

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

Los indicadores más recientes sugieren, cada vez más, que la notable contracción de la actividad económica ha llegado a su fin, especialmente en las principales economías emergentes, así como en varias economías avanzadas. Al mismo tiempo, las tasas de inflación mundiales siguen siendo bajas, debido a efectos de base relacionados con la evolución de los precios de las materias primas y con el alto grado de capacidad productiva sin utilizar. Aunque la incertidumbre sigue siendo elevada, se estima que los riesgos para las perspectivas de la economía mundial están, en general, equilibrados.

I.1 EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

Los indicadores más recientes sugieren, cada vez más, que la notable contracción de la actividad económica ha llegado a su fin, especialmente en las principales economías emergentes, así como en varias economías avanzadas. En septiembre, el Índice general de directores de compras (PMI, en sus siglas en inglés) registró el valor más alto observado desde diciembre del 2007, lo que indica una expansión de la actividad económica mundial. La producción del sector manufacturero siguió creciendo a un ritmo más rápido que en el sector servicios, aunque aumentó más lentamente que en el mes anterior.

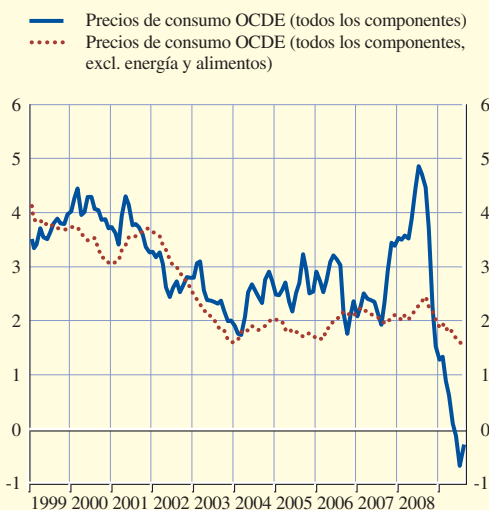
Las tasas de inflación mundiales siguen siendo bajas, debido a efectos de base relacionados con la evolución de los precios de las materias primas y con el alto grado de capacidad productiva sin utilizar. En los países de la OCDE, el IPC general se redujo un 0,3% en el año transcurrido hasta agosto del 2009, frente a la caída del 0,6% registrada en julio. Excluidos la energía y los alimentos, la inflación interanual, medida por el IPC, se situó en el 1,5% en agosto del 2009 (véase gráfico 1). Como indica el Índice general de precios (PMI) de los consumos intermedios, los precios de adquisición aumentaron en el sector manufacturero en septiembre, mientras que, en el sector servicios, se redujeron los costes.

ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos, la actividad económica parece haberse estabilizado. Según las estimaciones revisadas de la Oficina de Análisis Económico, el PIB real se contrajo un 0,7%, en tasa anualizada, en el segundo trimestre del 2009, menos de lo estimado con anterioridad. La contracción en el segundo trimestre, que sigue a una caída mucho más pronunciada del 6,4% en el primer trimestre, se debió principalmente a las contribuciones negativas de la inversión en existencias, la inversión privada en capital fijo y el consumo privado. El gasto público y el descenso de las importaciones contribuyeron positivamente al crecimiento en el segundo trimestre. De cara al futuro, las perspectivas de crecimiento del PIB han mejorado recientemente. Si bien las condiciones de financiación siguen siendo restrictivas y se mantiene la debilidad del mercado de trabajo, los datos recientes sugieren mejoras en el mercado de la vivienda y en el sector manufacturero. Además, las medidas de estímulo adoptadas por el gobierno continúan brindando un apoyo sustancial a la economía.

Gráfico 1 Evolución de los precios internacionales

(datos mensuales; tasas de variación interanual)



Fuente: OCDE.

Por lo que respecta a la evolución de los precios, el índice de precios de consumo registró una caída del 1,5% en el año transcurrido hasta agosto del 2009, tras un descenso del 2,1% en el año transcurrido hasta julio. Las tasas de inflación negativas siguen estando determinadas, principalmente, por la bajada de los precios de la energía en comparación con el año anterior. La tasa de inflación interanual, excluidos la energía y los alimentos, se situó en el 1,4% en agosto, frente al 1,5% de julio. De cara al futuro, los efectos de base relacionados con la evolución de los precios de la energía se irán revirtiendo gradualmente en los próximos meses y es probable que las tasas de inflación general vuelvan a registrar cifras positivas. No obstante, se prevé que la capacidad productiva sin utilizar limite la presión alcista sobre los precios.

