimestre del 2008. Es probable que la debilidad de la demanda de consumo se haya traducido en recortes de los gastos no necesarios de los consumidores, mientras que la fuerte competencia en términos de precios habrá inducido a las empresas a trasladar a los consumidores las anteriores reducciones de los costes de los bienes intermedios, especialmente los relacionados con los precios de la energía y de los alimentos. En cuanto a los servicios de transporte, su reducida contribución reflejó, casi enteramente, la evolución del transporte aéreo de pasajeros, debido con toda probabilidad a las dificultades experimentadas por el sector del transporte aéreo como resultado de la caída de la demanda de servicios de transporte por negocios y vacaciones. Asimismo, la tendencia a la baja observada en la tasa de variación interanual de los precios de los servicios de comunicación y de vivienda continuó, aunque parece haber registrado cierta desaceleración.

En general, si se excluyen los componentes de alimentos y energía, que representan cerca del 30% de la cesta del IAPC, la inflación medida por el IAPC, que se había mantenido prácticamente estable desde comienzos del 2007 hasta finales del 2008, ha mostrado cierta tendencia a la baja a partir del principio del presente año. En julio del 2009, la tasa de variación interanual de este agregado se situó en el 1,3%, unos 0,5 puntos porcentuales por debajo de la media anual de los años 2007 y 2008. El nuevo descenso de la inflación medida por el IAPC, excluidos los alimentos y la energía, reflejó, principalmente, las

debilidades del entorno macroeconómico. En el recuadro 5 se analiza la relación entre la actividad económica y la inflación, y se estudia por qué la inflación no está bajando más en respuesta a la fuerte caída de la actividad económica.

Recuadro 5

RELACIÓN ENTRE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA Y LA INFLACIÓN EN LA ZONA DEL EURO

La actividad económica de la zona del euro ha caído de forma acusada en los últimos trimestres y se espera que siga dando muestras de debilidad a corto plazo, lo que indicaría que la diferencia entre la demanda y la oferta potencial, o la magnitud de la capacidad productiva no utilizada de la economía, se ha ampliado, posiblemente de forma significativa. Al mismo tiempo, el perfil de la inflación medida por el IAPC general se ha visto afectado por las variaciones de los precios de las materias primas, mientras que prácticamente todas las previsiones disponibles sitúan al IAPC, excluida la energía, en una lenta senda descendente este año y el siguiente. En el presente recuadro se intenta arrojar luz sobre la cuestión de por qué la inflación no se reduce en mayor medida como consecuencia de la fuerte caída de la actividad económica.

Aunque la inflación es, en última instancia, un fenómeno monetario, el equilibrio entre el producto agregado y la oferta potencial es un factor determinante de las presiones inflacionistas a corto plazo. La presión de la demanda sobre los recursos (la intensidad con la que las empresas utilizan los factores trabajo y capital existentes, y el grado de tensión en el mercado de trabajo) afecta a los costes de producción de las empresas, a su capacidad de fijación de precios y a sus decisiones en materia de precios.

Un método estándar para comprender esta relación es la curva de Phillips. En su formulación original, esta curva presentaba una relación simple a corto plazo entre la inflación y la tasa de desempleo. Las variantes modernas reconocen que la oferta potencial puede variar también con el tiempo, por lo que relacionan la inflación con desviaciones de la actividad económica con respecto a su nivel potencial: la brecha de producción¹. Asimismo, reconocen la influencia de las expectativas de las empresas y de los trabajadores en el proceso de determinación de los precios y salarios. Así pues, incluyen medidas de las expectativas de inflación, que pueden ser prospectivas (por ejemplo, expectativas recogidas en las encuestas) o más retrospectivas (expectativas expresadas en términos de inflación pasada), y reflejan que las expectativas pueden también formarse en respuesta a la evolución reciente de la inflación. Por último, los modelos de inflación intentan captar la influencia de algunos factores por el lado de la oferta, como variaciones de los precios del petróleo y de otras materias primas. Dado que las variaciones de estos precios tienden a transmitirse bastante rápidamente a la inflación medida por el IAPC general, los movimientos bruscos pueden influir de forma significativa en la inflación a corto plazo. Este hecho se ha observado muy claramente en los últimos años, en los que la subida y caída de los precios internacionales de las materias primas, especialmente de los alimentos y de la energía, han sido un factor determinante del fuerte ascenso y descenso de la inflación medida por el IAPC de la zona del euro.

1 Para más información sobre las distintas medidas disponibles, véase el artículo titulado «Crecimiento del producto potencial y brechas de producción: concepto, utilización y estimación», en el Boletín Mensual de octubre del 2000. A este respecto se considera la utilización de la capacidad productiva (de la que se ofrece una descripción más detallada en el recuadro 6 del presente Boletín Mensual), que mide la capacidad de producción excedente de las empresas. La brecha de producción es un indicador más amplio, que sintetiza la medida en que la actividad económica actual se sitúa por encima o por debajo de una capacidad de oferta agregada sostenible.

Sin embargo, en las dos últimas décadas, la capacidad de producción excedente ha registrado fluctuaciones relativamente moderadas, por lo que puede ser más difícil utilizar la curva de Phillips para determinar con precisión el impacto sobre la inflación y establecer con seguridad en qué medida la inflación puede verse afectada por la actual brecha de producción en la zona del euro. No obstante, la experiencia histórica tiende a sugerir que las fluctuaciones de la capacidad productiva no utilizada de la economía apenas han influido en el proceso inflacionista de la zona del euro. Como puede observarse en el gráfico, la relación entre la brecha de producción y la evolución de los precios no ha mostrado una tendencia clara en el pasado y, en promedio, sólo unas variaciones relativamente importantes de la brecha de producción influirían en la inflación de la zona del euro². Ésta es una de las razones por las que cabe esperar que la inflación de la zona del euro se mantenga razonablemente anclada, pese al intenso deterioro de la actividad.

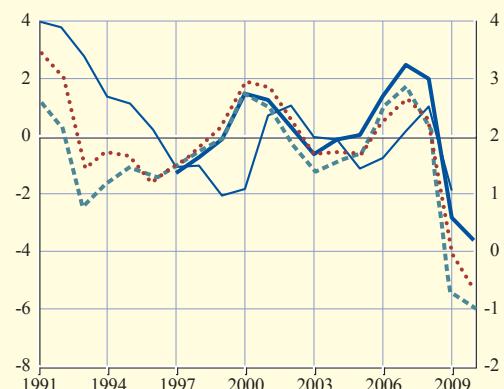
Otro tema que dificulta la evaluación de la relación entre la inflación y el producto mediante la curva de Phillips es que no es fácil medir las brechas de producción con precisión³. La capacidad general de oferta de la economía no es observable y tiene que estimarse, lo que introduce inevitablemente cierto grado de incertidumbre. El gráfico, que recoge las estimaciones de las brechas de producción realizadas por distintos organismos internacionales, refleja esta incertidumbre. Aunque las medidas han tenido a mostrar movimientos en general coincidentes, ha habido períodos en los que se ha observado una falta de consenso respecto a la medida en que la demanda ha superado la oferta.

Por otro lado, la evaluación del producto potencial y de la capacidad productiva no utilizada de la economía adolece de una elevada incertidumbre en tiempo real. Ello puede ser particularmente cierto en las circunstancias actuales, en las que no se puede establecer claramente la medida en que la fuerte desaceleración de la actividad refleja el impacto negativo de factores por el lado de la oferta, que reducirían el producto potencial de forma significativa. En efecto, es posible que la recesión actual haya dado también lugar a una reducción de la oferta potencial, a través de una caída del nivel del producto potencial, o de una ralentización del crecimiento futuro, o de ambas. Esta caída del nivel del producto potencial puede haber sido resultado, por ejemplo, de un ajuste brusco del exceso de capacidad acumulado antes de la crisis financiera por el desecho (*scrapping*) del capital físico o por una mayor depreciación de inversiones anteriores. En el contexto actual, este argumento podría ser relevante, por ejemplo, en el sector de la construcción, del automóvil y en el financiero. Además, el enorme aumento del desempleo y la reducción de plantillas en algunos sectores podrían incrementar el nivel de paro estructural. En la medida en que estos

Medidas de la brecha de producción y de la inflación medida por el IAPC excluida la energía en la zona del euro

(tasas de variación interanual; datos anuales)

- Comisión Europea (escala izquierda)
- FMI (escala izquierda)
- - - OCDE (escala izquierda)
- IAPC excluida la energía (escala derecha)



Fuentes: Comisión Europea, FMI, OCDE y Eurostat.

Notas: Las estimaciones de las brechas de producción de los años 2009 y 2010 son proyecciones. Para el año 2009, los datos del IAPC, excluida la energía, están basados en las observaciones mensuales disponibles.

2 Véanse, por ejemplo, A. Musso, L. Stracca y D. von Dijk, «Instability and nonlinearity in the euro area Phillips curve», Working Paper series, n.º 811, BCE, septiembre 2007, y G. Fagan y J. Morgan, *Econometric models of the euro area central banks*, Edward Elgar Press, 2005.

3 Véase el recuadro 5, titulado «La fiabilidad o no fiabilidad de las estimaciones sincrónicas de la brecha de producción», en el Boletín Mensual de febrero del 2005.

factores implican un descenso del producto potencial de la zona del euro, ello sugeriría que la magnitud de la capacidad productiva no utilizada de la economía es inferior a lo que indican las estimaciones del gráfico y que las presiones inflacionistas presentes en la zona del euro podrían ser más moderadas que en el caso de una desaceleración determinada únicamente por la demanda⁴.

Existen otras explicaciones de por qué se espera que la inflación se mantenga relativamente anclada, pese a la fuerte caída de la demanda. Un factor clave, captado por la curva de Phillips, es que las expectativas de inflación contribuyen notablemente a configurar la evolución de la inflación. A lo largo del año pasado, las expectativas de inflación a medio plazo de la zona del euro se han mantenido firmemente ancladas en un nivel próximo al 2%.

Otra cuestión a considerar es que algunas características estructurales de la economía pueden suponer importantes no linealidades o asimetrías en la respuesta de los precios a cambios en la actividad económica. Por ejemplo, las empresas pueden ser más reacias a bajar los precios que a subirlos, los trabajadores pueden resistirse a aceptar reducciones de los salarios nominales, los contratos pueden renegociarse a intervalos infrecuentes y los salarios pueden indiciar con la evolución pasada de los precios⁵. Estas rigideces de los precios y salarios moderarían la respuesta desinflacionista al deterioro de la situación económica.

Por consiguiente, existen en general varias razones por las que se espera que la inflación se mantenga relativamente anclada, pese al fuerte deterioro de la situación económica que se ha venido registrando en la zona del euro hasta hace poco. Cabe esperar que la capacidad productiva no utilizada de la economía influya escasamente en el proceso inflacionista de la zona del euro en los próximos trimestres. Persiste una elevada incertidumbre respecto a la magnitud de la capacidad productiva no utilizada de la economía y al papel de la brecha de producción en la configuración del perfil de la inflación. En particular, no se puede establecer claramente la medida en que la fuerte desaceleración de la actividad económica refleja el impacto negativo de factores por el lado de la oferta que podrían haber reducido el producto potencial. Es posible que la actual recesión haya supuesto también una reducción de la oferta potencial, lo que implicaría la existencia de una brecha de producción más pequeña y de presiones inflacionistas más moderadas. Por otra parte, la curva de Phillips muestra que, mientras que la capacidad productiva no utilizada de la economía puede contribuir a variaciones de la inflación a corto plazo, unas expectativas de inflación firmemente ancladas son también un importante factor determinante del proceso inflacionista.

4 Para un análisis mas detallado, véase el recuadro 4, titulado «Estimaciones del producto potencial de la zona del euro», en el Boletín mensual de julio de 2009.

5 Para más información sobre la fijación de precios en la zona del euro, véase el artículo titulado «El proceso de determinación de precios en la zona del euro», en el Boletín Mensual de noviembre del 2005.

3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

Las presiones sobre los precios a lo largo de la cadena de suministro se han vuelto a reducir en los últimos meses y se mantienen en una senda muy moderada. La tasa de variación interanual de los precios industriales excluida la construcción, que se había tornado negativa al inicio del año, ha seguido disminuyendo a un ritmo sostenido en los últimos meses. Todos los componentes contribuyeron a este descenso, aunque los precios de la energía y de los bienes intermedios lo hicieron de forma más especial, debido a la escasa demanda de productos industriales y a efectos de base a la baja. El descenso de la inflación en los precios industriales estuvo determinado inicialmente por los precios de la energía y de los bienes intermedios y se extendió posteriormente a las últimas fases de la cadena de producción, en las que algunos componentes registraron tasas de variación interanual negativas. La evolución de la tasa de variación interanual de los precios industriales de los bienes de consumo sugiere la existencia de presiones a la baja sobre el componente de bienes industriales no energéticos del IAPC.

La tasa de variación interanual de los precios industriales cayó al -8,5% en julio del 2009, desde un nivel superior al 9% en el mismo mes del año anterior. Si se excluyen la energía y la construcción, la inflación interanual en los precios industriales registró en julio una nueva caída, hasta el -4%, a la que contribuyeron todos los subcomponentes. Las tasas de variación interanual de todos los componentes alcanzaron niveles negativos sin precedentes, a excepción del componente de bienes de equipo, que permaneció en valores ligeramente positivos (véase gráfico 41). Pese a ello, en conjunto la trayectoria a corto plazo de los componentes de energía y bienes intermedios parece haberse invertido en los últimos meses, muy probablemente en respuesta al aumento generalizado de los precios del petróleo y de las materias primas industriales, en tasa intermensual, y como consecuencia de la estabilización de la demanda en niveles reducidos. Por consiguiente, la evolución a corto plazo señala que, en conjunto, las presiones latentes a la baja sobre los precios están disminuyendo. Por otro lado, los fuertes efectos de base derivados de la inversión, iniciada en agosto del 2008, del repunte de los precios del crudo elevará la tasa de variación interanual de los precios industriales en los próximos meses.

La información relativa a los últimos meses procedente de las encuestas sobre fijación de precios por parte de las empresas señala también una moderación de las presiones a la baja sobre los precios (véase gráfico 42). Por lo que se refiere a la encuesta a los directores de compras, el índice de precios de los bienes intermedios y el índice de precios cobrados en el sector manufacturero se han elevado desde abril del 2009, muy probablemente como resultado de los incrementos intermensuales de los precios de las materias primas y de las menores presiones para rebajar los precios a efectos de estimular las ventas. En agosto del 2009, ambos índices aumentaron de forma significativa. El índice de precios de los bienes intermedios volvió a niveles que no se observaban desde octubre del 2008 y el índice de precios cobrados

Gráfico 41 Desagregación de los precios industriales

(tasas de variación interanual; datos mensuales)

- Industria, excluida construcción (escala izquierda)
- Bienes intermedios (escala izquierda)
- - - Bienes de equipo (escala izquierda)
- Bienes de consumo (escala izquierda)
- Energía (escala derecha)

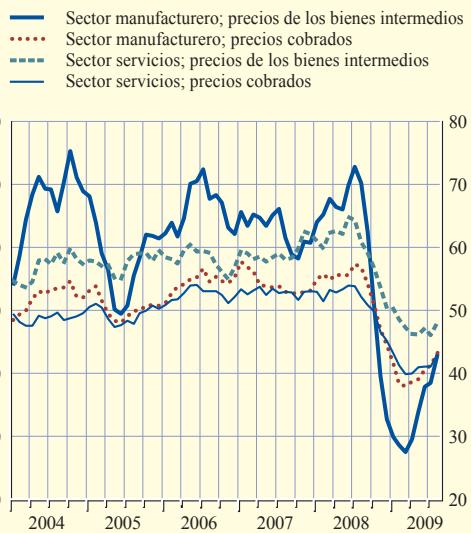


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

alcanzó su cota más alta en el año. En el sector servicios, las presiones a la baja sobre los precios se han estabilizado en los últimos meses. En comparación con el sector manufacturero, los índices de este sector han experimentado un menor descenso desde el tercer trimestre del 2008. En particular, el índice de precios de los bienes intermedios ha disminuido mucho menos, probablemente debido a que, contrariamente a lo que ocurre en el sector manufacturero, incluye los costes laborales, que se han visto menos afectados que los demás costes de los bienes intermedios. Las cifras de agosto, si vienen confirmadas por los indicadores de producción y demanda en los próximos meses, indican que las presiones a la baja se están atemperando rápidamente. Sin embargo, pese a estos recientes aumentos, todos los índices se mantienen por debajo de 50, el nivel teórico en el que no se produce ningún cambio, y siguen señalando que, en promedio, los precios están bajando en relación con el mes anterior, aunque a un ritmo mucho más lento que en los últimos meses.

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

(índices de difusión; datos mensuales)



Fuente: Markit.

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

3.3 INDICADORES DE COSTES LABORALES

El crecimiento de los costes laborales, que alcanzó niveles máximos a finales del 2008, está dando claras muestras de desaceleración, como reflejo de un menor crecimiento de los salarios y de la disminución de las horas trabajadas. Esta evolución ha originado algunas diferencias en el ritmo de descenso de las tasas de crecimiento interanual de los salarios negociados, de los costes laborales por hora y de la remuneración por asalariado (véanse gráfico 43 y cuadro 7).

La tasa de crecimiento interanual de los salarios negociables de la zona del euro, el único indicador de costes laborales actualmente disponible para el conjunto del segundo trimestre del 2009, descendió desde el 3,2% del primer trimestre del 2009 hasta el 2,7% del segundo trimestre, la mayor caída trimestral registrada desde 1996. Es probable que esta reducción sea reflejo de la menor capacidad de nego-

Cuadro 7 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	2007	2008	2008 II	2008 III	2008 IV	2009 I	2009 II
Salarios negociados	2,1	3,2	2,9	3,4	3,6	3,2	2,7
Costes laborales totales por hora	2,7	3,3	2,3	3,4	4,0	3,7	.
Remuneración por asalariado	2,5	3,1	3,2	3,4	2,8	1,8	.
<i>Pro memoria:</i>							
Productividad del trabajo	0,9	-0,1	0,3	-0,1	-1,7	-3,6	.
Costes laborales unitarios	1,6	3,2	2,8	3,5	4,5	5,6	.

Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

ciación de los trabajadores, como consecuencia de la fuerte contracción de la actividad económica, del marcado aumento del desempleo y del pronunciado descenso de la inflación. Sin embargo, la tasa de crecimiento interanual de los salarios negociados, situada en el 2,7% en el segundo trimestre del 2009, se mantiene en un nivel igual o superior al observado en cualquier otro trimestre entre los años 1996 y 2007. Por consiguiente, los salarios negociados siguen registrando un crecimiento interanual elevado en la zona del euro, tras los fuertes incrementos observados en el 2008. Dado que este indicador refleja los aumentos salariales pactados en los convenios colectivos, el hecho de que se haya visto relativamente menos afectado puede atribuirse, en gran medida, a la duración de los convenios colectivos (aproximadamente dos años) en la zona del euro. En efecto, un elevado número de contratos laborales se firmaron antes de que la inflación medida por el IAPC empezara a descender y que la actividad económica comenzara a contraerse en la zona del euro. Si se considera que los salarios negociados responden a cambios en la situación económica con cierto retraso, es probable que este indicador vuelva a bajar.

El indicador de salarios negociados refleja el principal componente de los salarios pactado anticipadamente, pero no recoge la evolución de otros componentes de la remuneración, como las cotizaciones sociales de las empresas, y los componentes flexibles de la remuneración, como las primas. La evolución de estos componentes queda reflejada en los otros dos indicadores utilizados para realizar un seguimiento de la evolución de los costes laborales en la zona del euro, es decir, los costes laborales por hora y la remuneración por asalariado. La principal diferencia entre estos indicadores reside en el hecho de que los costes laborales se calculan por hora, mientras que la remuneración por asalariado refleja los costes por empleado.