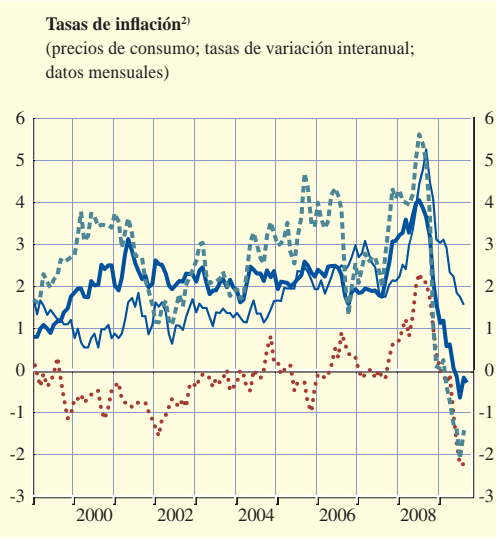
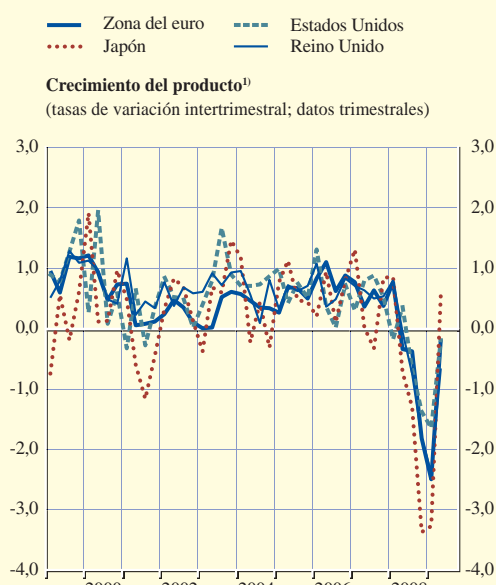
El 23 de septiembre de 2009, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal decidió mantener sin variación, en una banda del 0% al 0,25%, el tipo de interés fijado como objetivo para los fondos federales. En el comunicado emitido después de la reunión, el Comité reconoce la mejora de las perspectivas económicas señalando que, a juzgar por los nuevos datos disponibles, la actividad económica se ha recuperado tras la fuerte desaceleración.

JAPÓN

En Japón, la actividad económica comenzó a recuperarse en el segundo trimestre del 2009, mientras que las tasas de inflación interanual siguieron siendo negativas. Según indica la segunda estimación provisional de la Oficina Económica del Gobierno, el PIB real creció un 0,6%, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre del 2009, cifra inferior a la estimada anteriormente y que contrasta con un descenso del 3,3% en el trimestre anterior. La recuperación tiene su origen, principalmente, en un aumento de la demanda exterior neta. Según la encuesta Tankan del Banco de Japón, la confianza de las empresas manufactureras creció notablemente en el tercer trimestre pero se mantuvo en niveles bajos. Además, las perspectivas respecto al gasto y la rentabilidad siguieron siendo débiles.

La inflación interanual medida por el IPC siguió siendo negativa en agosto (-2,2%) y no experimentó variación con respecto a julio. Ello se debió, principalmente, a la brecha de producción y a efectos de

Gráfico 2 Principales indicadores de las economías más industrializadas



Fuentes: Datos nacionales, BPI, Eurostat y cálculos del BCE.
1) Para la zona del euro y Reino Unido se utilizan datos de Eurostat; para Estados Unidos y Japón, datos nacionales. Los datos del PIB se han desestacionalizado.
2) IAPC para la zona del euro y Reino Unido; IPC para Estados Unidos y Japón.

base derivados de la subida de los precios de la energía del pasado año. La inflación interanual medida por el IPC, excluidos la energía y los alimentos, también se mantuvo estable en el -0,9%, interanual en agosto.

En su reunión de 17 de septiembre de 2009, el Banco de Japón decidió mantener sin variación, en torno al 0,1%, el objetivo para el tipo de interés de los préstamos a un día sin garantía.

REINO UNIDO

En el Reino Unido, la caída del PIB real se moderó en el segundo trimestre del 2009 situándose en un -0,6%, en tasa intertrimestral, frente al -2,5% registrado en el primer trimestre. El consumo privado y la formación bruta de capital fijo siguieron contribuyendo negativamente al crecimiento del PIB, aunque en menor medida que en el primer trimestre, mientras que el consumo público, la demanda exterior neta y, especialmente, la acumulación de existencias contribuyeron positivamente. Los indicadores de corto plazo sugieren una nueva mejora de la actividad económica en el tercer trimestre. Las condiciones del mercado de la vivienda han mejorado en los últimos meses. Concretamente, se han aprobado más hipotecas y los precios de la vivienda han registrado un ligero aumento en tasa intermensual. La inflación interanual, medida por el IAPC se redujo hasta el 1,6% en agosto y el Banco de Inglaterra prevé que se mantenga por debajo del objetivo del 2% en el corto plazo. El 10 de septiembre, el Comité de Política Monetaria decidió mantener en el 0,5% el tipo de interés oficial al que se remuneran las reservas de las entidades de crédito. Además, la institución siguió adelante con el programa de compras de activos por importe de 175 mm de libras esterlinas.

OTROS PAÍSES EUROPEOS

La situación económica también mejoró en el segundo trimestre en la mayoría de los otros países de la UE no pertenecientes a la zona del euro; el ritmo de desaceleración del PIB real se moderó en la mayoría de los países y algunos registraron crecimiento positivo. En Suecia, el PIB real se incrementó un 0,2%, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre del 2009, lo que representa una notable mejora en comparación con un descenso del 0,9% en el primer trimestre. Sin embargo, en Dinamarca, el PIB real experimentó una contracción del 2,6%, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre, en comparación con una reducción del 1,3% en el primer trimestre. El descenso más acusado del PIB en el segundo trimestre se debió, en parte, a efectos de base derivados de un significativo y transitorio incremento de la formación bruta de capital fijo relacionado con la instalación de plataformas petroleras en el primer trimestre. En conjunto, en los últimos meses, la inflación medida por el IAPC se ha reducido en ambos países, situándose en el 1,9% en Suecia y en el 0,7% en Dinamarca en agosto del 2009. El 25 de septiembre de 2009, el Danmarks Nationalbank decidió rebajar su principal tipo de interés oficial en 10 puntos básicos, hasta el 1,25%.

En los Estados miembros más grandes de la UE de Europa Oriental y Central, los indicadores recientes apuntan una cierta mejora de la actividad económica. En el segundo trimestre del 2009, el PIB real experimentó una contracción más lenta que en el trimestre anterior en Hungría y Rumanía (-2,0% y -1,1%, respectivamente, en tasa intertrimestral). Al mismo tiempo, el PIB real creció un 0,1% en la República Checa y un 0,5% en Polonia. Las señales recientes de estabilización de la actividad económica se deben, en parte, a factores transitorios, como el aumento de la demanda exterior como consecuencia del impacto de los planes de sustitución de automóviles en algunos países de la zona del euro. En agosto del 2009, los precios de consumo se mantuvieron estables en comparación con los niveles de hace un año en la República Checa, mientras que la inflación medida por el IAPC en Hungría, Rumanía y Polonia se mantuvo entre el 4% y el 5%. El 28 de septiembre de 2009, el Magyar Nemzeti Bank decidió reducir su principal tipo de interés oficial en 50 puntos básicos, hasta el 7,5%.



ECONOMÍAS EMERGENTES DE ASIA

La recuperación ha continuado en las economías emergentes de Asia, aunque, en algunos casos, el ritmo parece haberse ralentizado un poco recientemente. Aunque los planes de estímulo fiscal, la política monetaria acomodaticia y el aumento de los precios de los activos han respaldado la demanda interna, la recuperación del comercio exterior ha sido considerablemente más lenta. Tanto las importaciones como las exportaciones se sitúan claramente por debajo de los niveles observados en el verano del 2008. Además, si bien las variaciones interanuales de los precios de consumo siguen siendo negativas en varios países, los datos recientes indican un gradual retorno a las tasas de inflación positivas.

En China, los indicadores mensuales sugieren que el crecimiento económico siguió siendo sólido en el tercer trimestre del 2009. Aunque el crecimiento dependió, en gran medida, de los planes de estímulo fiscal y del impulso resultante a la inversión en infraestructura, el crecimiento de la inversión privada también registró una aceleración, debido principalmente a la mejora de las perspectivas en el sector inmobiliario. Si bien el crecimiento de la inversión se tradujo en un aumento de las importaciones de materias primas en China, la recuperación de las exportaciones ha sido mucho más lenta. La política monetaria acomodaticia y las medidas de estímulo fiscal se han reflejado en un mayor crecimiento del crédito. En agosto del 2009, el saldo de los préstamos se situaba un 33% por encima del nivel registrado un año antes. Las variaciones interanuales de los precios de consumo han seguido siendo negativas, aunque el ritmo de descenso se redujo desde el -1,8% en julio hasta el -1,2% en agosto.

AMÉRICA LATINA

Aunque la situación económica general de América Latina ha venido mejorando, en lo que respecta a las tasas de crecimiento, se observa cierta heterogeneidad entre las principales economías. Al mismo tiempo, las presiones inflacionistas han seguido remitiendo en la mayoría de las economías.

En Brasil, la actividad económica registró una notable recuperación en el segundo trimestre, con un incremento del PIB real del 1,9% en comparación con el trimestre anterior. En agosto, la inflación interanual medida por los precios de consumo se redujo hasta el 4,3%, en comparación con el 4,5% de julio. En Argentina, el PIB real registró una expansión del 1,1%, en tasa interanual, en el segundo trimestre, frente al 2,6% del primer trimestre. La inflación interanual, medida por los precios de consumo, se elevó hasta el 5,9% en agosto. En México, la actividad parece haber llegado a un punto de inflexión tras la acusada contracción observada durante el primer semestre del año. La producción industrial se redujo un 7% en tasa interanual en julio, tras las caídas de dos dígitos de los dos meses anteriores. Al mismo tiempo, las presiones inflacionistas se moderaron de nuevo, situándose la inflación interanual, medida por los precios de consumo, en un 5,1% en agosto, frente al 5,4% de julio.

1.2 MERCADOS DE MATERIAS PRIMAS

Los precios del petróleo se mantuvieron, en general, estables en septiembre y en los primeros días de octubre (véase gráfico 3). El 7 de octubre, el precio del barril de Brent ascendía a 68,9 dólares estadounidenses (un 74% por encima del nivel registrado a comienzos del 2009). De cara al futuro, los participantes en los mercados prevén precios más elevados a medio plazo; actualmente, los futuros con entrega en diciembre del 2011 se negocian en torno a 78 dólares estadounidenses.