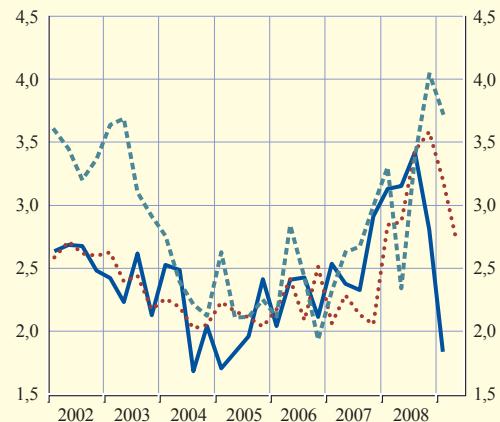
La tasa de crecimiento interanual de los costes laborales por hora de la zona del euro disminuyó ligeramente, hasta el 3,7%, en el primer trimestre del 2009, desde el 4% del cuarto trimestre del 2008. El crecimiento todavía elevado de los costes laborales por hora se debe, en gran medida, a convenios colectivos anteriores y al impacto de varias medidas adoptadas para reducir el número de horas trabajadas por empleado, ya que el menor número de horas trabajadas va acompañado con frecuencia de un recorte menos que proporcional de la remuneración, tal y como ocurre, por ejemplo, en Alemania, con la implantación de la flexibilidad horaria¹. Debido a que el sector industrial es el que se vio más afectado por estas medidas de ajuste, en el primer trimestre del 2009 los costes laborales por hora aumentaron más en este sector, concretamente un 6,1%, frente a un 3,6% en la construcción y un 2,4% en los servicios (véase gráfico 44).

La tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado cayó al 1,8% en el primer trimestre del 2009, desde el 2,8% del cuarto trimestre del 2008. Esta fuerte caída fue también resultado del menor

Gráfico 43 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)

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



Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

¹ Véase también el cuadro titulado «Ajustes de los mercados de trabajo durante la actual contracción de la actividad económica», en el Boletín Mensual de junio del 2009.

número de horas trabajadas, de recortes en los componentes flexibles de las remuneraciones y, sobre todo, de los fuertes descensos observados en Alemania, Italia, Países Bajos y Bélgica, asociados a los horarios laborales reducidos extensamente utilizados en estos países para recortar el número de horas trabajadas por asalariado. La desagregación por sectores indica que la desaceleración del crecimiento de la remuneración por asalariado registrada en el primer trimestre estuvo determinada, en primer lugar, por la evolución de los servicios de mercado (comercio, transporte, comunicaciones, actividades financieras y empresariales) y de la industria, excluida la construcción. Se observaron descensos más moderados en la construcción y en los servicios no de mercado.

La tasa de crecimiento interanual de la productividad por asalariado bajó rápidamente, desde el $-1,6\%$ del último trimestre del 2008, hasta el $-3,6\%$ del primer trimestre del 2009, ya que el descenso del empleo fue menos acusado que la contracción de la actividad económica. Pese a la reducción de la remuneración por asalariado, la acelerada caída de la productividad originó, a su vez, un marcado repunte del crecimiento de los costes laborales unitarios, desde el $4,5\%$ del cuarto trimestre del 2008, hasta el $5,6\%$ del primer trimestre del 2009, un nuevo máximo desde el inicio de la UEM. Sin embargo, la productividad por hora disminuyó mucho menos, dado que el ajuste del empleo en la actual recesión se ha producido más en términos de horas trabajadas que de número de asalariados, debido a las medidas especiales implantadas en varios países de la zona del euro (véase sección 4.2).

3.4 EVOLUCIÓN DE LOS BENEFICIOS EMPRESARIALES

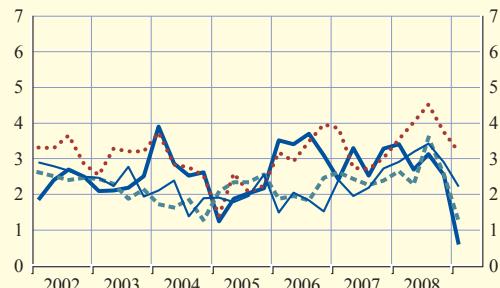
En el primer trimestre del 2009, los beneficios empresariales de la zona del euro disminuyeron un $8,3\%$, en tasa interanual, acentuando la tendencia a la baja observada desde mediados del 2007. La fuerte contracción registrada en el primer trimestre, la más acusada hasta la fecha, fue consecuencia de la caída de la actividad económica (volumen) y del descenso del margen por unidad de producto (véase gráfico 45). Los beneficios por unidad de producto disminuyeron, principalmente, como resultado del elevado crecimiento de los costes laborales unitarios, ante la debilidad de la demanda y la dificultad para las empresas de trasladar estos costes a los precios finales, y pese a la reducción de las presiones externas sobre los precios, como consecuencia de la evolución de los precios del petróleo y de otras materias primas.

Por lo que se refiere a la evolución registrada en las principales ramas de actividad (industria y servicios de mercado), la contracción de los beneficios fue particularmente pronunciada en la industria, con una

Gráfico 44 Evolución de los costes laborales por sectores

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)

- Industria, excluida construcción – RPA
- Construcción – RPA
- Servicios de mercado – RPA
- Servicios – RPA



- Industria, excluida construcción – ICL por hora
- Construcción – ICL por hora
- Servicios de mercado – ICL por hora



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

tasa interanual que superó el 33% en el primer trimestre del 2009 (véase gráfico 46). Esta contracción fue más acusada en la industria que en las demás ramas de actividad, como resultado, en gran medida de la mayor caída de la actividad en este sector, debido a su carácter más cíclico, y a la elevación de los costes laborales unitarios. La última vez que los beneficios disminuyeron en tasa interanual en la industria fue a mediados del 2003. Además, la tasa de crecimiento interanual de los beneficios de los servicios de mercado descendió también en el primer trimestre del 2009, por primera vez desde el inicio de la serie en 1996.

Más allá de los datos de contabilidad nacional, la actual contracción de la actividad económica y el elevado nivel de los costes laborales unitarios ejercerán probablemente presiones a la baja adicionales sobre los beneficios empresariales en lo que queda del 2009. Las muestras de debilidad de los beneficios empresariales de la zona del euro tendrán posiblemente repercusiones negativas para las perspectivas de empleo y de inversión.

3.5 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

A corto plazo, las perspectivas de inflación interanual medida por el IAPC seguirán estando determinadas por los efectos de base derivados de la evolución de los precios de la energía en el 2008. Como consecuencia de estos efectos de base, se espera que las tasas de inflación interanual vuelvan a valores positivos en los próximos meses.

A más largo plazo, cabe esperar que la inflación siga siendo positiva y que los precios y costes se mantengan en una senda moderada, como resultado de la actual atonía de la demanda en la zona del euro y en otros países. Los indicadores de expectativas de inflación a medio y largo plazo permanecen firmemente anclados en línea con el objetivo del Consejo de Gobierno de mantener las tasas de inflación en un nivel inferior, aunque próximo, al 2% a medio plazo.

Estas perspectivas concuerdan con las proyecciones macroeconómicas de septiembre del 2009 elabora-

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

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)

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

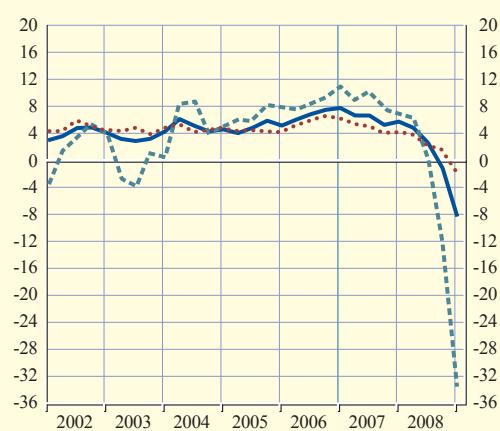


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)

— Total economía
—●— Servicios de mercado
- - - Industria



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

dos por los expertos del BCE, según las cuales la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se situará entre el 0,2% y el 0,6% en el 2009 y entre el 0,8% y el 1,6% en el 2010, lo que supone una ligera revisión al alza con respecto a las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema en junio del 2009, reflejo, en gran medida, de las revisiones al alza de los precios energéticos. Los riesgos para las perspectivas de inflación están, en general, equilibrados. Estos riesgos están relacionados, en particular, con las perspectivas de actividad económica y con aumentos de los precios de las materias primas mayores de lo previsto. Además, los impuestos indirectos y los precios administrados podrían subir más de lo que se espera actualmente, debido al saneamiento de las finanzas públicas que habrá de llevarse a cabo en los próximos años.

4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

Tras las tasas de crecimiento tan negativas observadas en torno a final de año, según la primera estimación de Eurostat la actividad económica de la zona del euro sólo se deterioró ligeramente en el segundo trimestre del 2009, contrayéndose un 0,1% con respecto al trimestre anterior. Los indicadores para el tercer trimestre del 2009 procedentes de las encuestas respaldan la opinión de que la economía de la zona del euro se está estabilizando. En el futuro próximo, la zona del euro debería seguir beneficiándose de la recuperación de las exportaciones, de las medidas de estímulo macroeconómico que se están aplicando y de otras medidas adoptadas hasta ahora para restablecer el funcionamiento del sistema financiero. Además, se espera que la contribución del ciclo de existencias sea positiva. No obstante, la incertidumbre sigue siendo elevada, y la persistente volatilidad de los datos exige que la información disponible se interprete con cautela. En general, se prevé que la recuperación sea bastante desigual, dado el carácter temporal de algunos de los factores en los que se sustenta y de la corrección de balances que se está llevando a cabo en los sectores financieros y no financieros de la economía, dentro y fuera de la zona del euro. Los riesgos para estas perspectivas siguen estando prácticamente equilibrados.

Este análisis está básicamente de acuerdo con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre del 2009. Según estas proyecciones, el crecimiento medio anual del PIB real se situará en un intervalo comprendido entre el -4,4% y el -3,8% en el 2009 y entre el -0,5% y el 0,9% en el 2010. Si se comparan con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema de junio del 2009, estos datos suponen una revisión al alza de los intervalos tanto para el 2009 como para el 2010, como consecuencia, principalmente, de la evolución más favorable y de la información reciente. Las predicciones realizadas por las organizaciones internacionales son bastante similares a las proyecciones elaboradas por los expertos del BCE de septiembre del 2009.

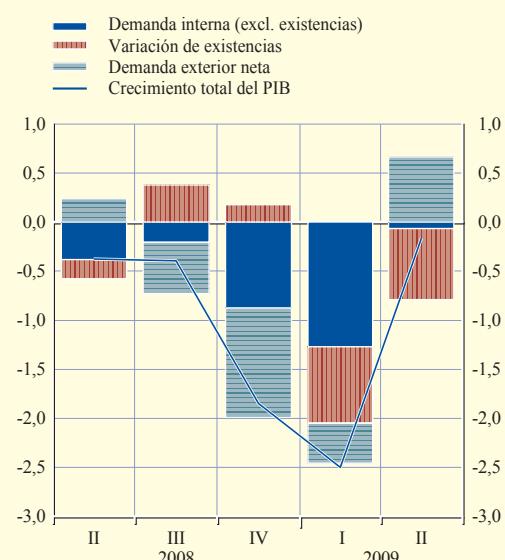
4.1 PIB REAL Y COMPONENTES DE LA DEMANDA

El ritmo de contracción de la actividad en la zona del euro se desaceleró de forma acusada en el segundo trimestre del 2009, debido en parte al comportamiento de las exportaciones, que fue mejor de lo esperado. Según la primera estimación de Eurostat, publicada el 2 de septiembre, el PIB real de la zona del euro se contraíó un 0,1%, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre, tras un descenso del 2,5% en el primero. Esta estimación del PIB para el segundo trimestre confirma la opinión de que el punto de inflexión en la reducción de la actividad en la zona del euro se produjo en el primer trimestre (véase gráfico 47). Los datos procedentes de las encuestas de opinión señalan que el crecimiento de la zona del euro siguió siendo débil, pero estable, en el tercer trimestre del 2009.

La moderación observada en el descenso del PIB real de la zona del euro en el segundo trimestre puede atribuirse, en parte, al hecho de que las exportaciones se han estabilizado tras el colapso del comer-

Gráfico 47 Crecimiento del PIB real y contribuciones

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



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

cio internacional que se observó en el último trimestre del 2008 y en el primero del 2009. En el segundo trimestre, la demanda interna registró también un retroceso menor que en los dos trimestres anteriores. La desagregación del gasto en el segundo trimestre confirma este panorama. Al mismo tiempo, las existencias siguieron realizando una considerable contribución negativa al crecimiento. En los siguientes apartados se examina la evolución de la demanda con más detalle.

CONSUMO PRIVADO

El gasto de los hogares se stabilizó en el segundo trimestre del 2009, tras haberse contraído de forma acusada en los dos trimestres previos. Según la primera estimación de Eurostat, el crecimiento del consumo privado se situó en el 0,2%, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre del 2009. Tanto los indicadores como los datos procedentes de las encuestas de opinión relativos al gasto de los hogares señalan que el consumo privado seguirá siendo relativamente moderado en lo que resta de año.

Los datos indican que la confianza del comercio al por menor y la confianza de los consumidores han aumentado en los últimos meses, tras haber alcanzado niveles históricamente reducidos durante la primavera (véase gráfico 48). Si se examina con más atención la confianza de los consumidores se constata que la recuperación que se observa en el índice general a partir del mínimo registrado en marzo se debe, principalmente, a la mejora observada en la valoración de los consumidores en relación con la situación económica general, así como a la opinión algo menos pesimista con respecto al desempleo. La percepción de los hogares relativa a su situación financiera y a sus ahorros mejoró ligeramente durante el mismo periodo.

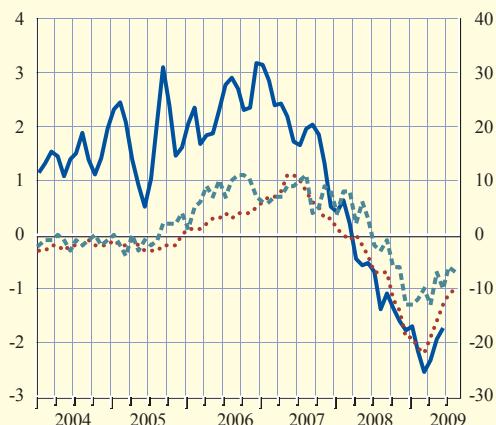
En lo que se refiere a los datos cuantitativos sobre el gasto en consumo, la reciente dinámica del comercio al por menor apunta a que la senda de descenso observada desde mediados del 2008 ha tocado fondo. En términos intertrimestrales, el comercio al por menor cayó un 0,2% en el segundo trimestre del 2009, frente al retroceso del 0,6% experimentado en el primer trimestre. Si se examinan los subcomponentes se observa que el descenso de las ventas del comercio al por menor en el segundo trimestre es atribuible, principalmente, al componente no alimenticio. Esta contracción podría reflejar en parte los efectos de sustitución de otros productos menos indispensables por la adquisición de automóviles. Ciertamente, el impacto de los incentivos fiscales a la compra de automóviles en algunos países se puede deducir de los datos relativos a las matriculaciones de automóviles, que muestran una tasa de crecimiento intertrimestral del 12,3% en el segundo trimestre del 2009. La tasa de crecimiento de las ventas de los productos alimenticios se situó en territorio positivo en el segundo trimestre.

En cuanto a los determinantes del consumo privado, la renta real disponible de los hogares se ha visto relativamente poco afectada durante la desaceleración de la actividad económica. Esta variable se ha visto respaldada por tres factores principales. En primer lugar, la típica rigidez de los

Gráfico 48 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.
1) Tasas de variación interanual; medias móviles de tres meses; datos ajustados por días laborables. Excluido el combustible.
2) Saldos netos; datos desestacionalizados ajustados a la media.

salarios (atribuible, en gran medida, a la duración de los convenios colectivos) en el contexto de una fuerte contracción de la actividad ha apoyado a esta variable. En segundo lugar, el atesoramiento de trabajo y las ayudas públicas para ajustar las horas de trabajo han respaldado el empleo y, por lo tanto, la renta disponible. En tercer lugar, la caída de la inflación general es un factor que ha contribuido, asimismo, a la resistencia de la renta real disponible. De cara al futuro, se prevé que la tasa de crecimiento de la renta real disponible de los hogares se modere debido principalmente a la conjunción de un menor crecimiento de los salarios y de una mayor destrucción del empleo (véase sección 4.2). No obstante, es probable que la inflación más reducida que se espera en los próximos meses compense lo anterior.

Los efectos riqueza, que se derivan de variaciones en el precio de los activos financieros y de los inmuebles, han influido también en el consumo agregado, tanto directamente (en el caso de los hogares que poseen tales activos) como indirectamente, a través de los canales de confianza. Desde que se iniciaron las turbulencias en los mercados financieros hace dos años, la evolución de los activos financieros e inmobiliarios en la zona del euro ha tenido un efecto adverso sobre la riqueza de los hogares (y ha contribuido, asimismo, a aumentar la tasa de ahorro). Desde comienzos del 2009, los mercados de valores de la zona del euro se han recuperado considerablemente, si bien que, en muchos países, los precios de los inmuebles residenciales han descendido. Aunque esta evolución podría afectar al consumo (a través de los canales directos e indirectos que se acaban de mencionar), el impacto económico real de las fluctuaciones a corto plazo de los precios de los activos financieros e inmobiliarios no debería sobrevalorarse. De hecho, la evidencia empírica disponible indica que la propensión al consumo ante variaciones en la riqueza financiera e inmobiliaria es relativamente reducida en la zona del euro.

Las variaciones en la propensión de los consumidores a ahorrar también constituyen un determinante importante para evaluar el comportamiento del consumo. Como consecuencia de la mayor incertidumbre económica y financiera, la tasa de ahorro de los hogares aumentó en el 2008 y a comienzos del 2009. La incertidumbre macroeconómica y financiera, que sigue siendo elevada, la reducción de la riqueza, así como las condiciones del mercado de trabajo, contribuirán probablemente a que la propensión al ahorro en el segundo semestre del 2009 sea mayor. Es de esperar que los niveles de ahorro sean elevados en los países en los que se ha observado un importante deterioro de los mercados de trabajo o pronunciados descensos en el precio de la vivienda o en los que los hogares están muy endeudados.

En resumen, se prevé que el consumo siga siendo relativamente moderado en lo que resta del 2009, sobre todo porque se espera un nuevo deterioro de los mercados de trabajo. No obstante, podría darse el caso de que el consumo fuera más vigoroso de lo esperado. Este escenario podría materializarse si los efectos derivados de las amplias medidas de estímulo macroeconómico adoptadas son más importantes de lo previsto o si la confianza mejora con más rapidez de lo que se espera actualmente. Al mismo tiempo, existe el riesgo de que los hogares opten por seguir aumentando sus ahorros en previsión de que se adopte una política fiscal más restrictiva en el futuro. Por último, se observa una cierta incertidumbre en relación con la manera en la que se verá afectado el consumo privado cuando se supriman los planes actuales que incentivan la adquisición de nuevos automóviles.

INVERSIÓN

Al igual que en episodios anteriores de desaceleración económica, la formación de capital fijo ha sido uno de los principales factores determinantes de la pronunciada contracción actual. Tanto la inversión empresarial como la inversión en construcción han registrado un fuerte retroceso desde comienzos del 2008, como consecuencia de la debilidad de la demanda, de la menor confianza empresarial, del crecimiento negativo de los ingresos, del nivel históricamente bajo de la utilización de la capacidad productiva y del endurecimiento de los criterios de aprobación del crédito. En el segundo trimestre del 2009,

la inversión se contrajo un 1,3%, en tasa intertrimestral. No obstante, este descenso fue menor que el observado en el primer trimestre, cuando la inversión cayó un 5,3%.