La Agencia Internacional de la Energía ha revisado al alza en varias ocasiones las proyecciones de la demanda de petróleo en el 2009 y el 2010, especialmente para América del Norte y los países de Asia no pertenecientes a la OCDE. No obstante, la mejora prevista de la situación de la demanda mundial

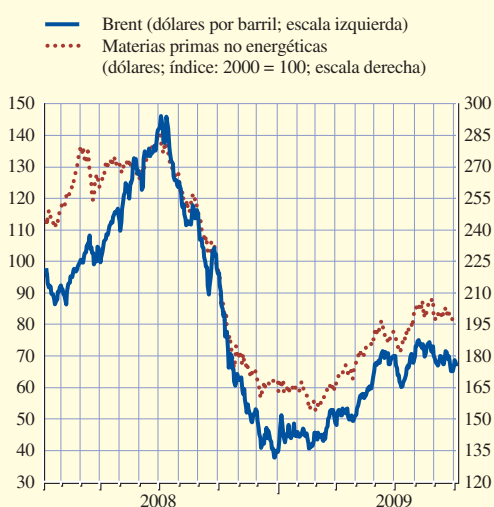
todavía no se ha traducido en una reducción de las existencias, que todavía se sitúan en máximos récord, especialmente en Estados Unidos. Por lo que respecta a la oferta, el moderado descenso de la producción de petróleo en los países no pertenecientes a la OPEP se compensó con un incremento de la producción en los países que integran esa organización.

Los precios de las materias primas no energéticas también se mantuvieron, en general, estables en septiembre. Tras la sustancial moderación observada en los últimos meses, los precios de los alimentos registraron algunos aumentos, sobre todo el maíz, que se vio afectado por las desfavorables condiciones meteorológicas en las regiones del Medio Oeste de los Estados Unidos. Por el contrario, los precios de los metales se redujeron en un contexto de inquietud en los mercados ante la posibilidad de que el proceso de reposición de existencias en China, que ha respaldado la demanda en los últimos meses, haya llegado a su fin. En términos agregados, el índice de precios de las materias primas no energéticas (denominado en dólares estadounidenses) se situaba, a finales de septiembre, aproximadamente un 19% por encima del nivel observado a principios de año.

1.3 PERSPECTIVAS DEL ENTORNO EXTERIOR

Los datos más recientes sobre comercio exterior indican que el comercio mundial podría haber repuntado en el tercer trimestre, respaldando así las perspectivas a corto plazo de la demanda exterior de bienes y servicios de la zona del euro. Los indicadores adelantados también sugieren que la actividad económica mundial está dando señales de recuperación. En julio, los indicadores sintéticos adelantados de la OCDE apuntaban a una recuperación económica generalizada en la mayoría de los países que integran esta organización (véase gráfico 4). En cuanto a las economías emergentes, los indicadores correspondientes mostraban señales más evidentes de recuperación que en los últimos meses.

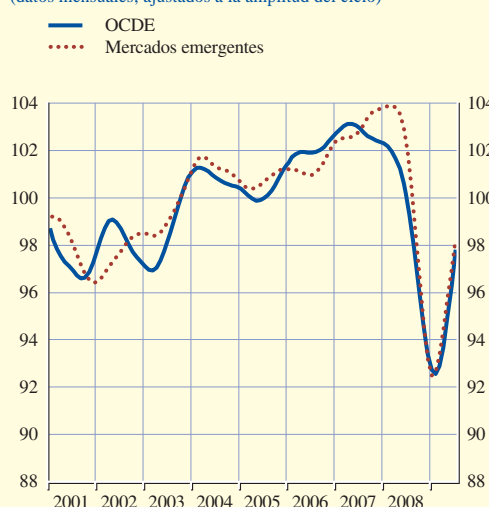
Gráfico 3 Principales indicadores de los mercados de materias primas



Fuentes: Bloomberg y HWWI.

Gráfico 4 Indicador sintético adelantado de la OCDE

(datos mensuales; ajustados a la amplitud del ciclo)



Fuente: OCDE.

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

Aunque las perspectivas de la economía mundial siguen estando sujetas a un elevado grado de incertidumbre, los riesgos para la actividad continúan 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 y el deterioro de los mercados de trabajo podría ser menos acusado de lo esperado. En cuanto a los aspectos negativos, sigue preocupando la posibilidad de que la espiral de reacciones adversas entre la economía real y el sector financiero sea más intensa y persistente de lo previsto y de que se produzcan nuevos aumentos de los precios del petróleo y de otras materias primas, una intensificación de las presiones proteccionistas y una corrección desordenada de los desequilibrios mundiales.

2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

2.1 DINERO Y CRÉDITO DE LAS IFM

Los datos monetarios de agosto indican que la tasa de crecimiento interanual de M3 y de los préstamos al sector privado continuó descendiendo de modo paralelo, lo que confirma la moderación de la tasa de crecimiento monetario subyacente. Ese mes, el flujo de préstamos al sector privado no financiero fue positivo, aunque contenido. Hasta ahora, la pauta de crecimiento de los préstamos a los hogares y a las sociedades no financieras ha seguido siendo acorde con patrones históricos en relación con el ciclo económico. En cuanto a la situación de financiación de las IFM, la evolución de los depósitos a largo plazo y de los valores distintos de acciones en agosto sugiere que las entidades de crédito han conseguido obtener financiación a plazos de vencimiento más largos. Si se consideran los tres meses transcurridos hasta agosto, el proceso de desapalancamiento de las IFM de la zona del euro parece haber perdido algo de fuerza, aunque este sector siguió reduciendo sus posiciones frente a otras IFM.