De cara al futuro, la inversión empresarial (principalmente en activos destinados a su utilización en la producción de bienes y servicios) está muy influida por la demanda de consumo y por los costes totales de financiación, pero también por factores propios de las empresas, tales como el apalancamiento y la capacidad de acceder a la financiación (bien directamente en los mercados o indirectamente a través de la financiación bancaria). En primer lugar, se espera que la demanda interna se estabilice, aunque seguirá siendo relativamente moderada, por lo que su apoyo a la inversión será limitado. Así pues, la debilidad de la demanda y la escasa utilización de la capacidad productiva atenuarán, probablemente, la necesidad de las empresas de invertir en activos utilizados en la producción. La desagregación del PIB real de la zona del euro por el lado del gasto pone de manifiesto que la fuerte caída de las exportaciones se detuvo en el segundo trimestre del 2009. En igualdad de condiciones, la recuperación de la demanda mundial debería sostener, en cierta medida, a la inversión de la zona del euro, dado que la demanda exterior está compuesta principalmente por la demanda de bienes, cuya producción requiere más capital.

En segundo lugar, distintas medidas de los costes de financiación de las empresas indican que éstos serán mucho menores durante el 2009 (véase sección 2). La normalización esperada en los mercados financieros contribuirá, probablemente, a mantener los costes de financiación en niveles reducidos en el futuro próximo y, por lo tanto, ayudará a mitigar la contracción que se espera se produzca en la inversión. En tercer lugar, los factores propios de las empresas, tales como el apalancamiento y la capacidad de acceder a la financiación, son también factores fundamentales en la dinámica de la inversión. Diversos indicadores sugieren que, desde una perspectiva histórica, el apalancamiento es relativamente elevado en la actualidad entre las sociedades no financieras de la zona del euro (véase gráfico 34 la sección 2). Además, la evidencia procedente de la última encuesta sobre préstamos bancarios muestra un endurecimiento neto acumulado de los criterios de aprobación de préstamos y líneas de crédito a las sociedades no financieras en un contexto de moderación de los flujos netos de crédito. Sin embargo, la última encuesta puso de manifiesto que, en el segundo trimestre del 2009, el porcentaje neto de entidades de crédito que informaban de un endurecimiento de los criterios se redujo a la mitad con respecto al registrado en el primer trimestre (véase recuadro 2 en el Boletín Mensual de agosto del 2009).

La inversión en construcción, que incluye los inmuebles residenciales y comerciales, representa casi la mitad de la inversión total y, por lo tanto, la evolución observada en la construcción tiene una influencia significativa en la inversión agregada. Además de los factores mencionados anteriormente (demanda de consumo, costes de financiación totales y factores propios de las empresas), la inversión en construcción también está determinada por la evolución de los precios de los inmuebles residenciales y comerciales. De cara al futuro, es probable que las posibles correcciones del precio de los inmuebles residenciales y comerciales, junto con las moderadas perspectivas de demanda de viviendas y de edificios comerciales, frenen la inversión en construcción en el futuro próximo.

En resumen, se prevé que la inversión agregada de la zona del euro seguirá siendo moderada y es probable que continúe contrayéndose en el segundo semestre del 2009, a consecuencia de la escasa utilización de la capacidad productiva, de la debilidad de la demanda tanto exterior como interna, y de las moderadas perspectivas existentes en lo que se refiere al mercado de la vivienda de la zona del euro.

CONSUMO PÚBLICO

Tras registrar un crecimiento del 0,7% en el primer trimestre del 2009, el consumo público aumentó un 0,4%, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre. Es probable que esta variable siga proporcionando

cierto respaldo a la demanda interna en el segundo semestre 2009, pues se compone habitualmente del gasto en servicios colectivos tales como defensa, justicia, sanidad y educación y tiende a estar menos expuesta a la evolución cíclica que otros componentes de la demanda. También se espera que el apoyo que recibe la demanda del consumo público continúe siendo positivo en el 2010, aunque algo más moderado.

Sin embargo, no se espera que los actuales paquetes de estímulo fiscal afecten al consumo público. En el período 2009-2011, se prevé que más de la mitad del apoyo fiscal al crecimiento del PIB provenga de la inversión pública, y el resto, de las transferencias a hogares y de las variaciones de los impuestos sobre las rentas del trabajo.

EXISTENCIAS

El perfil de las existencias observado durante la actual desaceleración básicamente está en línea con la experiencia histórica. En general, cuando comienza una recesión se registra una acumulación involuntaria de existencias, pues el ajuste de la producción a la caída de la demanda se produce con cierto retraso. Este período va seguido de un proceso de desacumulación, al tratar las empresas de reducir el nivel de sus existencias recortando la producción de forma más drástica de lo que hubiera justificado la contracción esperada de la demanda. Cuando la economía se recupera, el nivel de existencias comienza a aumentar de nuevo. Para obtener más información, véase también el recuadro titulado «Evolución reciente de la acumulación de existencias», en el Boletín Mensual de mayo del 2009.

Las existencias contribuyeron positivamente al crecimiento del PIB de la zona del euro en el segundo semestre del 2008, debido a que las empresas incrementaron inicialmente sus *stocks*, posiblemente porque se vieron sorprendidas por la rapidez y la amplitud de la desaceleración de la demanda mundial e interna. Los datos relativos al primer y segundo trimestres del 2009 muestran que esa tendencia se invirtió y que la aportación de las existencias al crecimiento del PIB de la zona del euro fue negativa en esos trimestres. De cara al futuro, la evidencia anecdótica sugiere que el ritmo de desacumulación podría ralentizarse y que algunas empresas podrían incluso empezar a reponer sus existencias. Como consecuencia, es probable que las existencias contribuyan positivamente el crecimiento del PIB de la zona del euro del segundo semestre del 2009. Sin embargo, la magnitud de la contribución sigue siendo incierta. Si la demanda se recupera rápidamente y las empresas revisan sus expectativas sobre las perspectivas futuras, puede que quieran reaccionar con relativa rapidez. Por otra parte, el elevado nivel de incertidumbre existente acerca de la demanda tanto interna como exterior podría hacer que las empresas adoptaran una actitud bastante cauta a la hora de ajustar sus existencias, lo que significaría que la contribución positiva de las existencias sería bastante moderada.

COMERCIO

La desagregación del PIB real por el lado del gasto en el segundo trimestre del 2009 confirma que la sustancial caída de las exportaciones de la zona del euro que se observó en los dos trimestres anteriores ha terminado. En el segundo trimestre, las exportaciones de la zona del euro se redujeron un 1,1%, frente a las contracciones del 7,2% y del 8,8% registradas en el último trimestre del 2008 y en el primer trimestre del 2009, respectivamente. Las importaciones descendieron un 2,8% en el segundo trimestre, tras retrocesos del 4,7% y de 7,8% en los dos trimestres anteriores. Por consiguiente, en el segundo trimestre del 2009 la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB real de la zona del euro fue positiva por primera vez desde el segundo trimestre del 2008.

Los indicadores sugieren cada vez más que la actual recesión mundial está tocando fondo, favorecida por las importantes medidas de estímulo adoptadas a nivel mundial y por la mejora de las condiciones de financiación en segmentos clave de los mercados (véase sección 1). Durante el desplome del comer-

cio internacional a finales del 2008 y comienzos del 2009, la demanda de bienes de equipo de la zona del euro se vio especialmente afectada. Es probable que las recientes señales de mejora observadas en la demanda exterior provoquen, asimismo, una cierta recuperación de la demanda de bienes de equipo, que debería favorecer a las empresas de la zona del euro con actividad exportadora. Sin embargo, como se espera que la recuperación de la zona del euro vaya a la zaga de la recuperación internacional de la actividad económica, se prevé que el crecimiento de las importaciones sea algo más lento que el crecimiento de las exportaciones.

4.2 PRODUCTO, OFERTA Y MERCADO DE TRABAJO

Desde una perspectiva del valor añadido, y en consonancia con la evolución de la producción industrial, el sector industrial siguió contrayéndose en el segundo trimestre del 2009, mientras que el crecimiento intertrimestral del valor añadido de los servicios retornó a tasas positivas, tras haber retrocedido durante los dos trimestres anteriores.

La situación del mercado laboral han seguido deteriorándose (véase más adelante la sección sobre el mercado de trabajo). La tasa de paro de la zona del euro se elevó hasta el 9,5% en julio, un aumento de 0,1 puntos porcentuales con respecto al mes anterior. En el primer trimestre del 2009 el crecimiento del empleo se contrajo un 0,9% en tasa intertrimestral.

PRODUCTO POR RAMAS DE ACTIVIDAD

El producto de la zona del euro cayó de forma acusada en la última parte del 2008 y en el primer trimestre del 2009, y se estabilizó en el segundo trimestre. Como resultado, la capacidad productiva sin utilizar en la economía aumentó y las presiones sobre la capacidad de producción de las empresas disminuyeron con rapidez. En julio, la utilización de la capacidad productiva en la industria había caído, hasta situarse en un nuevo mínimo histórico del 69,5%, muy por debajo del nivel medio a largo plazo y muy por debajo también del mínimo alcanzado durante la recesión de los años noventa. La utilización de la capacidad productiva se encuentra en sus niveles mínimos en las principales ramas de actividad, pero éstos son aún más bajos en las ramas de bienes intermedios y de equipo. Según las encuestas de la Comisión Europea relativas a la industria y a los servicios, las empresas informan de que la demanda insuficiente es con mucho el factor que más limita el crecimiento, mientras que la importancia de las restricciones financieras, aunque ha aumentado algo recientemente, parece ser relativamente moderada (véase recuadro 6).

Si se examina la evolución del PIB real en el segundo trimestre del 2009 desde una perspectiva del valor añadido se observan algunas diferencias entre los sectores. La actividad en la industria (excluida la construc-

Recuadro 6

EVOLUCIÓN RECENTE DE LA UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD PRODUCTIVA EN LA ZONA DEL EURO Y FACTORES QUE LIMITAN LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

La economía de la zona del euro ha registrado un acusado descenso del PIB en la actual recesión. Si se mide desde el máximo alcanzado en el primer trimestre del 2008 hasta el segundo trimestre del 2009, la reducción del 5% del PIB casi duplica el retroceso observado en la recesión más severa registrada desde 1970. La actividad se ha visto afectada significativamente en todos los sectores eco-

nómicos, pero, al igual que en recesiones anteriores, la actividad industrial ha sido la que se ha llevado la peor parte. Si bien la primera estimación completa de las cuentas nacionales efectuada por Eurostat para el segundo trimestre del 2009 muestra una fuerte moderación en el ritmo de descenso del PIB, los datos de valor añadido apuntan a una considerable caída de la actividad industrial en ese trimestre, aunque de menor magnitud que en los dos trimestres anteriores. En este recuadro se analiza cómo ha evolucionado la utilización de la capacidad productiva en el sector industrial de la zona del euro a raíz de la marcada contracción de la actividad en ese sector. Basándose en los datos de las encuestas de la Comisión Europea, en este recuadro también se examinan los factores que han limitado la actividad de la zona en el pasado reciente.

Utilización de la capacidad productiva en el sector industrial de la zona del euro

La tasa de utilización de la capacidad productiva, un indicador que muestra la capacidad productiva no utilizada en la industria, ha caído repetidamente en la zona del euro durante los últimos trimestres, hasta situarse en mínimos históricos (véase gráfico A). Tras unos descensos excepcionalmente pronunciados en enero y en abril del 2009, la utilización de la capacidad productiva siguió decreciendo en julio del 2009, aunque a un ritmo más moderado, en consonancia con la reciente desaceleración del ritmo de disminución de la actividad industrial. En julio, la tasa de utilización de la capacidad productiva de la zona del euro se situó en el 69,5%, porcentaje significativamente inferior al 81,6%, su media de largo plazo desde que se inició la serie en 1985, y también muy por debajo del mínimo cíclico alcanzado en la recesión de 1999-1993.

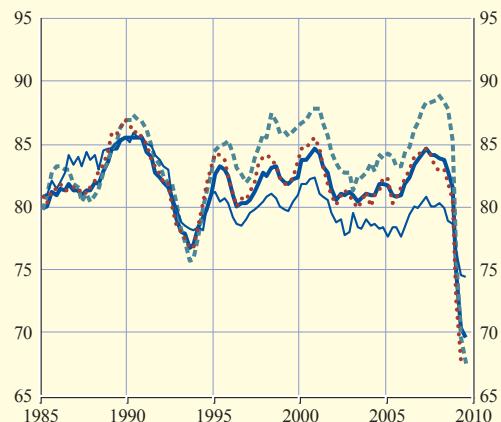
Existen considerables diferencias entre las principales ramas de actividad en lo que se refiere a la utilización de la capacidad productiva. Con mucho, la caída más pronunciada (desde el máximo observado en enero del 2008) se registró en el sector de bienes de equipo, donde la utilización de la capacidad productiva se contrajo más de 20 puntos porcentuales, hasta situarse en el 67,6% en julio del 2009, su mínimo histórico. La utilización de la capacidad productiva en el sector de bienes intermedios cayó hasta valores igualmente reducidos, aunque partía de un nivel ligeramente inferior, registrado antes de la recesión. En el sector de bienes de consumo, la utilización de la capacidad productiva también registró un mínimo histórico en julio. No obstante, como consecuencia de las fluctuaciones cíclicas observadas en la producción de bienes de consumo, que habitualmente son menores, la capacidad productiva sin utilizar en este sector ha aumentado menos que en las otras dos ramas de actividad.

Algunos de los sectores incluidos en las principales ramas de actividad muestran una infrautilización de los recursos aún más pronunciada. La capacidad productiva sin utilizar fue mayor en la metalurgia y en la fabricación de vehículos de motor y remolques y semirremolques (véase gráfico B). Las tasas de utilización de la capacidad

Gráfico A Utilización de la capacidad productiva en la industria y en las principales ramas de actividad

(en porcentaje de la capacidad total)

- Total
- Bienes intermedios
- - - Bienes de equipo
- Bienes de consumo



Fuente: Comisión Europea.

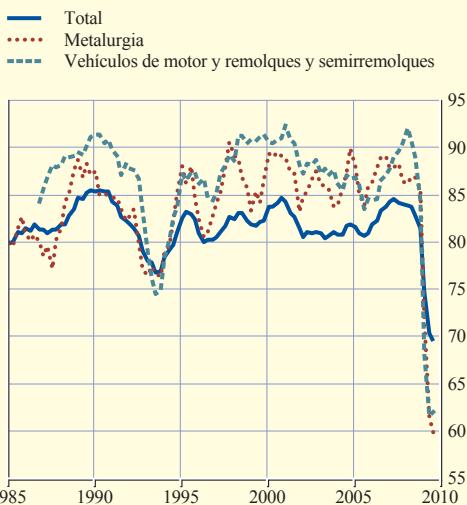
productiva en estos sectores cayó a niveles cercanos al 60% en julio y, pese a las ayudas concedidas en varios países de la zona del euro para la sustitución de automóviles, hasta el momento la utilización de la capacidad productiva en este último sector sólo ha aumentado marginalmente.

Factores que limitan la actividad en la zona del euro

Las encuestas de opinión de la Comisión Europea facilitan información sobre los factores que limitan la actividad en la zona del euro. En ellas se distinguen seis categorías, y los participantes en las encuestas pueden señalar más de una: demanda insuficiente, escasez de mano de obra, escasez de material y/o equipo, restricciones financieras, otros factores que limitan la actividad y ninguno (es decir, ningún factor limita la actividad). En el gráfico C se resume el porcentaje de respuestas obtenidas por cada uno de los factores que limitan la actividad en el sector industrial (es decir, excluye la categoría relativa a que ningún factor limita la actividad). El gráfico pone de relieve el hecho de que, en general, los límites a la producción industrial en la zona del euro han aumentado en la actual recesión

Gráfico B Utilización de la capacidad productiva en la metalurgia y en la fabricación de vehículos de motor y remolques y semirremolques

(en porcentaje de la capacidad total)

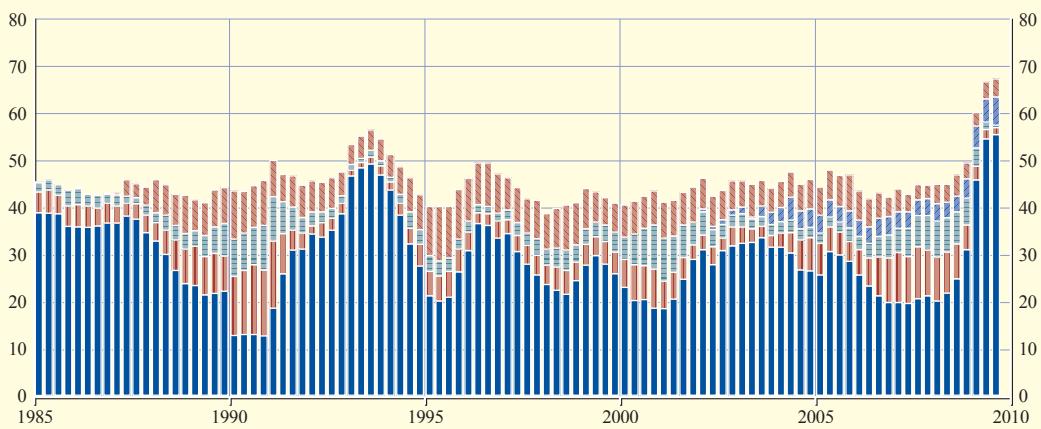


Fuente: Comisión Europea.

Gráfico C Límites a la producción industrial

(en porcentaje)

- Demanda insuficiente
- Escasez de material y/o equipo
- Escasez de mano de obra
- Restricciones financieras
- Otros factores



Fuente: Comisión Europea.

hasta niveles sin precedentes y han superado claramente los registrados en la recesión de 1992-1993. El gráfico indica que la demanda insuficiente es el factor que ha influido en mayor medida en la caída de la producción. La importancia de este factor siguió aumentando considerablemente en los tres meses hasta abril del 2009, pero en el periodo hasta julio del 2009 sólo se incrementó ligeramente. Si se comprara con la demanda insuficiente, la importancia de los demás factores, incluidas las restricciones financieras, parece ser mucho menor, al menos en términos relativos. Las restricciones financieras, el segundo mayor impedimento a la producción, adquirió una mayor importancia relativa en los tres meses hasta julio del 2009. Por el contrario, al igual que en la recesión de 1992-1993, el efecto de la escasez de mano de obra y de la escasez de material y/o equipo ha disminuido hasta niveles muy reducidos.

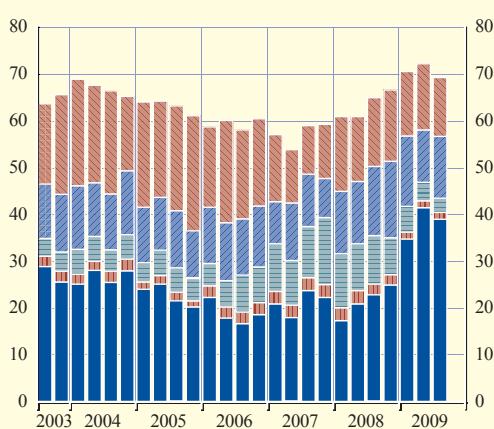
Los datos relativos al sector servicios, disponibles solamente desde mediados del 2003, muestran que los límites a la actividad en esta rama de actividad también han aumentado desde que se inició la recesión (véase gráfico D). Si bien su nivel general parece ser menos extraordinario, la importancia de la demanda insuficiente se ha incrementado hasta alcanzar máximos históricos y, al igual que en la industria, representa con mucho el mayor impedimento a la actividad en los servicios, seguido de las restricciones financieras y otros factores. Parece que la importancia relativa de la demanda insuficiente se ha reducido ligeramente en los tres meses hasta julio del 2009, mientras que la de las restricciones financieras se ha elevado. Estas restricciones limitan mucho más la actividad en los servicios que en la industria, pero no está claro que esto ocurra también en términos absolutos. No obstante, al igual que en la industria, parece que, en la actualidad, la demanda insuficiente supone un límite a la actividad en los servicios mucho más importante que las restricciones financieras.

El panorama es similar en el caso de la construcción, donde las condiciones meteorológicas se incluyen en la encuesta como una categoría adicional de factores que limitan la actividad constructora.