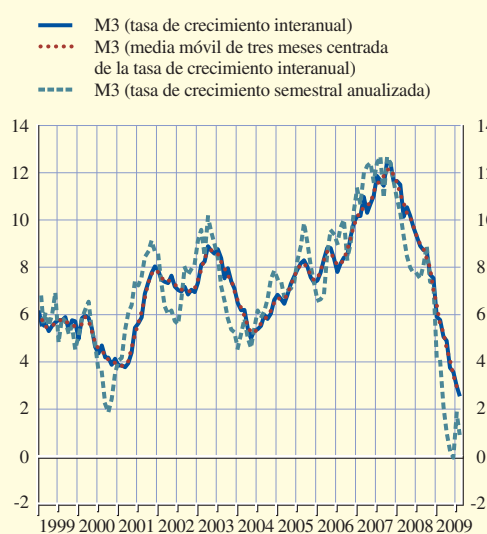
EL AGREGADO MONETARIO AMPLIO M3

La tasa de crecimiento interanual de M3 continuó descendiendo en agosto y se situó en el 2,5%, frente al 3% de julio (véase gráfico 5). En términos intermensuales, M3 no se modificó en agosto, y las tasas de crecimiento a corto plazo de este agregado monetario parecen haberse estabilizado en un nivel moderado. Los tipos de interés siguieron influyendo considerablemente en la evolución monetaria. Por un lado, la inclinación de la pendiente de la curva de rendimientos está propiciando salidas de los activos monetarios y hace que la disminución del crecimiento de M3 sobrevalore la caída del crecimiento monetario subyacente. Por otro, la reducción del diferencial entre los tipos de interés que se aplican a los distintos depósitos a corto plazo está provocando desplazamientos desde los depósitos a corto plazo y los instrumentos negociables hacia los depósitos a la vista.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM al sector privado también continuó disminuyendo en agosto. El flujo mensual fue negativo, pero esto fue íntegramente atribuible a la evolución de los préstamos concedidos a los intermediarios financieros no monetarios. En cambio, ese mes, el crédito otorgado al sector privado no financiero fue positivo, aunque moderado. Hasta ahora, la pauta de los préstamos a hogares y a las sociedades no financieras ha sido acorde con patrones históricos en lo que respecta a la relación entre los préstamos de las IFM y la fase actual del ciclo económico. Además, la debilidad observada en los préstamos de las IFM al sector privado no financiero se debe, en gran parte, al todavía elevado grado de incertidumbre existente en torno a las perspectivas de negocio, de renta y del mercado de la vivienda. Estos factores reducen la demanda de préstamos, pero también influyen en la valoración que realizan las entidades de crédito de la solvencia de los prestatarios y en su disposición y capacidad para conceder préstamos, como también se ha confirmado en los resultados de la encuesta sobre el acceso a la financiación de las pequeñas y medianas empresas (pymes) de la zona del euro realizada por el BCE en colaboración con la Comisión Europea (véase recuadro 2).

Gráfico 5 Crecimiento de M3

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



Fuente: BCE.

Por lo que se refiere a la financiación de las entidades de crédito, las operaciones de liquidez a un año del Eurosistema les proporcionó abundante liquidez a corto plazo y les permitió dedicarse a reforzar la financiación a más largo plazo. En cuanto a la financiación mediante la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo, es probable que el programa de adquisición de bonos garantizados (*covered bonds*) del Eurosistema haya tenido un efecto positivo. Como reflejo de la situación por el lado de la financiación, en agosto, el sector de las IFM no redujo los principales activos que mantiene. Si se consideran los tres meses transcurridos hasta agosto, el proceso de desapalancamiento de las IFM de la zona del euro parece haber perdido algo de fuerza, aunque este sector ha seguido reduciendo sus posiciones frente a otras IFM.

PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

El descenso observado en la tasa de crecimiento interanual de M3 en agosto estuvo determinado por el menor crecimiento de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista (es decir, M2-M1) y de los instrumentos negociables (esto es, M3-M2). Esta disminución quedó compensada, en parte, por el aumento del crecimiento interanual de M1 (efectivo en circulación y depósitos a la vista).

La tasa de crecimiento interanual de M1 se incrementó de nuevo y se situó en el 13,6% en agosto, frente al 12,1% observado el mes anterior (véase cuadro 1). Este aumento fue consecuencia de las considerables entradas mensuales registradas en los depósitos a corto plazo y de flujos mensuales hacia el efectivo en circulación.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista volvió a disminuir y se situó en el -4,1% en agosto, frente al -2,7% registrado en julio. La evolución de los componentes de esta categoría de depósitos continuó siendo divergente. Aunque la tasa de crecimiento interanual de los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses (es decir, los depósitos de