Gráfico D Límites a la actividad en los servicios

(en porcentaje)

- Demanda insuficiente
- Escasez de material y/o equipo
- Escasez de mano de obra
- Restricciones financieras
- Otros factores

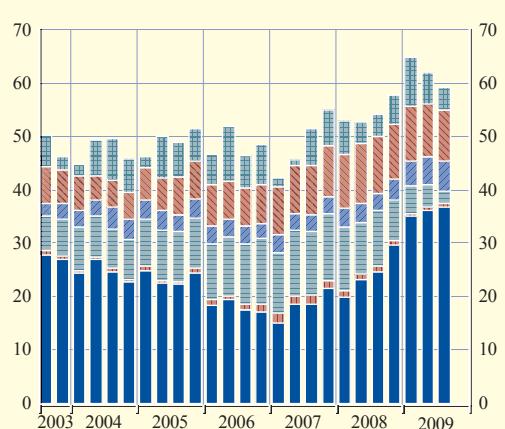


Fuente: Comisión Europea.

Gráfico E Límites a la actividad constructora

(en porcentaje)

- Demanda insuficiente
- Escasez de material y/o equipo
- Escasez de mano de obra
- Restricciones financieras
- Otros factores
- Condiciones meteorológicas



Fuente: Comisión Europea.

Los límites a la actividad constructora alcanzaron niveles muy elevados a comienzos del 2009, como consecuencia, principalmente, de la creciente importancia de la demanda insuficiente. También influyeron las desfavorables condiciones meteorológicas registradas al inicio del año (véase gráfico E). El posterior descenso de los límites totales a la actividad constructora ha estado relacionado, fundamentalmente, con las condiciones meteorológicas, mientras que la importancia relativa de la demanda insuficiente y de las restricciones financieras se ha incrementado ligeramente.

En general, la fuerte recesión registrada en la zona del euro ha provocado un acusado descenso de la utilización de la capacidad productiva en la industria, hasta situarse en un mínimo histórico inferior al 70% en julio, registrándose en algunos sectores caídas aún más pronunciadas. Ello muestra el elevado grado de vulnerabilidad de algunos sectores económicos en la actualidad. No está clara la manera en que se restablecerán los niveles normales de utilización de la capacidad productiva en el futuro, es decir, si será mediante el aumento de la demanda o mediante la reducción de la capacidad, lo que implicaría en este último caso una disminución del producto potencial. Por lo que respecta a los factores que limitan la actividad económica, en la actual recesión la demanda insuficiente ha sido, con mucho, el mayor impedimento a la actividad en todos los sectores. En comparación, la importancia de las restricciones financieras parece ser relativamente limitada, a pesar de que ha aumentado ligeramente en los últimos tiempos.

ción) se contrajo por quinto trimestre consecutivo, y cayó un 2% (véase gráfico 49). Sin embargo, en línea con los últimos datos sobre producción industrial, esta contracción fue mucho menor que las fuertes caídas registradas en la actividad en el último trimestre del 2008 y en el primer trimestre del 2009.

Los datos procedentes de las encuestas de opinión confirman que la desaceleración en la industria registró su punto de inflexión a comienzos del 2009 (véase gráfico 50). Uno de los principales indicadores de opinión, el índice de directores de compras de las manufacturas, aumentó en agosto por sexto mes consecutivo, alcanzando un nivel cercano a la referencia teórica de 50. Del mismo modo, las variaciones del subíndice relativo al producto (que, en principio, debería estar relacionado de forma más estrecha con la actividad industrial que el índice sintético general) también sugieren unas perspectivas más favorable para el sector manufacturero. Otras encuestas sobre la confianza industrial, así como la evidencia anecdotica, confirman este análisis.

La contribución de la construcción al crecimiento del PIB real de la zona del euro en el segundo trimestre del 2009 fue ligeramente negativa. Se pueden distinguir diferencias relativamente grandes entre los países en cuanto al valor añadido de la construcción, siendo más acusados los descensos en los países en los que el peso de este sector, en términos del PIB, había aumentado significativamente antes de que se produjeran las turbulencias en los mercados financieros.

El crecimiento del producto en el sector servicios, que se había movido en territorio positivo desde que se iniciaron las turbulencias en los mercados financieros a mediados del 2007, se tornó negativo, en términos intertrimestrales, en el último trimestre del 2008, y su descenso se aceleró en el primer trimestre del 2009. En el segundo trimestre, el crecimiento del valor añadido de los servicios retornó a tasas intertrimestrales positivas, y fue del 0,3%

De cara al futuro, las perspectivas a corto plazo para la actividad económica de la zona del euro continúan siendo sombrías. La utilización de la capacidad productiva de las empresas manufactureras se ha desplomado, hasta situarse en el nivel más bajo observado desde que la Comisión Europea inició su encuesta, y otros indicadores también señalan que se están moderando las presiones sobre la capacidad productiva.

Gráfico 49 Crecimiento de la producción industrial y contribuciones

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

- Bienes de equipo
- Bienes de consumo
- Bienes intermedios
- Energía
- Total, excluida construcción



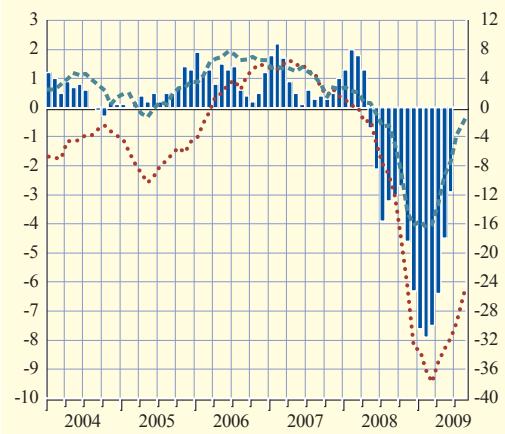
Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

Gráfico 50 Producción industrial, confianza industrial e índice de directores de compras

(datos mensuales desestacionalizados)

- Producción industrial¹⁾ (escala izquierda)
- Confianza industrial²⁾ (escala derecha)
- Índice de directores de compras³⁾ (escala derecha)



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

Nota: Todas las series se refieren a las manufacturas

1) Tasas de variación intertrimestral.

2) Saldos neto

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

MERCADO DE TRABAJO

Habitualmente, el crecimiento del empleo en la zona del euro ha ido a la zaga de las fluctuaciones del ciclo económico desde mediados de los años noventa. Este desfase difiere entre los distintos sectores. Durante la actual desaceleración económica, el empleo en el sector de la construcción, que emplea a muchos trabajadores temporales, comenzó a caer antes que en la industria, los servicios y el sector público, donde suele ser más gravoso ajustar a la baja el número de asalariados. (véase cuadro 8).

Un modo en que las empresas atesoran trabajo, al tiempo que se ajustan a una caída de la demanda, es reducir el número de horas de trabajo. Efectivamente, durante la recesión muchos países de la zona del euro han puesto en marcha planes especiales en esta materia. Estos planes han reducido las horas de trabajo a través de diversos canales, entre los que se incluyen cambios en la flexibilidad de la organización del trabajo de las empresas, reducción general de las horas extraordinarias y planes especiales de mantenimiento del empleo establecidos por numerosos Gobiernos europeos. En algunos países, estos planes se han materializado en unas semanas de trabajo reducidas o incluso en períodos de desempleo de carácter temporal, según los cuales los trabajadores entran y salen del proceso de producción. En el cuadro 7 se muestra que la recesión económica no ha afectado por igual a los trabajadores según el sexo, el grupo de edad y el tipo de contrato. En concreto, parece que los hombres, los trabajadores con edades comprendidas entre 15 y 24 años, los trabajadores menos cualificados y aquellos con contratos temporales han estado más expuestos a perder sus empleos.

Los distintos planes para reducir las horas de trabajo han contribuido a prevenir una pronunciada caída en el empleo. Sin embargo, en el primer trimestre del 2009 el crecimiento del empleo se contrajo un

Cuadro 8 Crecimiento del empleo

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

	Tasas interanuales		2008 I	Tasas intertrimestrales			
	2007	2008		2008 II	2008 III	2008 IV	2009 I
Total de la economía	1,8	0,8	0,4	0,1	-0,2	-0,4	-0,9
<i>Del cual:</i>							
Agricultura y pesca	-1,4	-1,5	0,7	-1,4	-0,6	0,3	-1,0
Industria	1,4	-0,9	0,1	-0,5	-0,8	-1,4	-1,7
Excluida la construcción	0,3	-0,2	0,3	-0,2	-0,4	-1,0	-1,4
Construcción	4,0	-2,4	-0,4	-1,2	-1,5	-2,2	-2,6
Servicios	2,1	1,5	0,5	0,3	0,1	0,0	-0,6
Comercio y transporte	1,9	1,3	0,7	0,1	0,0	-0,4	-1,0
Finanzas y empresas	4,0	2,5	1,2	0,2	0,1	-0,6	-1,0
Administración pública ¹⁾	1,3	1,2	0,0	0,6	0,1	0,6	0,0

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Incluye también educación, salud y otros servicios.

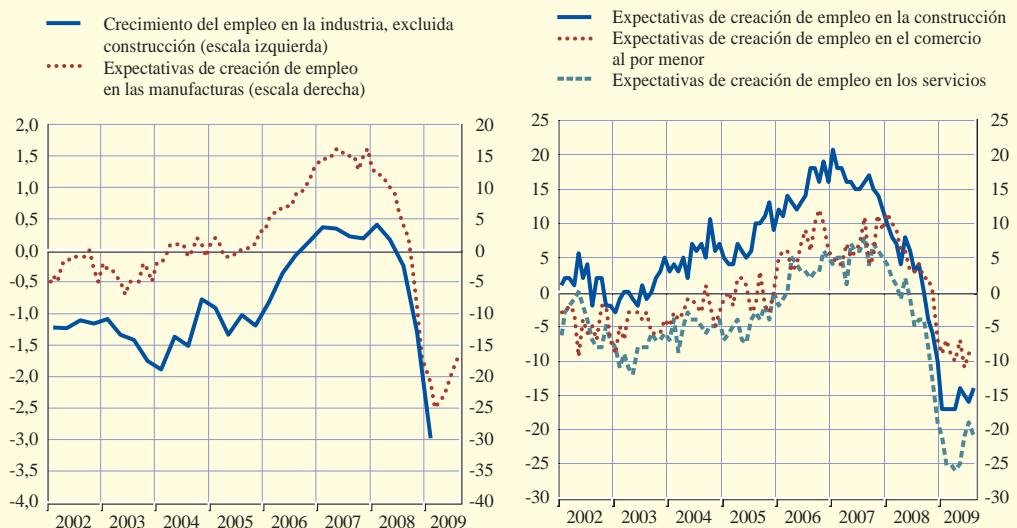
0,9%, en tasa intertrimestral, por encima del retroceso del 0,4% registrado en el último trimestre del 2008 (véase cuadro 8).

Como consecuencia del atesoramiento general de trabajo observado en la industria, así como de la fuerte contracción de la actividad económica, la productividad por asalariado ha disminuido considerablemente (véase gráfico 52).

Los últimos datos sobre el desempleo son coherentes con la contracción del empleo. La tasa de paro en la zona del euro se elevó hasta el 9,5% en julio, un incremento de 0,1 puntos porcentuales con respecto

Gráfico 51 Crecimiento del empleo y expectativas de creación de empleo

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

Fuentes: Eurostat y encuestas de opinión de la Comisión Europea.
Notas: Los saldos netos están ajustados a la media.

Recuadro 7

COMPOSICIÓN DEL RECENTE DESCENSO DEL EMPLEO EN LA ZONA DEL EURO

La recesión actual ha provocado un deterioro significativo del mercado de trabajo en la zona del euro. Este recuadro examina detalladamente los últimos acontecimientos observados en el empleo de la zona del euro, y se centra en países, sectores y diferentes grupos de trabajadores. Según los datos de las cuentas nacionales, el crecimiento del empleo total en la zona del euro se desaceleró durante el año 2008, pasando del 1,8% registrado en el 2007 al 0,9%, y se redujo aún más, hasta el -1,3%, en tasa interanual, en el primer trimestre del 2009. La evolución registrada en España explica la mayor parte de este deterioro (véase gráfico A). Hasta el momento, la severa recesión económica ha afectado principalmente al empleo en la construcción y, en menor medida, en las manufacturas (que registraron, respectivamente, caídas en el empleo del -7,3% y -3%, en tasa interanual, en el primer trimestre del 2009); el empleo total en los servicios de mercado solamente empezó a contraerse en el primer trimestre del 2009. En términos de su contribución al crecimiento total del empleo, la construcción y las manufacturas explican el 80% del descenso total de las cifras de empleo en la zona del euro en el primer trimestre del 2009, mientras que la contribución de los servicios al crecimiento total ha disminuido marcadamente en los últimos trimestres (véase gráfico B).

Los últimos ajustes observados en el empleo no se han distribuido por igual entre los distintos segmentos de la población activa. La evolución del crecimiento del empleo en la zona del euro por sexo, grupo de edad, nivel de formación alcanzado y tipo de contrato, basada en información procedente de la encuesta de fuerza de trabajo de la Unión Europea, se muestra en los gráficos C a F¹.

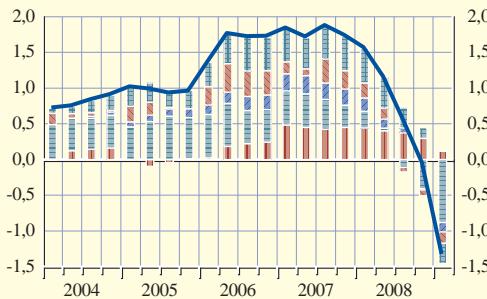
Según estos datos, los grupos de trabajadores que parecen haber sido más castigados por el deterioro del empleo en los últimos trimestres son los hombres (gráfico C), los asalariados con edades comprendidas

1 Actualmente, no se dispone de datos para Luxemburgo relativos al primer trimestre del 2009.

Gráfico A Crecimiento del empleo total en la zona del euro y contribuciones por países

(tasas de variación interanual; contribuciones trimestrales en puntos porcentuales)

- Zona del euro
- Alemania
- España
- Francia
- Italia
- Todos los demás países de la zona del euro

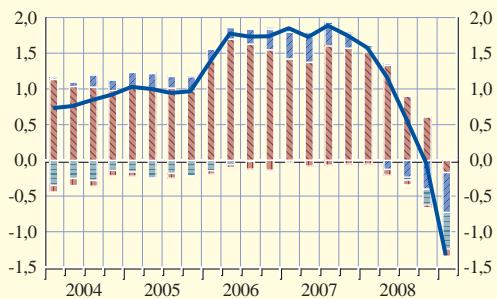


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.
Nota: Las barras hacen referencia a las contribuciones de cada país o grupo de países.

Gráfico B Crecimiento del empleo total en la zona del euro y contribuciones por ramas de actividad

(tasas de variación interanual; contribuciones trimestrales en puntos porcentuales)

- Total economía
- Agricultura, caza, silvicultura y pesca
- Industria, excluida construcción
- Construcción
- Servicios

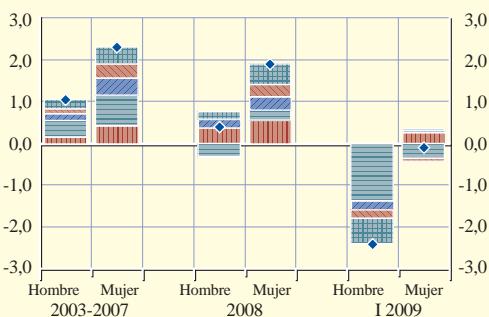


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.
Nota: Las barras hacen referencia a las contribuciones de cada rama de actividad.

Gráfico C Crecimiento del empleo en la zona del euro por sexo

(tasas de variación interanual; contribuciones trimestrales en puntos porcentuales)

◆ Zona del euro	France
■ Alemania	Italia
■■■ España	■■■■■ Todos los demás países de la zona del euro



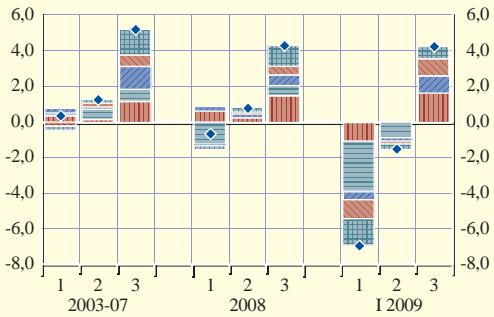
Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las barras hacen referencia a las contribuciones de cada país o grupo de países.

Gráfico D Crecimiento del empleo en la zona del euro por grupos de edad

(tasas de variación interanual; contribuciones trimestrales en puntos porcentuales)

◆ Zona del euro	France
■■■ Alemania	Italia
■■■■■ España	■■■■■ Todos los demás países de la zona del euro



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las barras hacen referencia a las contribuciones de cada país o grupo de países. 1 se refiere a los trabajadores con edades comprendidas entre 15 y 24 años, 2, entre 25 y 54, y 3, entre 55 y 64.

entre 15 y 24 años (gráfico D), los trabajadores menos cualificados (gráfico E) y aquellos con contratos temporales (gráfico F). La reducción del empleo temporal fue especialmente acusada (-0,8% en el 2008, tras un descenso interanual del -8,7% en el primer trimestre del 2009). De los últimos datos relativos a las tasas de desempleo se deduce que el mayor impacto lo han sufrido el empleo juvenil y el empleo masculino. Entre el primer trimestre del 2008 y el primer trimestre del 2009, el desempleo entre los hombres aumentó 2 puntos porcentuales (hasta el 8,5%), frente a un incremento de 1 punto porcentual (hasta el 9,2%) en el caso de las mujeres, y 3,9 puntos porcentuales en el colectivo de trabajadores más jóvenes (18,5% en el primer trimestre del 2009), frente a un alza de 1,3 puntos (hasta el 7,7%) entre los mayores de 25 años. Dentro de cada grupo, la evolución registrada en España constituyó el principal factor determinante del deterioro de la situación del mercado de trabajo en la zona del euro, especialmente en el caso del empleo masculino y del empleo temporal, correspondiéndole el 57% y el 60%, respectivamente, de la reducción observada en el empleo de la zona del euro en esos segmentos.

La distinta evolución entre hombres y mujeres podría estar relacionada con la interacción de dos factores. Si bien existe determinada evidencia de que el empleo femenino puede mostrar una mayor ciclicidad que el masculino², parece que este factor podría haberse visto contrarrestado por el hecho de que una elevada proporción de hombres trabaja en sectores que han sido afectados gravemente por la recesión económica, tales como la construcción y las manufacturas. Según la encuesta de fuerza de trabajo de la Unión Europea, en la zona del euro, durante el periodo 2000-2008, el 71,5% de las mujeres trabajaba en el sector servicios (excluida la administración pública) y sólo el 12,2% estaba empleada en la industria y en la construcción³. En comparación, las cifras correspondientes a los hombres eran del 49,1% y el 34,3%, respectivamente.

Otra característica de estos datos que llama la atención se refiere al deterioro relativo de las perspectivas de empleo de los trabajadores más jóvenes (con edades comprendidas entre 15 y 24 años), en

² Véase, por ejemplo, Shin, D. (2000), «Gender and Industry Differences in Employment Cyclical: Evidence over the Postwar Period», *Economic Inquiry*, vol. 38, n.º 4, pp. 641-650.

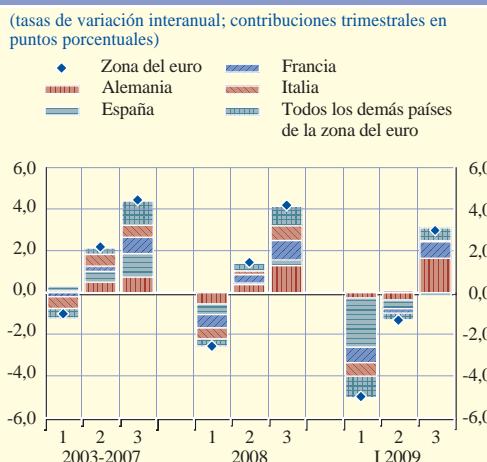
³ En este periodo, el empleo masculino representó el 77,5% y el 92,4% del empleo total en la industria y en la construcción, respectivamente.

comparación con la de los trabajadores de más edad (entre 55 y 64 años), registrando el empleo de los trabajadores más jóvenes un descenso especialmente pronunciado, del -6,9%, en tasa interanual, en el primer trimestre del 2009. La evolución relativamente favorable del empleo de los trabajadores de más edad (con un crecimiento del empleo del 4,2% entre el primer trimestre del 2008 y el primer trimestre del 2009) podría estar relacionada con las reformas laborales acometidas en los últimos años, que han endurecido la legislación relativa a la jubilación anticipada y han alentado la vinculación al mercado de trabajo entre los trabajadores de más edad.

El escaso impacto que ha tenido hasta el momento la caída del empleo sobre los trabajadores con contratos de trabajo indefinidos refleja, en cierta medida, el elevado nivel de protección del empleo que existe en algunos países, factor del que también podría esperarse que dificultara el crecimiento del empleo indefinido durante la recuperación. Un factor adicional también podrían ser las medidas adoptadas por diversos Gobiernos de la zona del euro para subvencionar el empleo a través de programas de empleo a corto plazo. Como se mencionó en el recuadro titulado «Ajustes de los mercados de trabajo durante la actual contracción de la actividad económica», en el Boletín Mensual de junio del 2009, dichos programas contribuyen a proteger el capital humano de una empresa si la fase recesiva del ciclo es de corta duración. No obstante, si se aplica a períodos más prolongados, dichos programas podrían obstaculizar el necesario ajuste estructural.

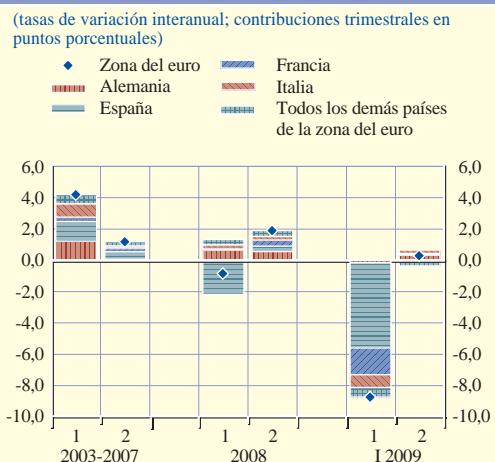
Al mismo tiempo, el impacto negativo tan pronunciado de la recesión sobre determinados grupos, tales como los trabajadores menos cualificados y aquellos con contratos temporales (con frecuencia, jóvenes) exigen una atención especial. Cuanto más tiempo estén sin trabajar estos trabajadores, mayor será el peligro de que sus cualificaciones y, en general, su capacidad de inserción profesional se deterioren, haciendo que, en el futuro, les sea más difícil encontrar trabajo. Por este motivo, en la coyuntura actual es fundamental reducir el riesgo de exclusión social y apoyar la vinculación al mercado de trabajo de aquellos grupos más vulnerables. Tales esfuerzos deberían incluir políticas laborales activas y eficaces y la adopción de medidas para fomentar la formación permanente con el fin de facilitar la integración de estos trabajadores en el mercado laboral.

Gráfico E Crecimiento del empleo en la zona del euro por nivel de formación alcanzado



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.
Notas: Las barras hacen referencia a las contribuciones de cada país o grupo de países. 1, 2 y 3 indican un nivel de formación bajo, medio y alto, respectivamente.

Gráfico F Crecimiento del empleo en la zona del euro y contribuciones por tipo de contrato



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.
Notas: Las barras hacen referencia a las contribuciones de cada país o grupo de países. 1 indica los contratos temporales y 2, los indefinidos.

al mes anterior (véase gráfico 53). El desempleo se estabilizó en varios países, pero continúo aumentando considerablemente en otros, sobre todo en España y en Francia.

De cara al futuro, tras la acusada contracción observada en el producto a finales del 2008 y comienzos del 2009 y los niveles tan bajos de utilización de la capacidad productiva, es posible que las empresas puedan atesorar menos trabajo. Así pues, se prevé que en los próximos meses se registre de nuevo un crecimiento moderado de la tasa de paro.

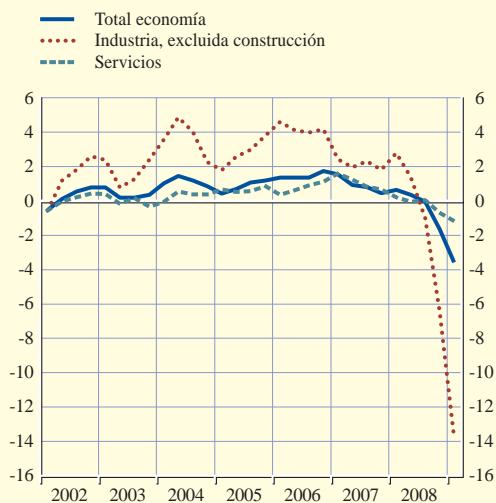
4.3 PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

Tras las tasas de crecimiento tan negativas observadas en torno a final de año, según la primera estimación de Eurostat la actividad económica de la zona del euro sólo se deterioró ligeramente en el segundo trimestre del 2009, contrayéndose un 0,1% con respecto al trimestre anterior. Los indicadores para el tercer trimestre del 2009 procedentes de las encuestas respaldan la opinión de que la economía de la zona del euro se está estabilizando. En el futuro próximo, la zona del euro debería seguir beneficiándose de la recuperación de las exportaciones, de las medidas de estímulo macroeconómico que se están aplicando y de otras medidas adoptadas hasta ahora para restablecer el funcionamiento del sistema financiero. Además, se espera que la contribución del ciclo de existencias sea positiva. No obstante, la incertidumbre sigue siendo elevada, y la persistente volatilidad de los datos exige que la información disponible se interprete con cautela. En general, se prevé que la recuperación sea bastante desigual, dado el carácter temporal de algunos de los factores en los que se sustenta y de la corrección de balances que se está llevando a cabo en los sectores financieros y no financieros de la economía, dentro y fuera de la zona del euro.

Este análisis esta básicamente de acuerdo con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre del 2009. Según estas proyecciones, el crecimien-

Gráfico 52 Productividad del trabajo

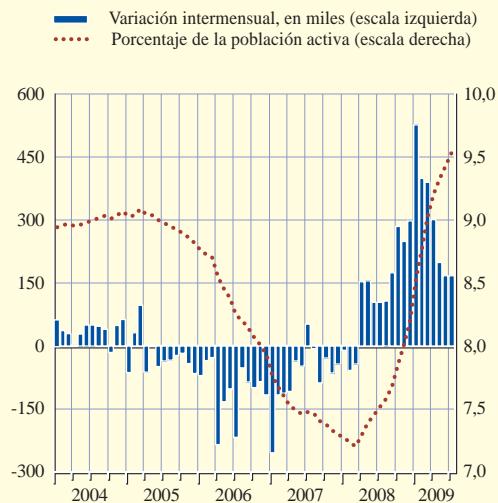
(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico 53 Desempleo

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

to medio anual del PIB real se situará en un intervalo comprendido entre el -4,4% y el -3,8% en el 2009 y entre el -0,5% y el 0,9% en el 2010. Para más información, véase el recuadro 8.

Los riesgos para estas perspectivas económicas están prácticamente equilibrados. Entre los aspectos positivos, cabe mencionar que podrían producirse efectos más intensos de lo previsto como consecuencia de las amplias medidas de estímulo macroeconómico que se están aplicando, así como de otras medidas adoptadas. La confianza también podría mejorar con más rapidez de lo que se prevé actualmente, el deterioro de los mercados de trabajo también podría ser menos acusado de lo que se espera en la actualidad y la demanda exterior podría resultar ser mayor de lo que se prevé. Por otro lado, sigue preocupando que la espiral de reacciones adversas entre la economía real y los mercados financieros, aún tensionados, pudiera tener mayor intensidad y duración de lo esperado y que se produzcan nuevos aumentos de los precios del petróleo y de otras materias primas, una intensificación de las presiones proteccionistas y una evolución adversa de la economía mundial como consecuencia de una corrección desordenada de los desequilibrios mundiales. Al mismo tiempo, la incertidumbre en torno a estas perspectivas sigue siendo mayor de lo habitual.

Recuadro 8

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

A partir de los datos disponibles hasta el 21 de agosto de 2009, los expertos del BCE han elaborado una serie de proyecciones sobre la evolución macroeconómica de la zona del euro¹. Como reflejo de las perspectivas de una recuperación mundial lenta, se proyecta que el crecimiento medio anual del PIB real sea negativo en el 2009, situándose entre el -4,4% y el -3,8%, para situarse entre el -0,5% y el +0,9% en el 2010. El elevado grado de atonía de la economía de la zona del euro actualmente esperado moderará previsiblemente las presiones inflacionistas. Las proyecciones indican que la tasa media de variación del Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) se situará entre el 0,2% y el 0,6% en el 2009, y se incrementará hasta un intervalo entre el 0,8% y el 1,6% 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 14 de agosto 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 ge-

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. Las técnicas utilizadas son coherentes con las de las proyecciones del Eurosistema, descritas 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 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. Dadas las excepcionales circunstancias económicas y financieras actuales, el grado de incertidumbre que rodea a las proyecciones es mayor de lo habitual.

neral medio de los tipos de interés a corto plazo del 1,3% en el 2009 y del 1,6% 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 4,1% en el 2009 y del 4,3% en el 2010. El escenario de referencia de las proyecciones tiene en cuenta los indicios de mejora de la situación financiera observados recientemente y estima que, en el horizonte temporal considerado, los diferenciales de los préstamos bancarios a corto plazo respecto del EURIBOR a tres meses se reducirán adicionalmente. Del mismo modo, conforme a los supuestos, las condiciones crediticias se suavizarán de forma gradual durante el período 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 62,4 dólares estadounidenses por barril en el 2009 y en 78,8 en el 2010. Los precios de las materias primas no energéticas, en dólares estadounidenses, disminuirán previsiblemente de forma significativa un 21,4% en el 2009 y se incrementarán un 17,1% en el 2010.

Se parte del supuesto técnico de que durante el horizonte abarcado por las proyecciones, los tipos de cambio bilaterales permanecerán estables en los niveles medios registrados en las dos semanas previas a la fecha de cierre de los datos, lo que implica que el tipo de cambio entre el euro y el dólar estadounidense se situará en 1,38 en el 2009 y en 1,43 en el 2010, y que el tipo de cambio efectivo del euro se apreciará un 0,1% en el 2009 y un 0,6% adicional en el 2010.

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 14 de agosto de 2009, e incluyen todas las medidas que ya han sido aprobadas por los parlamentos nacionales o que han sido concretadas por los Gobiernos y probablemente se aprueben tras su tramitación legislativa.

Supuestos relativos al entorno internacional

Las perspectivas de la economía mundial continúan viéndose afectadas por la crisis financiera. Sin embargo, tras el desplome sin precedentes registrado de forma simultánea por el comercio internacional a finales del pasado año y principios de éste, se estima que el crecimiento mundial ha sido positivo en el segundo trimestre del 2009 y se espera que lentamente vaya cobrando impulso. No obstante, dada la necesidad generalizada de sanear los balances, el ritmo de crecimiento mundial se mantendría lento durante el horizonte considerado. En conjunto, el crecimiento del PIB mundial fuera de la zona del euro descendería en promedio un 1,2% en el 2009, si bien aumentaría un 2,7% en el 2010. Como reflejo de la significativa corrección del comercio internacional, la demanda externa de exportaciones de la zona del euro se reduciría un 13,0% en el 2009 y se recuperaría un 1,7% en el 2010.

Proyecciones relativas al crecimiento del PIB real

El crecimiento del PIB real de la zona del euro ha registrado tasas negativas desde el segundo trimestre del 2008. Tras la fuerte contracción de la actividad observada a finales del pasado año y principios de éste, el PIB real disminuyó sólo ligeramente en el segundo trimestre del 2009. En consonancia con los indicadores económicos a corto plazo y con los resultados de las encuestas más recientes, se espera que el PIB real siga estabilizándose en el segundo semestre del año y que se

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

recupere gradualmente a lo largo del 2010. La reactivación de las exportaciones respalda la mejora proyectada. Se espera que la demanda interna se beneficie de las medidas de impulso fiscal puestas en práctica, del incremento cíclico de las existencias y de las medidas adoptadas para facilitar el funcionamiento del sistema financiero. Es previsible, sin embargo, que la recuperación sea desigual, si se considera la naturaleza transitoria de algunos de los factores de estímulo, y bastante lenta, dada la debilidad de la actividad mundial y el elevado grado de incertidumbre. La inversión, en particular, se reduciría hasta mediados del 2010. Se proyecta que el aumento del desempleo y la debilidad de la confianza de los consumidores moderen el consumo privado, a pesar de que la baja inflación favorece las rentas reales. En conjunto, tras el 0,6% registrado en el 2008, el crecimiento del PIB real esperado será negativo situándose entre el -4,4% y el -3,8% en el 2009, y entre el -0,5% y el +0,9% en el 2010.

Proyecciones sobre precios y costes

Como reflejo de los efectos de base relacionados con pasadas subidas de los precios de las materias primas, se espera que la inflación media anual medida por el IAPC se reduzca hasta un intervalo entre el 0,2% y el 0,6% en el 2009, frente al 3,3% registrado en el 2008. Aunque estos efectos de base revertirán en los próximos meses, se estima que el deterioro de las perspectivas económicas para la zona del euro mantendrá las presiones internas sobre los precios contenidas y que la inflación se situará entre el 0,8% y el 1,6% en el 2010. El crecimiento de la remuneración por asalariado, que registró un fuerte incremento en el 2008, experimentaría un descenso significativo en el 2009 y con posterioridad se recuperaría lentamente, con un crecimiento de los salarios contenido tanto en el sector público como privado, a medida que los mercados de trabajo se deteriore y la inflación se mantenga moderada. La disminución de los márgenes de beneficio proyectada moderará la inflación en el 2009, y se recuperarán de nuevo posteriormente.

Comparación con las proyecciones de junio del 2009

En comparación con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema publicadas en el Boletín Mensual de junio del 2009, los intervalos proyectados relativos al crecimiento del PIB real se han ajustado al alza tanto para el 2009 como para el 2010, reflejando una evolución del PIB correspondiente al segundo trimestre del 2009 mejor de lo esperado y unas perspectivas en cuanto a la demanda interna y externa ligeramente mejores para lo que resta de este año.

Cuadro A Proyecciones macroeconómicas para la zona del euro

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

	2008	2009	2010
IAPC	3,3	0,2 - 0,6	0,8 - 1,6
PIB real	0,6	-4,4 - -3,8	-0,5 - 0,9
Consumo privado	0,3	-1,3 - -0,5	-0,8 - 0,6
Consumo público	1,9	1,4 - 2,0	1,0 - 1,8
Formación bruta de capital fijo	-0,2	-12,1 - -9,9	-5,2 - -1,2
Exportaciones (bienes y servicios)	0,9	-16,2 - -13,6	-0,6 - 2,4
Importaciones (bienes y servicios)	1,0	-13,6 - -11,0	-2,3 - 2,1

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.

Los intervalos proyectados para las tasas de variación anuales del IAPC correspondientes al 2009 y al 2010 también se han ajustado ligeramente al alza en comparación con los de junio del 2009, como reflejo principalmente de la revisión al alza de los precios de la energía y, en menor medida, del ajuste al alza de las proyecciones relativas al crecimiento del PIB real.

Cuadro B Comparación con las proyecciones de junio del 2009

(tasas medias de variación anuales)

	2008	2009	2010
PIB real – Junio 2009	0,6	-5,1 - -4,1	-1,0 - 0,4
PIB real – Septiembre 2009	0,6	-4,4 - -3,8	-0,5 - 0,9
IAPC – Junio 2009	3,3	0,1 - 0,5	0,6 - 1,4
IAPC – Septiembre 2009	3,3	0,2 - 0,6	0,8 - 1,6

5 EVOLUCIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS

Las estadísticas trimestrales más recientes de las finanzas públicas de la zona del euro y la evolución observada en varios países de la zona confirman, en general, el accusado deterioro previsto en las perspectivas de las finanzas públicas. Dada la posibilidad de que el déficit y la deuda públicos en relación con el PIB se incrementen con rapidez en el 2009 y en el 2010 y los riesgos presupuestarios derivados de los cuantiosos avales públicos, es fundamental que los Gobiernos preparen y comuniquen estrategias de salida y de saneamiento presupuestario ambiciosas y realistas. Para reducir los grandes desequilibrios fiscales, los Gobiernos deberían ultimar los presupuestos para el 2010 y los planes a medio plazo con el objetivo de retornar rápidamente a unas finanzas públicas saneadas y sostenibles. En particular, la corrección de los déficit excesivos dentro de los plazos establecidos requerirá esfuerzos de saneamiento mucho más intensos que el valor mínimo de referencia del 0,5% del PIB por año establecido en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. En cualquier caso, el proceso de saneamiento de las finanzas públicas debería comenzar a más tardar, con el inicio de la recuperación económica, y será necesario intensificar los esfuerzos en el 2011. Estos esfuerzos pueden sustentarse en una consolidación fiscal basada en la contención del gasto y en normas fiscales creíbles y adecuadamente diseñadas.

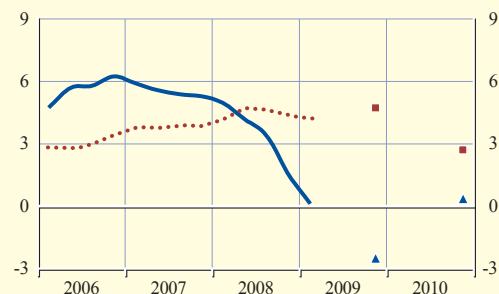
EVOLUCIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS DE LA ZONA DEL EURO EN EL 2009

Las estadísticas trimestrales de las finanzas públicas más recientes, disponibles hasta el primer trimestre del 2009, confirman que la crisis económica y financiera está teniendo este año un enorme impacto en las finanzas públicas de la zona del euro, como esperaban la Comisión Europea y otras instituciones internacionales en la primavera de este año. Los datos de la zona del euro muestran que el fuerte crecimiento de los ingresos públicos observado en años anteriores en un contexto macroeconómico generalmente favorable se moderó en el 2007 y experimentó una acusada desaceleración en el 2008 (en términos de tasas de crecimiento interanual de sumas móviles de cuatro trimestres). El crecimiento de los ingresos fue cercano a cero en el primer trimestre del 2009, y se prevé que pase a ser negativo a finales de año (véase gráfico 54a). En cambio, el gasto público, que anteriormente había aumentado a un ritmo más moderado que los ingresos, fue superior a los ingresos en el 2008, y se prevé que siga creciendo más rápido que éstos en los próximos meses. En consecuencia, se espera que la diferencia entre gasto e ingresos en porcentaje del PIB se amplíe sustancialmente en el 2009 (véase gráfico 54b), y que la evolución presupuestaria esté determinada por la acción de los estabilizadores automáticos, en un entorno macroeconómico muy deteriorado, así como por el efecto de las medidas de estímulo

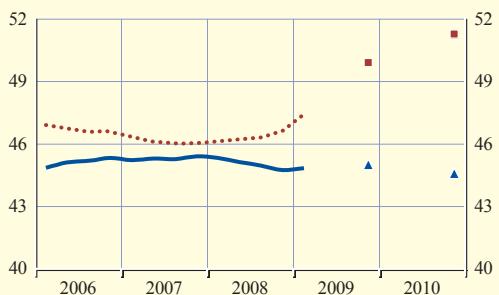
Gráfico 54 Estadísticas y previsiones trimestrales de las finanzas públicas en la zona del euro

- Ingresos totales trimestrales
- Gastos totales, trimestrales
- ▲ Ingresos totales anuales (previsión de la CE)
- Gastos totales anuales (previsión de la CE)

a) tasa de crecimiento interanual en términos nominales de sumas móviles de cuatro trimestres



b) Sumas móviles de cuatro trimestres en porcentaje del PIB



Fuentes: Cálculos del BCE basados en datos nacionales y de Eurostat; previsiones económicas de la Comisión Europea, primavera del 2009.