Cuadro 1 Cuadro resumen de variables monetarias

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

	Saldo vivo en porcentaje de M3 ¹⁾	Tasas de crecimiento interanual					
		2008 III	2008 IV	2009 I	2009 II	2009 Jul	2009 Ago
M1	46,6	0,7	2,7	5,3	8,0	12,1	13,6
Efectivo en circulación	7,9	7,5	12,4	13,6	13,2	12,5	13,2
Depósitos a la vista	38,8	-0,6	0,8	3,6	6,9	12,1	13,6
M2 - M1 (= otros depósitos a corto plazo)	40,6	19,1	15,8	9,3	3,0	-2,7	-4,1
Depósitos a plazo hasta dos años	22,1	37,6	29,0	12,9	-0,8	-12,1	-15,1
Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses	18,5	-1,7	-0,5	4,5	8,6	12,3	13,7
M2	87,2	9,2	8,9	7,2	5,5	4,7	4,6
M3 - M2 (= instrumentos negociables)	12,8	8,9	4,1	-0,8	-2,5	-6,8	-9,9
M3	100,0	9,1	8,2	6,0	4,3	3,0	2,5
Crédito a residentes en la zona del euro		9,1	7,4	5,9	4,3	3,3	2,8
Crédito a las Administraciones Públicas		0,6	1,7	5,6	8,4	10,9	11,5
Préstamos a las Administraciones Públicas		2,1	2,9	2,3	1,5	2,4	3,6
Crédito al sector privado		10,9	8,6	6,0	3,5	1,8	1,1
Préstamos al sector privado		9,1	7,4	4,6	2,2	0,7	0,1
Préstamos al sector privado ajustados por ventas y titulizaciones		10,1	8,5	6,1	3,6	1,9	1,3
Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas)		3,3	1,2	1,8	2,7	3,2	3,8

Fuente: BCE.

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

ahorro a corto plazo) aumentó de nuevo en agosto, este incremento quedó sobradamente compensado por la caída de la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a plazo hasta dos años (esto es, los depósitos a corto plazo), que experimentó un notable descenso, hasta el $-15,1\%$, desde el $-12,1\%$ del mes anterior.

La evolución de las distintas clases de depósitos a corto plazo es acorde con la reducción del diferencial entre los tipos de interés a los que se remuneran estos depósitos y que, en particular, propició salidas desde los depósitos a corto plazo hacia los depósitos a la vista y los depósitos de ahorro a corto plazo. Esta evolución es atribuible al hecho de que, si se consideran los datos disponibles sobre los tipos de interés aplicados por las IFM, el tipo aplicado a los depósitos a corto plazo ha experimentado un descenso más acusado que los de las otras dos modalidades de depósito. También es posible que se haya producido un aumento de los fondos asignados a activos financieros no incluidos en M3, ya que la mayor inclinación de la pendiente de la curva de rendimientos observada desde el final del año pasado ha aumentado el atractivo de estos instrumentos a largo plazo.

La tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables siguió disminuyendo y se situó en el $-9,9\%$ en agosto, frente al $-6,8\%$ de julio. En cuanto a los componentes de estos instrumentos, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a corto plazo de las IFM que mantienen los sectores tenedores de dinero (esto es, valores distintos de acciones hasta dos años) continuó en niveles negativos y fue del $-43,9\%$ en agosto, en relación con el $-38,6\%$ de julio. En tasa intermensual, los residentes y los no residentes en la zona del euro redujeron sus tenencias de este tipo de valores en agosto, mientras que las IFM las incrementaron. Las cesiones temporales del sector tenedor de dinero también disminuyeron de manera significativa en términos intermensuales; no obstante, esto fue resultado, en gran parte, de la reducción del volumen de operaciones interbancarias con garantías realizadas a través de una entidad de contrapartida central. El hecho de que estas entidades se clasifiquen como pertenecientes al sector de otros intermediarios financieros hace que estas operaciones influyan en las tenencias de cesiones temporales de este sector. Por último, las participaciones en fondos del mercado monetario fueron los únicos instrumentos negociables en los que se registraron entradas positivas en agosto.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3, que incluyen los depósitos a corto plazo y las cesiones temporales, y que constituyen el agregado monetario más amplio para el que se dispone de un detalle por sectores, siguió cayendo en agosto y se situó en el $3,1\%$, frente al $3,6\%$ de julio. El sector hogares fue el principal impulsor de este descenso, aunque continuó siendo el que más contribuyó al crecimiento interanual de los depósitos de M3. En cambio, la contribución de las sociedades no financieras ha aumentado en los últimos meses. En términos intermensuales, en agosto se registró un flujo reducido hacia los depósitos de M3 del sector hogares. Al mismo tiempo, tras la serie de reducciones observada a principios de año, este sector continuó aumentando sus tenencias de depósitos de M3 en agosto. Los intermediarios financieros no monetarios también incrementaron sus tenencias de estos depósitos en agosto, tras las cuantiosas salidas del mes anterior.

PRINCIPALES CONTRAPARTIDAS DE M3

En cuanto a las contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual del crédito total concedido por las IFM a residentes en la zona del euro se redujo hasta situarse en el $2,8\%$ en agosto, frente al $3,3\%$ de julio (véase cuadro 1). No obstante, esta evolución oculta un nuevo aumento del crecimiento interanual del crédito a las Administraciones Públicas, hasta el $11,5\%$ en agosto, desde el $10,9\%$ de julio, mientras que el crecimiento del crédito al sector privado disminuyó hasta el $1,1\%$, frente al $1,8\%$ del mes anterior. En ambos casos, en agosto se observaron flujos mensuales elevados asociados a las adquisiciones de valores distintos de acciones de los sectores público y privado por parte de las IFM.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM al sector privado, el principal componente del crédito a este sector, volvió a descender y se situó en el 0,1% en agosto, desde el 0,7% registrado el mes precedente. En términos intermensuales, el flujo de préstamos de las IFM al sector privado fue negativo en agosto, reflejo de la nueva disminución de los préstamos a los intermediarios financieros, mientras que el crédito al sector privado no financiero se incrementó ligeramente.