Nota: El gráfico muestra la evolución de los ingresos totales y del gasto total en términos de sumas móviles de cuatro trimestres para el período I 2006 – I 2009, más las previsiones anuales para el 2009 y el 2010 obtenidas de las previsiones económicas de la Comisión Europea de primavera del 2009.

fiscal, de la disminución de los ingresos y del intenso ritmo de crecimiento del gasto público. Se espera que la orientación fiscal de la zona del euro, en términos de variación del saldo presupuestario primario ajustado de ciclo, sea expansiva en el 2009.

Se prevé que la ratio de deuda pública de la zona del euro aumente con rapidez, debido no sólo al deterioro de los saldos presupuestarios y al acusado descenso del PIB nominal, sino también a la financiación de importantes operaciones fuera de balance en apoyo del sector financiero (para más detalles, véase el artículo titulado «Impacto en las finanzas públicas de la zona del euro del apoyo de los Gobiernos al sector bancario», en el Boletín Mensual de julio del 2009). Estas operaciones fuera de balance han hecho que la deuda pública haya aumentado con mucha más rapidez de lo que indica el déficit público desde el tercer trimestre del 2008 en términos de sumas móviles de cuatro trimestres (véase gráfico 55).

EVOLUCIÓN PRESUPUESTARIA ACTUAL Y PLANES DE LOS DISTINTOS PAÍSES PARA EL 2010 Y AÑOS POSTERIORES

Actualmente, la mayor parte de los países de la zona del euro está preparando sus proyectos de presupuestos para el 2010 y actualizando sus planes presupuestarios a medio plazo. No obstante, dado que la información sobre estos planes todavía no está completa, en este momento sólo puede realizarse una valoración provisional de las perspectivas de las finanzas públicas de la zona del euro en su conjunto. El análisis de la evolución actual y de los planes presupuestarios que figura a continuación se limita a los países más importantes de la zona.

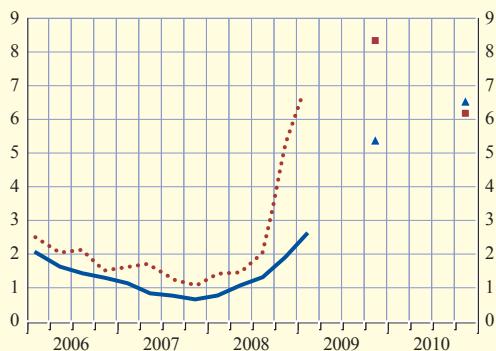
En Alemania, según las previsiones presupuestarias actualizadas publicadas por el Ministerio de Economía y Hacienda en julio, se espera que el saldo presupuestario de las Administraciones Públicas experimente un acusado deterioro, pasando de una situación presupuestaria más o menos equilibrada en el 2008 a un déficit del 4% del PIB en el 2009 y del 6% del PIB en el 2010, en consonancia, en líneas generales, con las previsiones de primavera del 2009 de la Comisión Europea. El sustancial deterioro de la situación presupuestaria en el 2009 y en el 2010 se debe, fundamentalmente, a la acción de los estabilizadores automáticos, en un contexto de fuerte recesión económica y de aplicación de importantes medidas de estímulo fiscal para estabilizar la economía (que ascienden aproximadamente al 1,5% y al 2% del PIB para el 2009 y el 2010, respectivamente). El Gobierno prevé mejoras presupuestarias anuales equivalentes al 1% del PIB a partir del 2011, lo que debería reducir el déficit hasta el 3% del PIB en el 2013.

En Francia, según las previsiones presupuestarias actualizadas por el Gobierno en junio, se espera que el déficit de las Administraciones Públicas se sitúe entre el 7% y el 7,5% del PIB en el 2009 y en el 2010, un aumento considerable con respecto al 3,5% del PIB del 2008. El deterioro esperado del saldo presupuestario es mayor que el previsto en las previsiones económicas de primavera del 2009 de la Comisión (un déficit del 6,6% y el 7% del PIB en el 2009 y el 2010, respectivamente) y es consecuencia de la acción de los estabilizadores automáticos, de reducciones discrecionales de ingresos (asociadas,

Gráfico 55 Déficit público y variación de la deuda de la zona del euro

(sumas móviles de cuatro trimestres en porcentaje del PIB)

- Déficit
- Variación de la deuda
- ▲ Déficit, anual (previsiones de la Comisión Europea)
- Variación de la deuda, anual (previsiones de la Comisión Europea)



Fuentes: Cálculos del BCE basados en datos nacionales y de Eurostat, y previsiones económicas de la Comisión Europea, primavera del 2009.

por ejemplo, a la reducción del IVA para los servicios de suministro de comidas por contrato y los restaurantes aplicable desde el 1 de julio de 2009), de la caída de las cotizaciones sociales y de un recorte excepcional del impuesto sobre la renta a los hogares con niveles bajos de ingresos en el 2009. Con arreglo a los supuestos provisionales en los que se basan los preparativos de los presupuestos para el 2010, el Gobierno tratará de realizar un esfuerzo de saneamiento presupuestario medio anual del 0,5% del PIB, en términos estructurales, a partir del 2010. Se prevé que el déficit de las Administraciones Públicas se situé entre el 5% y el 5,5% del PIB en el 2012. Esto supone un fuerte contraste con el compromiso de Francia a nivel europeo, ya que el plazo límite de este país para corregir el déficit excesivo es el 2012.

En Italia, el Gobierno publicó en julio nuevas previsiones a medio plazo para el período 2009-2013. Según estas previsiones, se espera que el déficit de las Administraciones Públicas se incremente desde un nivel ligeramente por debajo del 3% del PIB en el 2008 hasta el 5,3% y el 5% del PIB en el 2009 y el 2010, respectivamente, antes de descender hasta el 2,4% para el 2013. Las previsiones para el 2009 y el 2010 son más pesimistas que las que figuran en las previsiones económicas de primavera del 2009 de la Comisión (el 4,5% y el 4,8% del PIB, respectivamente). En julio, el Parlamento italiano también convirtió en ley el decreto «anticrisis» aprobado por el Gobierno a finales de junio. El paquete de medidas prevé una reducción del impuesto de sociedades en forma de incentivos fiscales para nuevas inversiones en maquinaria por parte de las empresas. Según el Gobierno, el paquete no afectará a las necesidades de financiación de las Administraciones Públicas, ya que las medidas de estímulo que causen un incremento del déficit quedarán totalmente compensadas por modificaciones de otras partidas presupuestarias. El Gobierno atribuye la disminución gradual del déficit en el período 2010-2013 a la mejora prevista de la situación macroeconómica y a medidas correctoras (la mayor parte sin especificar hasta el momento), que ascenderían al 0,4% del PIB en el 2011 y al 1,2% del PIB por año en el 2012 y en el 2013.

En España, altos cargos de la Administración señalaron en julio que es probable que, pese a los recientes aumentos de los impuestos sobre el tabaco y el combustible, el déficit de las Administraciones Públicas se sitúe en el 9,5% del PIB en el 2009, casi 1 punto porcentual por encima de lo previsto en las previsiones económicas de la Comisión de primavera del 2009. Se espera que el nuevo empeoramiento de las perspectivas presupuestarias esté determinado, fundamentalmente, por nuevas reducciones de los ingresos (que, al menos en cierta medida, se deben a la desaparición de los considerables ingresos extraordinarios registrados en los años anteriores a la recesión económica), así como por el fuerte aumento de las prestaciones sociales, el impacto previsto de la evolución cíclica y las medidas discrecionales adoptadas en los dos últimos años, entre las que se incluyen una reforma fiscal en el 2007, un paquete de estímulo fiscal a principios del 2008, y nuevas medidas de estímulo a finales del 2008 y principios del 2009. Actualmente se dispone de poca información sobre si el Gobierno espera que España cumpla su compromiso europeo de corregir el déficit excesivo para el 2012, límite del plazo.

NECESIDAD DE ESTRATEGIAS RÁPIDAS DE SALIDA Y DE SANEAMIENTO PRESUPUESTARIO

La información más reciente disponible confirma las expectativas de la Comisión Europea (incluidas en sus previsiones económicas de primavera del 2009) de que todos los países de la zona del euro excepto tres (Chipre, Luxemburgo y Finlandia) registren déficit públicos superiores al valor de referencia del 3% del PIB en el 2009 y de que todos corren el riesgo de incumplir este valor en el 2010. Las ratios de deuda pública resultantes, en rápido aumento, además de los considerables avales públicos a sociedades financieras y no financieras, plantean una seria amenaza para la sostenibilidad de las finanzas públicas. Esta preocupante evolución pone de manifiesto la urgente necesidad de que todos los países de la zona del euro preparen y comuniquen estrategias ambiciosas y realistas de salida de las medidas fiscales relacionadas con la crisis, así como medidas de saneamiento a medio plazo que aseguren un retorno rápido a unas finanzas públicas saneadas y sostenibles.

En este contexto, las políticas fiscales deben guiarse por las disposiciones del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, que han de aplicarse con rigurosidad. Es especialmente importante que los países con déficit excesivos los corrijan dentro de los plazos fijados por el Consejo de la UE. Además de los cuatro países de la zona del euro contra los que ya se han iniciado procedimientos de déficit excesivo, concretamente Grecia (con un plazo límite para corregir el déficit en el 2010), Francia, España (ambos con plazo límite en el 2012) e Irlanda (con plazo límite en el 2013), en su reunión del 7 de julio, el Consejo ECOFIN dio de plazo a Malta hasta el 2010 para situar su déficit por debajo del 3% del PIB. Ese mismo día, el Consejo invitó a Bélgica a presentar, antes del 20 de septiembre, un programa complementario a su programa de estabilidad en el que se incluya una estrategia presupuestaria a medio plazo bien fundamentada.

En consonancia con las orientaciones para la política fiscal definidas por los ministros del Eurogrupo el 8 de junio de 2009, los Gobiernos se han comprometido a desarrollar y a aplicar estrategias sólidas de salida a medio plazo que conduzcan a una corrección rápida de los déficit excesivos. Estas estrategias deben presentarse en la próxima ronda de los programas de estabilidad. Además, los ministros del Eurogrupo reafirmaron su compromiso para aplicar íntegramente el marco de supervisión definido en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento.

Dado el acusado deterioro de la situación presupuestaria previsto para este año y el siguiente en la mayor parte de los países de la zona del euro, los esfuerzos de saneamiento tendrán que superar considerablemente el valor mínimo de referencia del 0,5% del PIB por año fijado en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. En particular, en países con ratios de déficit o de deuda públicos elevados, el ajuste estructural anual debería ser de al menos el 1% del PIB para asegurar una corrección rápida de los déficit excesivos y contener los riesgos para la sostenibilidad presupuestaria. El proceso de ajuste estructural debería comenzar, a más tardar, con el inicio de la recuperación económica, y los esfuerzos de consolidación deberían intensificarse en el 2011. En cualquier caso, los plazos límite para corregir los déficit excesivos deben respetarse, en lugar de convertirse en objetivos móviles que se van desplazando.

De cara al futuro, los países deben mantener un ritmo intenso de saneamiento incluso después de corregir sus déficit excesivos, con el fin de alcanzar sus objetivos presupuestarios a medio plazo a la mayor brevedad posible. Es necesario adoptar medidas ambiciosas para mejorar sustancialmente las situaciones presupuestarias cuando hayan desaparecido los efectos inmediatos de la crisis, y no sólo porque ya se esté materializando el impacto del envejecimiento de la población sobre los presupuestos públicos y porque se intensificará notablemente en los próximos años (para más detalles, véase el recuadro titulado «Informe de 2009 sobre el envejecimiento demográfico: proyecciones actualizadas sobre el gasto público relacionado con el envejecimiento de la población», en el Boletín Mensual de junio del 2009). Por tanto, la necesidad de alcanzar los objetivos a medio plazo es especialmente acuciante para asegurar la sostenibilidad presupuestaria a medio y a largo plazo. Esto podría verse facilitado por la adopción de reglas fiscales nacionales creíbles y bien diseñadas que promuevan el cumplimiento de los compromisos europeos (véase recuadro 9).

Recuadro 9

REGLAS FISCALES E INSTITUCIONES NACIONALES COMO COMPLEMENTO DEL MARCO PRESUPUESTARIO DE LA UE

El Tratado constitutivo de la Comunidad Europea y el Pacto de Estabilidad y Crecimiento proporcionan el marco jurídico e institucional para lograr y mantener unas finanzas públicas saneadas en la UE

y, por tanto, también deberían orientar las estrategias de salida y de saneamiento presupuestario de los Estados miembros destinadas a revertir las medidas de estímulo fiscal y a corregir con rapidez los déficit excesivos¹. Tal como se subraya extensamente en la literatura, las reglas fiscales nacionales podrían servir para complementar el marco presupuestario de la UE con el fin de reforzar la disciplina fiscal y garantizar la sostenibilidad de las finanzas públicas en la zona del euro².

Las reglas fiscales nacionales se adaptan de manera natural a la soberanía nacional, se encuentran sujetas a la aprobación de los parlamentos nacionales y su aplicación puede ser controlada por organismos nacionales independientes, lo cual permite a los Gobiernos reforzar su compromiso de prudencia presupuestaria, adoptando reglas fiscales creíbles y ambiciosas, que pueden estar respaldadas por estrictos mecanismos de aplicación³. Por tanto, mientras que los límites máximos de déficit y de deuda pública del Tratado y del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, así como los objetivos presupuestarios a medio plazo, establecen referencias comunes y coherentes para la prudencia presupuestaria entre los Estados miembros, las reglas fiscales y las instituciones nacionales pueden reforzar el cumplimiento de dichas disposiciones de la UE.

La evidencia empírica reciente relativa a los países de la UE sugiere que unas reglas fiscales nacionales sólidas animan realmente a los Gobiernos a adoptar una orientación fiscal más prudente⁴. En concreto, ha surgido un amplio consenso acerca de que las restricciones sobre el gasto público basadas en reglas son un mecanismo adecuado para fomentar la prudencia presupuestaria a escala nacional, ya que las presiones políticas para apartarse de la disciplina presupuestaria tienden a ser especialmente acusadas por el lado del gasto⁵. Por consiguiente, cabría esperar que los países con reglas nacionales sobre gasto en vigor presenten, en igualdad de condiciones, un mayor grado de cumplimiento con el marco presupuestario de la UE que otros países de la zona.

Además de reforzar la disciplina presupuestaria de las Administraciones Centrales, las reglas fiscales nacionales son un instrumento útil para coordinar la política fiscal entre los diferentes niveles de Gobierno: la mayoría de los Estados miembros se caracteriza porque las administraciones subnacionales tienen una autonomía fiscal considerable. Esta estructura federal puede generar un problema común, dado que las repercusiones de la falta de disciplina fiscal de una administración subnacional suelen extenderse a otras jurisdicciones y afectan al sector público en general. Por tanto, restringir la política fiscal subnacional mediante reglas nacionales favorece la prudencia presupuestaria en los citados niveles, lo cual es necesario para cumplir los objetivos presupuestarios para las Administraciones Públicas establecidos en el marco presupuestario de la UE.

El entorno institucional general debe favorecer la aplicación de las reglas fiscales nacionales. En particular, puede ser necesario que instituciones independientes e imparciales evalúen el cumpli-

1 Para una breve visión general de las principales disposiciones del Tratado y del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, véase el recuadro titulado «Marco jurídico para lograr unas políticas fiscales sólidas en la UEM», en el Boletín Mensual de marzo del 2009. R. Morris, H. Onega y L. Schuknecht, «The reform and implementation of the Stability and Growth Pact», Documento Ocasional n.º 47, BCE, 2006, contiene una descripción y una valoración exhaustivas de las reglas fiscales de la UE.

2 Véanse, por ejemplo, L. Schuknecht «EU fiscal rules: issues and lessons from political economy», Documento de Trabajo n.º 421, BCE, 2004, y M. Buti, S. Eijffinger y D. Franco, «Revisiting the Stability and Growth Pact: Grand Design or Internal Adjustment?», Discussion Paper n.º 3692, CEPR, 2003.

3 Véase A. Fatás, J. von Hagen, A. Hughes Hallett, R. Strauch y A. Sibert, «Stability and Growth in Europe: Towards a Better Pact», *Monitoring European Integration* 13, ZEI/CEPR, Bonn/London, 2003.

4 Véase, por ejemplo, X. Debrun, L. Moulin, A. Turrini, J. Ayuso-i-Casals y M. Kumar, «Tied to the mast? National fiscal rules in the European Union», *Economic Policy*, vol. 23 (4), pp. 297-362, 2008.

5 Véanse, por ejemplo, «Finanzas Públicas en la UEM», Comisión Europea, 2003, 2005 y 2006, y G. Ljungman, «Expenditure Ceilings – A Survey», Documento de Trabajo n.º 282, FMI, 2008.

miento de las citadas reglas por parte de los Gobiernos. Además, la fuerza de las reglas fiscales reside, en gran medida, en el hecho de que la opinión pública puede supervisar su cumplimiento. Para ello se requieren normas simples y cuantificables, así como una comunicación precisa y oportuna de los planes presupuestarios y de su evolución por parte de los Gobiernos.

El reciente repunte de la ratio de deuda pública señala otra área importante en la que las reglas fiscales y las instituciones nacionales podrían ser un complemento útil para el marco presupuestario de la UE. En concreto, un compromiso para alcanzar objetivos explícitos en relación con la deuda a escala nacional reforzaría la función disciplinaria de los marcos presupuestarios orientados hacia el déficit por dos razones. En primer lugar, dichos objetivos serían altamente transparentes para los votantes y, por tanto, proporcionarían una referencia clara con la que valorar los esfuerzos de un Gobierno por reducir su deuda. En segundo lugar, la fijación de objetivos de déficit y deuda disminuiría el incentivo político de realizar un cambio «extrapresupuestario» de actividades con el fin de cumplir las restricciones presupuestarias impuestas por el marco fiscal de la UE^{6,7}.

No se debe esperar un «remedio rápido» para los retos que afrontan las finanzas públicas en el entorno actual, especialmente dada la incertidumbre acerca del ritmo de recuperación. Sin embargo, tanto consideraciones de índole teórica como la experiencia en los distintos países sugieren que una aplicación y un cumplimiento rigurosos de los marcos presupuestarios basados en reglas ayudarán a dirigir la política fiscal hacia la sostenibilidad de las finanzas públicas.

6 Para más detalles sobre el uso de los ajustes déficit-deuda como mecanismo para cumplir las restricciones del marco presupuestario de la UE, véase J. von Hagen y G. Wolff, «What do deficits tell us about debt? Empirical evidence on creative accounting with fiscal rules in the EU», *Journal of Banking and Finance*, vol. 30, pp. 3.259-3.279, 2006.

7 La opinión de que los Gobiernos deberían adoptar ambiciosas medidas de reducción de la deuda también queda reflejada en el informe del personal técnico del FMI para la consulta del artículo IV de 2009 sobre las políticas de la zona del euro, que concluyó el 17 de julio de 2009.