En los últimos meses, las tasas de crecimiento intermensual de los préstamos al sector privado solo se han visto ligeramente afectadas por el efecto distorsionador de la eliminación de préstamos del balance en el contexto de las operaciones de titulización. Ciertamente, las operaciones de titulización fuera de balance o real han sido moderadas, tras un período de intensa actividad a finales del 2008 en el que entidades de crédito originadoras de préstamos los vendieron, al tiempo que adquirieron los valores emitidos para ser utilizados como activos de garantía en las operaciones de crédito del Eurosistema. Este descenso de las operaciones de titulización puede ser atribuible a la caída de la demanda de las entidades de crédito de liquidez de los bancos centrales, tras la operación de financiación a plazo más largo con vencimiento a un año realizada por el Eurosistema a finales de junio, operación que sustituyó a otros tipos de instrumentos líquidos. No obstante, el impacto de la eliminación de préstamos del balance siguió prevaleciendo en las tasas de crecimiento interanual, y la diferencia entre las series anuales corregida y sin corregir se situó en 1,3 puntos porcentuales en agosto, frente a los 1,2 puntos porcentuales del mes anterior.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras siguió disminuyendo y se situó en el 0,7% en agosto, frente al 1,6% de julio (véase cuadro 2). Los datos de agosto confirman que, en general, los flujos de préstamos con plazos de vencimiento más largos (más de cinco años) se han mantenido en niveles positivos y han compensado, en cierta medida, los descensos observados en los préstamos a corto y a medio plazo, aunque estos datos registraron un reducido flujo mensual positivo de entrada en los préstamos hasta un año por primera vez desde noviembre del 2008. El hecho de que la evolución de los préstamos a corto plazo todavía sea moderada podría deberse a un proceso consistente en la sustitución de préstamos bancarios a corto plazo por préstamos a largo plazo por parte de las empresas, con el fin de asegurarse unos niveles reducidos de los tipos de interés

Cuadro 2 Préstamos de las IFM al sector privado

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

	Saldo vivo en porcentaje del total ¹⁾	Tasas de crecimiento interanual					
		2008 III	2008 IV	2009 I	2009 II	2009 Jul	2009 Ago
Sociedades no financieras	44,3	12,8	11,3	8,2	4,7	1,6	0,7
Hasta un año	26,4	11,0	9,0	4,1	-2,4	-8,3	-8,9
De uno a cinco años	20,2	18,6	16,0	12,5	9,9	6,1	3,9
Más de cinco años	53,4	11,8	10,8	8,8	6,8	5,5	5,0
Hogares²⁾	45,6	3,9	2,8	1,0	0,0	-0,0	-0,2
Crédito al consumo ³⁾	12,9	4,4	3,2	1,3	-0,3	-1,0	-0,9
Préstamos para adquisición de vivienda ³⁾	71,4	4,1	2,9	0,7	-0,2	-0,1	-0,4
Otras finalidades	15,7	2,6	2,2	1,7	1,4	1,9	1,4
Empresas de seguros y fondos de pensiones	0,9	-6,6	-6,5	-5,8	-2,4	-3,2	-8,2
Otros intermediarios financieros no monetarios	9,3	22,3	14,5	7,6	1,0	-0,1	-1,0

Fuente: BCE.

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

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

2) Según la definición del SEC 95.

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

a largo plazo o (especialmente en el caso de las grandes empresas) préstamos bancarios por un aumento de las emisiones de valores en los mercados.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares descendió hasta situarse en el $-0,2\%$ en agosto, frente a la tasa nula registrada en julio. No obstante, en términos intermensuales, se registraron flujos claramente positivos. Este descenso siguió siendo atribuible a la caída de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos para adquisición de vivienda, que fue del $-0,4\%$ en agosto, desde el $-0,1\%$ de julio, reflejando, en gran parte, la moderación de los precios de la vivienda en muchos países de la zona del euro. No obstante lo anterior, la evolución reciente confirma que, en los últimos meses, la evolución a la baja de los préstamos a hogares se ha moderado, en consonancia con la fase actual del ciclo económico (véase el recuadro 1).