Más allá de su impacto inmediato, la crisis financiera y la grave recesión económica también puede afectar a las finanzas públicas con un retardo, una presión que tiene su origen en tres riesgos importantes. En primer lugar, existen considerables riesgos asociados a las operaciones de rescate bancario que todavía afectan al activo y al pasivo del balance del sector público. Por un lado, es posible que los préstamos no se reembolsen (en su totalidad) o que los activos bancarios adquiridos deban venderse con pérdidas en el futuro y, por otro, los avales públicos proporcionados al sector financiero son pasivos contingentes que, en última instancia, pueden ser exigidos. En segundo lugar, el verdadero coste presupuestario de las medidas de rescate financiero todavía está sujeto a considerable incertidumbre. En particular, el 15 de julio, Eurostat publicó una decisión que implica que determinadas intervenciones públicas en apoyo de las instituciones y los mercados financieros durante la crisis financiera no se registrarán estadísticamente, al menos en una primera instancia, en las cuentas de las Administraciones Públicas. No obstante, con independencia de su inclusión en las citadas cuentas y del calendario de inclusión, los riesgos para las finanzas públicas asociados a estas operaciones deben ser objeto de un seguimiento atento y transparente. Por este motivo, Eurostat anunció también su intención de publicar, a partir de octubre del 2009, cuadros complementarios sobre las actividades realizadas en apoyo de instituciones financieras (avales públicos, fondos de titulización y mecanismos temporales de liquidez). En tercer lugar, la pronunciada contracción observada actualmente en la actividad económica puede ir seguida de un período prolongado de crecimiento económico moderado, lo que se traduciría en una caída del nivel estructural de los ingresos fiscales. Por tanto, para evitar un nuevo aumento de los déficit, los Gobiernos deben ajustar su gasto de manera adecuada a las nuevas condiciones macroeconómicas y, en particular, revertir los acusados incrementos de las ratios de gasto público a la mayor brevedad posible.

Ante estos riesgos presupuestarios, y dado que la mayor parte de los países de la zona del euro deberá afrontar ratios de deuda pública considerablemente más elevadas que antes de la crisis, la reducción de la deuda es necesaria y debe alcanzarse, preferentemente, por medio de una consolidación fiscal basada en la contención del gasto. La experiencia anterior en varios países de la zona muestra que es posible obtener reducciones rápidas y sustanciales de la deuda, y los Gobiernos podrían aplicar las lecciones extraídas de los éxitos del pasado a sus estrategias futuras (véase recuadro 10).

Recuadro 10

LA EXPERIENCIA CON LA REDUCCIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA EN LOS PAÍSES DE LA ZONA DEL EURO

La crisis financiera y la grave recesión económica están contribuyendo a un aumento considerable de la deuda pública en relación con el PIB en muchos países de la zona del euro. Como esta situación plantea serios riesgos para la sostenibilidad de las finanzas públicas y deberá abordarse de manera urgente, en este recuadro se examina la experiencia anterior con reducciones de la deuda en la zona del euro.

El incremento de las ratios de deuda pública en los países de la zona del euro plantea la cuestión de cuales serán los factores que contribuirán a estabilizar estas ratios y que, posteriormente, las situarán en una senda descendente. El análisis del éxito de experiencias anteriores en diversos países proporciona información valiosa cuando se consideran las posibles opciones en materia de política fiscal para reducir la deuda en el futuro. En el cuadro se presenta un resumen de la evolución de la deuda pública en los once países de la UE que adoptaron el euro cuando se creó la Unión Monetaria, en 1999, y en Grecia, que se incorporó en el 2001. El cuadro compara las ratios de deuda en 1991 (año en que se firmó el Tratado de Maastricht), 1998 (el año anterior al comienzo de la tercera fase de la UEM) y 2008, y enumera los países que registraron una reducción considerable de sus ratios de deuda, definida como una disminución total de más de 20 puntos porcentuales desde el máximo observado a mediados de la década de los noventa hasta el mínimo más reciente.

Como se muestra en las tres primeras columnas del cuadro, las ratios de deuda siguieron una evolución diferente en los distintos países. Algunos, como Alemania y Francia, no consiguieron revertir totalmente el aumento de sus ratios de deuda durante el período analizado y, en consecuencia, en el 2008 registraron ratios de deuda superiores a las de 1998. En cambio, otros países, como Irlanda y Bélgica, experimentaron un descenso significativo de sus ratios de deuda en comparación con las de 1991 y 1998, aunque partiendo de un nivel inicial elevado.

En cinco de los doce países examinados, concretamente Bélgica, Irlanda, España, Países Bajos y Finlandia, se registraron disminuciones considerables de las ratios de deuda, que se distribuyeron a lo largo de un período de más de diez años en todos los casos. El primer año (t_0) y el último (t_n) del período de reducción de la deuda se presentan entre paréntesis. Además, en el cuadro se muestra, para todos los países, el máximo de la ratio de deuda en el año anterior al comienzo del período de reducción de la deuda (t_{-1}), el mínimo de esta ratio en el último año del período de reducción (t_n) y el descenso acumulado. Como puede observarse, las considerables reducciones de las ratios de deuda abarcan desde una disminución de unos 24 puntos porcentuales durante un período de 14 años, entre 1995 y el 2008, en Finlandia, a un descenso de más de 69 puntos porcentuales, en el período comprendido entre 1994 y el 2006, en Irlanda.

En las tres últimas columnas del cuadro la reducción total de la ratio de deuda pública desde el máximo hasta el mínimo registrado se desagrega en tres componentes. En primer lugar, el saldo primario, que en una situación de superávit tiende a reducir la ratio de deuda. En segundo lugar, el diferencial entre la tasa de crecimiento y el tipo de interés, conocido como efecto dominó, que indica que una ratio de deuda tiende a aumentar (disminuir) si la tasa de crecimiento del PIB se sitúa por debajo (por encima) del tipo de interés al que se remunera la deuda pública. En tercer lugar, el ajuste déficit-deuda, que recoge los efectos de la acumulación o la venta de activos financieros, de las variaciones en el valor de la deuda externa resultante de variaciones del tipo de cambio y de los restantes ajustes estadísticos, así como de otros residuos¹.

De las tres últimas columnas del cuadro pueden extraerse las siguientes conclusiones. En primer lugar, los superávit primarios contribuyeron sustancialmente al descenso de la deuda en los cinco países en los que se registró una reducción considerable de las ratios de deuda. La contribución de los superávit primarios fue de casi 5 puntos porcentuales del PIB por año, en promedio, para Bélgica y Finlandia, de unos 3,5 puntos porcentuales en el caso de Irlanda y de alrededor de 2,5 puntos porcentuales en los Países Bajos y España (calculada como la contribución total del saldo primario dividida por el número de años del período de reducción de la deuda). En segundo lugar, los cinco países se beneficiaron de un acusado descenso del tipo de interés real. En Irlanda y España, el crecimiento del PIB real fue lo suficientemente elevado, en promedio, como para generar un efecto dominó negativo, que contribuyó notablemente a la disminución de sus ratios de deuda. El fuerte crecimiento del pro-

1 Para obtener una visión general de los enfoques utilizados para la sostenibilidad fiscal, véase N. Giannmarioli, C. Nickel, P. Rother and J.-P. Vidal, «Assessing fiscal soundness – theory and practice», Documento Ocasional, n.º 56, BCE, 2007. Para una panorámica de la composición del ajuste déficit-deuda, véase el artículo titulado «Conciliación de la diferencia entre déficit público y deuda pública», en el Boletín Mensual de abril del 2007.

Evolución de la deuda en algunos países de la zona del euro y reducción considerable de la deuda pública

(en porcentaje del PIB)

País/Período de reducción considerable de la deuda (t ₀ - t _n)	Ratio de deuda			Ratio de deuda		Variación de la ratio de deuda 1 = -2+3+4 (1)	Contribución		
	1991	1998	2008	Máximo (t ₁)	Mínimo (t _n)		Saldo primario (2)	Efecto dominó (3)	Ajuste déficit-deuda (4)
Bélgica (1994-2007)	127,0	117,1	89,6	134,2	84,0	-50,2	69,4	27,7	-8,5
Alemania	39,5	60,3	65,9						
Irlanda (1994-2006)	94,5	53,1	43,2	94,1	24,9	-69,2	48,7	38,1	17,5
Grecia	75,0	102,6	97,6						
España (1997-2007)	43,4	63,2	39,5	66,8	36,2	-30,6	25,3	-11,2	5,9
Francia	36,0	59,4	68,0						
Italia	98,0	114,9	105,8						
Luxemburgo	4,1	7,4	14,7						
Países Bajos (1994-2007)	76,6	65,7	58,2	78,5	45,6	-32,9	35,8	8,0	-5,1
Austria	56,3	64,8	62,5						
Portugal	57,7	52,1	66,4						
Finlandia (1995-2008)	22,2	48,2	33,4	57,8	33,4	-24,4	64,8	0,8	39,7

Fuentes: Cálculos del BCE basados en la base de datos AMECO de la Comisión Europea.

Nota: La variación de la deuda bruta de las Administraciones Públicas en relación con el PIB pueden descomponerse como sigue:

$$\Delta b_t = -pb_t + \left(\frac{r_t - g_t}{1 + g_t} \right) b_{t-1} + sf_t$$

donde t es un subíndice de tiempo, b es la deuda bruta de las Administraciones Públicas en porcentaje del PIB; pb es el saldo primario en porcentaje del PIB (saldo presupuestario, excluidos los pagos por intereses); r es el tipo de interés real; g es la tasa de crecimiento del PIB real; y sf es el ajuste déficit-deuda en porcentaje del PIB.

ducto en estos países también favoreció que se contabilizaran saldos primarios más elevados que los que se habrían registrado en otras circunstancias. En tercer lugar, los ajustes déficit-deuda contribuyeron de manera significativa a una ratio de deuda más alta en Finlandia e Irlanda. En el caso de Finlandia, el efecto de aumento de la deuda causado por el ajuste déficit-deuda puede atribuirse a las inversiones financieras de las Administraciones Públicas, incluyendo la acumulación de activos en las administraciones de Seguridad Social. En cuanto a Irlanda, las inyecciones de capital relacionadas principalmente con la financiación de las infraestructuras (es decir, transporte, telecomunicaciones y energía) desempeñaron un papel destacado. En los demás países, el impacto de los ajustes déficit-deuda sobre la evolución de la deuda pública fue más limitado.

Lecciones del pasado, lecciones para el futuro

La experiencia del pasado sugiere que una reducción de las ratios de deuda tan elevadas que se prevén actualmente para muchos países requerirá considerables esfuerzos de saneamiento de las finanzas públicas. Dado que las tasas de crecimiento del PIB real podrían ser relativamente moderadas en los años próximos, la probabilidad de que el diferencial de la tasa de crecimiento de los tipos de interés contribuya sustancialmente a un descenso de la deuda es escasa. Además, existe un elevado grado de incertidumbre acerca de los ingresos procedentes de la venta futura de activos financieros adquiridos por los Gobiernos durante la crisis financiera. Así pues, será fundamental generar superávit primarios considerables a través del saneamiento de las finanzas públicas. En este sentido, la literatura económica muestra que las consolidaciones fiscales basadas en la contención del gasto tienden a ser más duraderas y a contribuir más al crecimiento que las que se basan en aumentos de ingresos². Con una presión fiscal ya elevada, un saneamiento fiscal basado en los ingresos podría carecer de credibilidad, ya que los agentes económicos podrían anticipar que el aumento adicional de impuestos tendrá que ser revocado, debido, por ejemplo, a su efecto negativo sobre los incentivos económicos, la competitividad internacional y el crecimiento potencial³. Por el contrario, las reducciones de gasto podrían convencer a los agentes de que el esfuerzo para llevar a cabo un ajuste estructural es serio y que dará lugar a una mejora duradera de la sostenibilidad de las finanzas públicas. Las ambiciosas reformas del gasto, que incluyen un menor consumo público y reformas significativas en las transferencias a los hogares, ayudaron a que Finlandia, Irlanda y los Países Bajos, en particular, redujeran sus ratios de gasto primario en relación con sus ratios de ingresos y crearán importantes superávit primarios, que respaldaron el descenso continuado de sus elevadas ratios de deuda⁴. Además, las estrategias de saneamiento basadas en el gasto podrían afectar a la evolución macroeconómica a través de los salarios y de la inversión. En concreto, si los recortes del gasto en materia de empleo público provocan una reducción de las presiones salariales en la economía, ello podría inducir a las empresas a contratar más trabajadores y a aumentar su gasto en inversión, lo que sostendría el crecimiento a largo plazo. A su vez, ello ayudaría indirectamente a reducir la deuda a través del mencionado efecto dominó y de ingresos adicionales, así como de un menor gasto en transferencias.

2 Véase también A. Afonso, «Expansionary fiscal consolidations in Europe: new evidence», Documento de Trabajo n.º 675, BCE, 2006, y G. Giudice, A. Turin y J. in't Veld, «Non-Keynesian Fiscal Adjustments? A Close Look at Expansionary Fiscal Consolidations in the EU», *Open Economies Review*, vol. 18 (5), pp. 613-630, 2007.

3 Véase, por ejemplo, Grupo de Trabajo del Comité de Política Monetaria del Sistema Europeo de Bancos Centrales, «Labour supply and employment in the euro area countries – developments and challenges», Documento Ocasional, n.º 87, BCE, 2008.

4 Véase también S. Hauptmeier, M. Heipertz y L. Schuknecht, «Expenditure Reform in Industrialised Countries – A Case-Study Approach», *Fiscal Studies*, vol. 28 (3), pp. 293-342, 2007.

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

6.1 TIPOS DE CAMBIO

En los primeros meses del 2009, las fuertes oscilaciones y los elevados niveles de volatilidad observados en los mercados de divisas tras la intensificación de la crisis financiera en septiembre del 2008 comenzaron a atenuarse. Desde finales de mayo, la amplitud de las fluctuaciones del euro frente a las principales monedas se ha reducido aún más y las volatilidades implícitas se han aproximado a las medias históricas. Como resultado de la reducción de las fluctuaciones, mutuamente compensatorias, de sus tipos de cambio bilaterales, el tipo de cambio efectivo nominal del euro se ha mantenido prácticamente estable en los tres meses transcurridos hasta el 2 de septiembre de 2009.

TIPO DE CAMBIO EFECTIVO DEL EURO

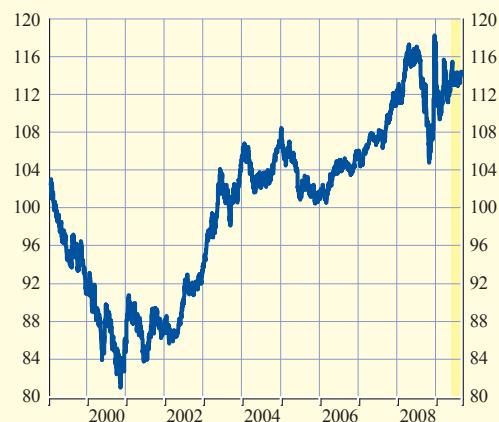
A finales del 2008 y, en menor medida, a principios del 2009, los tipos de cambio de las principales monedas fueron muy volátiles y experimentaron grandes oscilaciones, debido, principalmente, a los rápidos cambios en la situación de los mercados financieros y a la incertidumbre respecto a las perspectivas económicas en varias regiones del mundo. Al atenuarse las tensiones en los mercados financieros en el transcurso del 2009 y, especialmente, a partir de finales de mayo, también se moderaron las fluctuaciones de los tipos de cambio bilaterales del euro y las volatilidades implícitas se aproximaron a las medias históricas o se situaron en esos niveles.

El 2 de septiembre de 2009, el tipo de cambio efectivo nominal del euro —medido frente a las monedas de 21 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro— se situaba prácticamente al mismo nivel que a finales de mayo (véase gráfico 56). La relativa estabilidad del tipo de cambio efectivo del euro en este período refleja movimientos compensatorios de los tipos bilaterales, así como una disminución de las fluctuaciones frente a las principales monedas. Por una parte, el euro se depreció frente al yen japonés y las monedas de los Estados miembros de la UE que se incorporaron en el 2004 y en el 2007 y que no participan en el MTC II, a las que parece haber beneficiado la moderación de la aversión al riesgo. Por otra parte, el euro se apreció ligeramente

Gráfico 56 Tipo de cambio efectivo del euro y sus componentes¹⁾

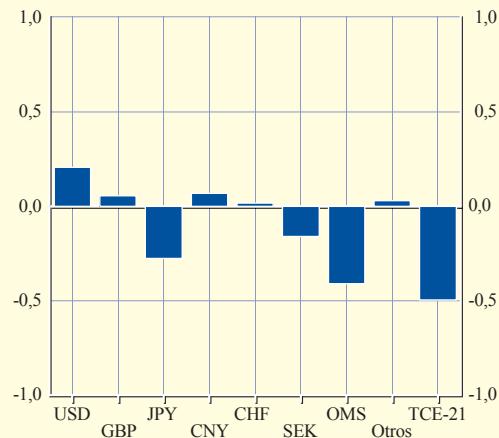
(datos diarios)

Índice: I 1999 = 100



Contribuciones a las variaciones del TCE²⁾

Del 29 de mayo al 2 de septiembre de 2009
(en puntos porcentuales)



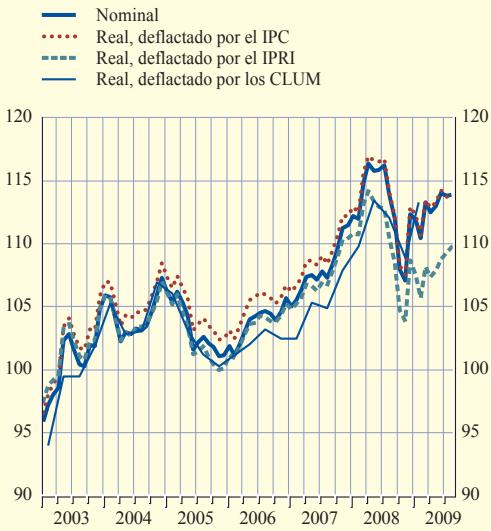
Fuente: BCE.

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

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

Gráfico 57 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 agosto del 2009. En el caso de los TCE-21 reales basados en los CLUM, la última observación, basada en parte en estimaciones, corresponde al primer trimestre del 2009.

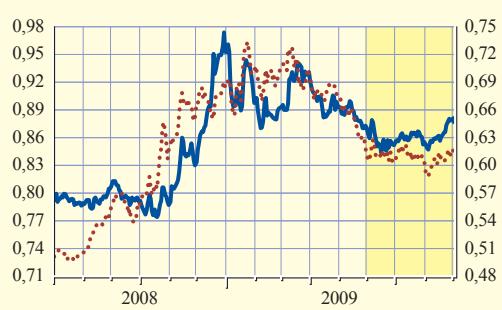
frente al dólar estadounidense, al parecer, como consecuencia de la positiva información pública respecto a las perspectivas macroeconómicas de la zona del euro y de la inquietud suscitada por las perspectivas fiscales de Estados Unidos. Al mismo tiempo, el intervalo de fluctuación del tipo de cambio bilateral del euro frente al dólar fue relativamente estrecho. 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 deflactores de los precios de consumo e industriales, en julio del 2009, el tipo de cambio efectivo real del euro se situaba en promedio en torno a un 1,0% por encima de la media del 2008 (véase gráfico 57).

DÓLAR ESTADOUNIDENSE/EURO

Tras un período de fuertes oscilaciones de los principales tipos de cambio bilaterales en el segundo semestre del 2008 y, en menor medida, a comienzos del 2009 —que se tradujo en un debilitamiento general del euro frente al dólar en un contexto de mayor incertidumbre— la moneda única ha tendido a apreciarse desde principios de marzo. Esta apreciación parece haber tenido, en parte, su origen en la moderación de las tensiones en los mercados financieros y en el consiguiente descenso de las percepciones de riesgo. Desde finales de mayo, el euro se ha apreciado ligeramente en un contexto de inquietud.

Gráfico 58 Evolución de los tipos de cambio

(datos diarios)



Fuente: BCE.

Nota: La zona sombreada corresponde al período comprendido entre el 29 de mayo de 2009 y el 2 de septiembre de 2009.

tud respecto a las perspectivas fiscales de Estados Unidos y, más recientemente, como consecuencia de la publicación de datos que apuntan a una mejora de las perspectivas económicas de la zona del euro (véase gráfico 58). Al mismo tiempo, la volatilidad implícita se redujo en mayor medida, situándose en niveles registrados por última vez en el verano del 2008. El 2 de septiembre de 2009, el euro cotizaba a 1,42 dólares estadounidenses, es decir, un 0,9% por encima del nivel de finales de mayo del 2009 y un 3,3% por debajo de la media del 2008.

YEN JAPONÉS/EURO

Durante el pasado año, la evolución del tipo de cambio del euro frente al yen ha seguido una trayectoria, hasta cierto punto, paralela a la observada frente al dólar estadounidense. En el segundo semestre del 2008, la rápida corrección de las posiciones de *carry trade* contribuyó a un acusado debilitamiento del euro frente al yen. Tras registrar algunas fluctuaciones, el euro comenzó a apreciarse a principios del 2009, principalmente en el contexto de la significativa caída de la actividad económica en Japón. En los meses siguientes, la volatilidad implícita se redujo drásticamente y el tipo de cambio bilateral fluctuó entre 128 y 138 yenes por euro, al parecer, como consecuencia de los cambios en la percepción general del riesgo en los mercados financieros. El 2 de septiembre, el euro cotizaba a 131,6 yenes, es decir, un 2,7% por debajo del nivel registrado a finales de mayo y un 13,6% por debajo de la media del 2008.

MONEDAS DE LOS ESTADOS MIEMBROS DE LA UE

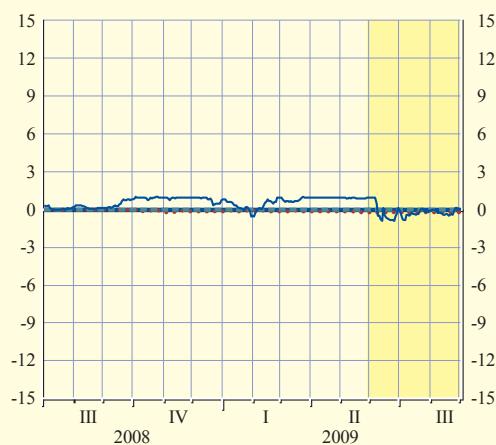
En los últimos meses, la mayoría de las monedas que participan en el MTC II se han mantenido estables frente al euro y han seguido cotizando al tipo de cambio correspondiente a las respectivas paridades centrales o en torno a dichas paridades (véase gráfico 59). Al lats letón le favoreció la moderación de la inquietud de los mercados respecto a la evolución económica en Estonia, tras la aprobación, por parte del Parlamento letón, de las enmiendas al presupuesto a mediados de junio. Por consiguiente, el lats cotizó principalmente en la zona fuerte de la banda de fluctuación de $\pm 1\%$ establecida unilateralmente.

Por lo que respecta a las monedas de los Estados miembros de la UE que no participan en el MTC II, la incertidumbre respecto a las perspectivas económicas del Reino Unido ha seguido contribuyendo a las fluctuaciones del tipo de cambio del euro frente a la libra esterlina, aunque la amplitud de dichas fluctuaciones se ha reducido en comparación con la observada a finales del 2008. El 2 de septiembre, el euro se mantenía prácticamente estable frente a la libra esterlina en relación con los niveles de finales de mayo. Al mismo tiempo, la moneda única ha seguido depreciándose frente al zloty polaco, la corona checa y, en menor medida, frente al forint húngaro, en un 6,9%, un 4,2%, y un 2,2%, respectivamente entre finales de mayo y el 2 de septiembre de 2009, debido, posiblemente, a una mejora en las percepciones de los participantes en los mercados respecto a la situación macroeconómica de estos países. La inquietud de los

Gráfico 59 Evolución de los tipos de cambio en el MTC II

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

- EEK/EUR
- DKK/EUR
- - - LTL/EUR
- LVL/EUR



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 $\pm 15\%$.

mercados respecto a las perspectivas económicas de los países bálticos contribuyó a que el tipo de cambio del euro frente a la corona sueca experimentase cierta volatilidad, pero, al atenuarse las inquietudes de los mercados tras la aprobación de las enmiendas del presupuesto en Letonia, el tipo de cambio del euro se depreció frente a la corona sueca un 3,3% en los tres meses transcurridos hasta el 2 de septiembre de 2009. Sin embargo, debido a la evolución observada a finales del 2008 y principios del 2009, las monedas de los estados miembros de la UE que no participan en el MTC II siguen estando más depreciadas frente al euro de lo que lo estuvieron en el primer semestre del 2008.

OTRAS MONEDAS

A finales del 2008, el euro se depreció notablemente frente al franco suizo, dado que éste se vio favorecido, al parecer, por las entradas de capital que se produjeron tras la intensificación de la crisis financiera. Tras registrar unas pequeñas fluctuaciones a principios del 2009, el euro comenzó a debilitarse de nuevo. Hacia mediados de marzo, tras la decisión del Banco Nacional de Suiza de intervenir en el mercado de divisas para limitar la apreciación del franco suizo, el euro experimentó una fuerte apreciación y se stabilizó en torno a 1,52 francos suizos. En los tres últimos meses, el euro se ha mantenido prácticamente estable frente a la moneda suiza, pese a ciertas fluctuaciones tras las anunciadas intervenciones en el mercado de divisas por parte del Banco Nacional de Suiza a finales de junio. El 2 de septiembre, el euro cotizaba frente al franco suizo un 14,4% por encima del nivel medio registrado en el 2008.

6.2 BALANZA DE PAGOS

En el segundo trimestre del 2009, el ritmo de contracción del comercio con países no pertenecientes a la zona del euro registró una acusada moderación, tras la caída sin precedentes observada en los dos trimestres anteriores. En el mismo período, el agregado de inversiones directas y de cartera de la zona repuntó tanto en el activo como en el pasivo. En el año transcurrido hasta junio del 2009, el déficit de la balanza por cuenta corriente de la zona del euro ascendió a 122,6 mm de euros (1,3% del PIB), mientras que, en la cuenta financiera, las entradas netas totales de inversiones directas y de cartera registraron una escalada, situándose en 439,0 mm de euros, como consecuencia de las mayores entradas de valores distintos de acciones.

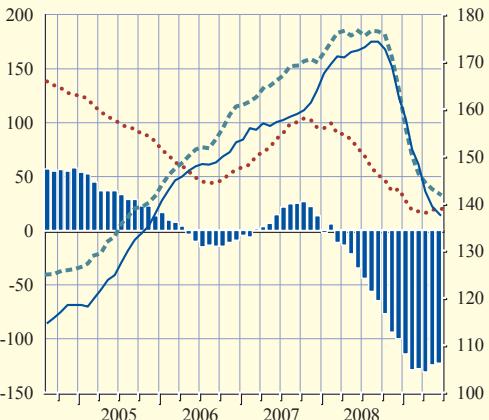
COMERCIO Y BALANZA POR CUENTA CORRIENTE

En el año transcurrido hasta junio del 2009, el déficit de la balanza por cuenta corriente de la zona del euro ascendió a 122,6 mm de euros (en cifras desestacionalizadas y ajustadas de días laborables), que corresponden a un 1,3%, aproximadamente, del PIB. Si bien el déficit por cuenta corriente se redujo hacia el final del período de doce meses transcurrido hasta junio del 2009, el déficit acumulado fue mucho mayor que en el mismo pe-

Gráfico 60 Balanza por cuenta corriente y balanza comercial de la zona del euro

(mm de euros; datos mensuales; datos desestacionalizados)

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



Fuente: BCE.

ríodo un año antes (véase gráfico 60). El deterioro fue generalizado, pero afectó especialmente a la balanza de bienes, que pasó de superávit a déficit en el período considerado (véase cuadro 9). La acusada desaceleración de la actividad económica mundial como consecuencia de la intensificación de la crisis financiera en septiembre del 2008 fue un lastre para la demanda exterior de productos de la zona del euro. Por consiguiente, en los doce meses transcurridos hasta junio del 2009, las exportaciones de bienes y servicios se redujeron de forma más pronunciada que las importaciones, y la balanza de bienes registró un déficit de 9,6 mm de euros, frente al superávit de 24,7 mm de euros contabilizado en el período de doce meses anterior. Al mismo tiempo, el superávit de la balanza de servicios casi se redujo a la mitad, situándose en 28,9 mm de euros. Por lo que respecta a otros componentes de la cuenta corriente, el déficit de la balanza de rentas se incrementó de forma significativa, principalmente porque, en el contexto de las repatriaciones de fondos realizadas por residentes en la zona del euro, los ingresos en concepto de inversiones se redujeron más que los pagos por inversiones a no residentes en la zona. Por último, el déficit de la balanza de transferencias corrientes aumentó ligeramente.

En cuanto a la evolución más reciente, cabe señalar que la contracción del comercio con países no pertenecientes a la zona del euro registró una acusada moderación en el segundo trimestre del 2009, especial-

Cuadro 9 Principales partidas de la balanza de pagos de la zona del euro

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

	2009 May	2009 Jun	Media móvil de tres meses Período que finalizó en			Cifras acumuladas de 12 meses hasta	
			2008 Sep	2008 Dic	2009 Mar	2009 Jun	2008 Jun
<i>mm de euros</i>							
Cuenta corriente	-0,1	-5,3	-7,8	-14,4	-14,8	-3,8	-34,5
Bienes	2,9	2,2	-0,9	-1,3	-3,5	2,5	24,7
Exportaciones	103,5	104,6	134,5	122,2	106,4	104,1	1.570,4
Importaciones	100,6	102,4	135,5	123,5	109,9	101,5	1.545,7
Servicios	2,9	0,5	3,1	2,8	1,6	2,2	51,4
Exportaciones	38,6	36,9	41,9	41,9	40,0	38,0	505,4
Importaciones	35,6	36,4	38,8	39,1	38,4	35,9	454,0
Rentas	2,0	-2,8	-2,4	-7,1	-3,8	-1,3	-15,8
Transferencias corrientes	-7,9	-5,2	-7,6	-8,8	-9,1	-7,2	-94,9
Cuenta financiera¹⁾	26,6	-7,4	20,6	42,1	49,3	5,6	136,7
Total inversiones directas y de cartera netas	62,8	36,7	28,5	42,1	47,0	28,7	-54,7
Inversiones directas netas	4,8	-8,5	-12,0	-25,9	-12,8	-2,7	-144,1
Inversiones de cartera netas	58,0	45,2	40,5	68,1	59,8	31,4	599,4
Acciones y participaciones	8,5	0,4	-7,5	2,5	7,8	-3,5	2,3
Valores distintos de acciones	49,5	44,8	48,0	65,6	52,0	34,9	87,2
Bonos y obligaciones	56,1	54,6	14,7	14,0	46,5	29,5	146,9
Instrumentos del mercado monetario	-6,6	-9,8	33,3	51,5	5,4	5,5	-59,7
<i>variaciones porcentuales sobre el período anterior</i>							
Bienes y servicios							
Exportaciones	-0,6	-0,4	-0,1	-7,0	-10,8	-3,0	7,7
Importaciones	-0,8	1,9	1,1	-6,7	-8,8	-7,3	8,5
Bienes							
Exportaciones	-0,6	1,1	0,0	-9,2	-12,9	-2,2	7,1
Importaciones	-1,1	1,8	1,2	-8,8	-11,0	-7,6	8,4
Servicios							
Exportaciones	-0,4	-4,3	-0,5	-0,0	-4,5	-4,9	9,5
Importaciones	-0,1	2,0	0,7	0,6	-1,7	-6,6	8,6

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.

mente las exportaciones. Esta moderación se produjo tras la excepcional desaceleración registrada en los dos trimestres anteriores y fue reflejo de una evolución similar del comercio mundial. Probablemente, la estabilización de las exportaciones de la zona del euro se debe, ante todo, al hecho de que, tras tocar fondo, la actividad económica general haya comenzado a repuntar en los principales mercados de exportación y a una gradual reactivación de las cadenas de producción internacionales en vista del agotamiento de las existencias. Por lo que se refiere a las importaciones, la subida de los precios de importación de la energía fue un factor adicional que contribuyó a la estabilización del comercio en términos nominales. A pesar de las mejoras observadas en el segundo trimestre, los flujos comerciales de la zona del euro se mantuvieron muy por debajo de los niveles anteriores a la crisis. Examinando la evolución con más detalle se observa que la caída de las exportaciones de bienes y servicios se redujo hasta el -3,0%, en tasa intertrimestral y términos nominales, desde el -10,8% registrado en el primer trimestre del 2009. La contracción más lenta de las exportaciones de bienes sólo se compensó parcialmente con una ligera aceleración de la caída de las exportaciones de servicios. Al mismo tiempo, se produjo también una reducción más lenta de las importaciones de bienes y servicios (-7,3% en el segundo trimestre). No obstante, la mejora fue menos notable que en el caso de las exportaciones, debido a la debilidad de las importaciones de servicios. Como resultado, las importaciones de bienes y servicios experimentaron una contracción mayor que las exportaciones, a diferencia de lo ocurrido en el primer trimestre del año.

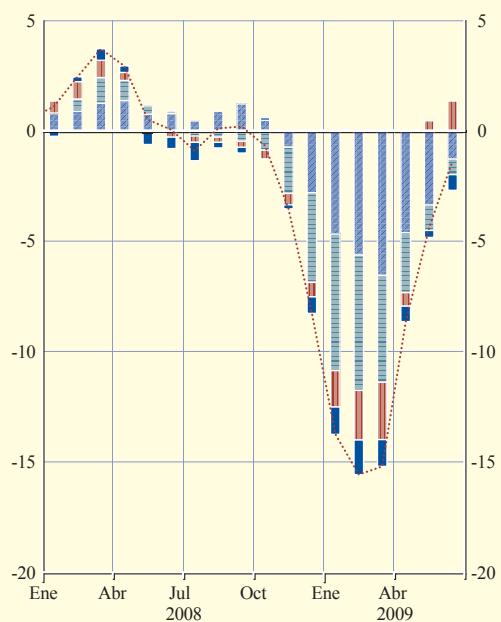
Por categorías amplias de bienes, las exportaciones de bienes intermedios a países no pertenecientes a la zona del euro registraron la mejora más notable en comparación con el primer trimestre del 2009 (tanto en términos nominales como en términos reales). Las exportaciones de bienes de capital siguieron reduciéndose con rapidez, aunque en menor medida que en el primer trimestre. Las exportaciones de bienes de consumo, que habían reaccionado de forma menos acusada que las exportaciones de otros tipos de bienes frente a la perturbación de la demanda mundial, también registraron tasas de crecimiento más próximas a los valores positivos en el segundo trimestre del 2009. Al mismo tiempo, las importaciones provenientes de fuera de la zona del euro mostraron ciertos indicios de gradual estabilización en todas las categorías de bienes, aunque de forma menos notable que las exportaciones.

La distribución geográfica del comercio de bienes con países no pertenecientes a la zona del euro revela que la desaceleración de la caída fue generalizada, con la notable excepción de las importaciones provenientes de Estados Unidos, que registraron un descenso significativamente mayor que en el primer trimestre. En lo tocante a las exportaciones, un importante factor determinante de la moderación fue la reactivación de las exportaciones a los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro (véase gráfico 61). Las exportaciones a estos Estados representan más

Gráfico 61 Contribuciones al crecimiento de las exportaciones nominales de bienes a países no pertenecientes a la zona del euro

(tasa de variación de tres meses sobre tres meses; datos mensuales)

■ Estados Unidos
■ Asia
■ Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro
■ Otros
... Total



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

de un tercio de las exportaciones de la zona a otros países. En un contexto de recuperación de la actividad económica en las economías emergentes de Asia, las tasas de crecimiento intertrimestral de las exportaciones a esta región registraron un importante avance en territorio positivo, lo que contribuyó a la mejora general de las exportaciones de la zona del euro.

CUENTA FINANCIERA

En el período de doce meses transcurrido hasta junio del 2009, las entradas netas totales de inversiones directas y de cartera registraron un notable incremento, alcanzando la cifra de 439,0 mm de euros, frente a las salidas netas de 54,7 mm de euros contabilizadas en el mismo período un año antes (véase cuadro 9). Este cambio de signo tuvo su origen en un pronunciado aumento de las entradas netas de valores distintos de acciones tras la crisis financiera (véase gráfico 62).

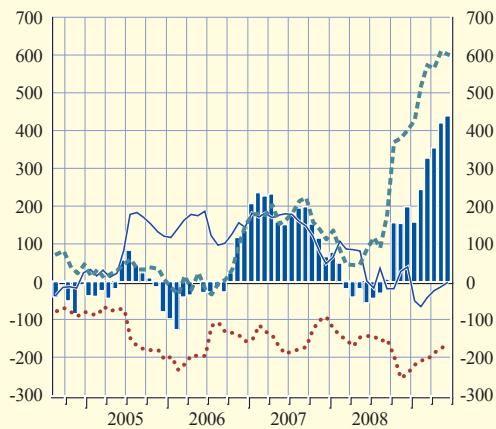
Considerando la evolución con mayor detalle, se observa que los instrumentos del mercado monetario registraron entradas netas por importe de 287,2 mm de euros en el año transcurrido hasta junio del 2009, frente a unas salidas netas de 59,7 mm de euros en el período de doce meses anterior. Al mismo tiempo, las entradas netas de bonos y obligaciones a más largo plazo también se incrementaron de forma sustancial, hasta un total de 314,0 mm de euros. El aumento de las entradas netas de ambos tipos de valores de renta fija en la zona del euro guarda relación, probablemente, con la dinámica de la crisis financiera. En vista del alto grado de volatilidad de los mercados financieros, el excepcional nivel de incertidumbre y la debilidad de las perspectivas económicas, los inversores han centrado sus preferencias en los activos seguros y líquidos. Por las mismas razones, los residentes en la zona del euro han repatriado fondos invertidos en el exterior (en mayor medida que los no residentes han reducido sus inversiones en la zona), lo que se ha traducido en un aumento de las entradas netas de inversiones de cartera. También es probable que un aumento general del sesgo nacional y de la aversión al riesgo haya contribuido a la caída de los flujos de inversión directa —tanto en el activo como en el pasivo— observada en el año transcurrido hasta junio del 2009. Dado que las inversiones directas de la zona del euro en el exterior se redujeron menos que las inversiones directas de no residentes en la zona, las salidas netas aumentaron ligeramente, hasta 160,4 mm de euros, en los doce meses transcurridos hasta junio del 2009. Sin embargo, este aumento sólo compensó, en parte, el incremento de las entradas netas de inversiones de cartera.

Por lo que respecta a la evolución más reciente, los flujos totales de inversiones directas y de cartera repuntaron en el segundo trimestre del 2009, tanto en el activo como en el pasivo. Dado que la mejora fue más pronunciada en el activo, las entradas netas del agregado de inversiones directas y de cartera casi se redujeron a la mitad en el segundo trimestre del 2009 en comparación con el primer trimestre, registrándose, en promedio, entradas netas mensuales por importe de 28,7 mm de euros. Si bien ello se debió, principalmente, al descenso de las entradas netas de bonos y obligaciones, también influyó el cambio de signo, a salidas netas, registrado en los valores de renta variable. Las entradas netas de ins-

Gráfico 62 Total de inversiones directas y de cartera de la zona del euro

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

- Inversiones directas y de cartera netas
- Inversión extranjera directa neta
- - - Valores distintos de acciones (neto)
- Acciones y participaciones (neto)



Fuente: BCE.

trumentos del mercado monetario prácticamente no experimentaron variación con respecto al primer trimestre del 2009, permaneciendo muy por debajo de los elevados niveles observados en el último trimestre del 2008. Esta evolución podría ser una señal de que los inversores han reconsiderado la asignación de sus activos, en vista de las percepciones más favorables de los mercados respecto al crecimiento de la economía mundial y la situación de los mercados financieros. Como consecuencia, las preferencias de los inversores por los activos seguros y líquidos parecen haberse atenuado en los tres últimos meses y ha decrecido la repatriación de fondos por parte de residentes en la zona del euro.

Por lo que se refiere a la inversión directa neta, tanto las inversiones directas de residentes en la zona del euro en el exterior como las inversiones directas de no residentes en la zona han aumentado en el segundo trimestre del 2009, posiblemente como consecuencia de las estrategias mundiales de concentración de los mercados y de una mejora de las perspectivas económicas mundiales que son ahora menos sombrías. Las inversiones directas de residentes de la zona del euro en el exterior superaron a las realizadas en la zona por no residentes, lo que se tradujo en unas salidas netas medias mensuales de 2,7 mm de euros en el segundo trimestre del 2009.