Recuadro 1

PRÉSTAMOS AL SECTOR PRIVADO NO FINANCIERO DURANTE EL CICLO ECONÓMICO EN LA ZONA DEL EURO

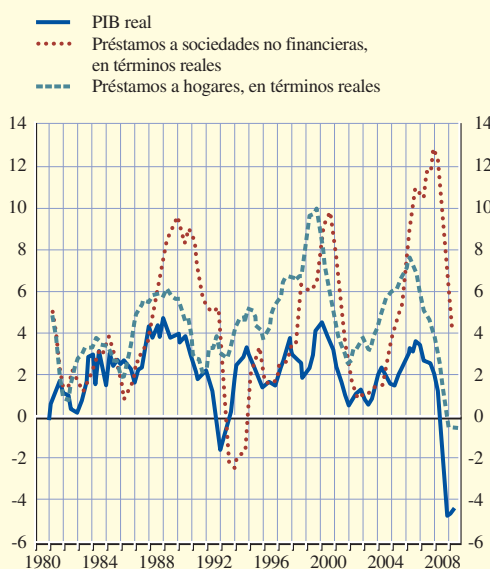
La tasa de crecimiento interanual de los préstamos bancarios al sector privado no financiero ha seguido desacelerándose en los últimos meses, si bien esta evolución oculta tendencias diferentes en los distintos sectores. En el caso de las sociedades no financieras, el crecimiento de los préstamos ha mantenido una trayectoria descendente, mientras que en el caso de los hogares, los anteriores movimientos a la baja que registró el crecimiento de los préstamos se han estabilizado en los últimos meses. Las diferencias en el momento en que se han producido los puntos de giro en la evolución de los préstamos a los distintos sectores a lo largo del ciclo económico corresponderían a regularidades históricas¹. La información disponible sugiere que la economía de la zona del euro se está estabilizando y se espera que se recupere a un ritmo gradual. Por consiguiente, en la coyuntura actual podría resultar especialmente interesante examinar la evidencia empírica sobre la evolución de los préstamos en el pasado. En este contexto, se presentan a continuación algunas regularidades empíricas respecto a la evolución del crecimiento de los préstamos sectoriales durante el ciclo económico y se hace referencia a la incertidumbre que las rodea.

Regularidades empíricas del crecimiento de los préstamos durante el ciclo económico

Desde principios de la década de los ochenta, la evolución del crecimiento de los préstamos a las sociedades no financieras y a los hogares, en términos reales, parece haber estado muy acompasada a la del crecimiento del PIB real (véase gráfico A). Al mismo tiempo, se observan claras diferencias tanto en las fases como en la amplitud de estas series.

Gráfico A Crecimiento del PIB real y de los préstamos al sector privado no financiero, en términos reales

(tasas de variación interanual)



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

Fuentes: BCE y Eurostat.
Notas: Todas las variables se han deflactado por el deflactor del PIB. Datos trimestrales. La observación más reciente corresponde al segundo trimestre del 2009.

Regularidades empíricas de los préstamos al sector privado no financiero de la zona del euro

Variable	Tasa de crecimiento media interanual	Correlación con el PIB real		Adelanto/retardo (+/-) del punto de giro respecto al PIB real (trimestres)
		Correlación máxima (%)	Adelanto/retardo (+/-) (trimestres)	
PIB real	2,0			
Préstamos a los hogares en términos reales	4,5	67	1	2
Préstamos a las sociedades no financieras en términos reales	4,5	70	-3	-3

Fuentes: BCE y Eurostat.

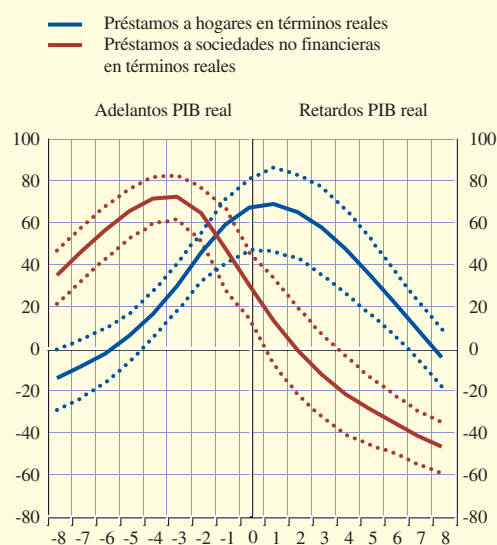
Nota: Los resultados se han obtenido a partir del período comprendido entre el segundo trimestre de 1980 y el segundo trimestre del 2009 y se basan en tasas de crecimiento interanual.

Como se muestra en el cuadro, el análisis de correlación sugiere que, en el caso de los hogares, el vínculo más sólido entre el crecimiento del PIB real y el crecimiento de los préstamos —un coeficiente de correlación del 67%— se establece con un adelanto medio de un trimestre para el crecimiento de los préstamos. En el caso de las sociedades no financieras, la relación más estrecha —un coeficiente de correlación del 70%— se da cuando el crecimiento de los préstamos se desfasa con respecto al ciclo en un promedio de tres trimestres. Estos desfases también se observan cuando se analizan detenidamente los puntos de giro. Para los préstamos a hogares, por ejemplo, el adelanto es de un trimestre en el caso de la correlación general y de dos para los puntos de giro. Este adelanto tiene su origen, principalmente, en el subcomponente préstamos para adquisición de vivienda, mientras que el crédito al consumo y los otros préstamos a hogares parecen presentar un ligero retardo respecto al ciclo.

Las regularidades reflejan los distintos factores de demanda y de oferta que determinan la evolución de los préstamos a los hogares y a las sociedades no financieras. Por ejemplo, el ligero adelanto que se observa en los préstamos a los hogares podría explicarse por el hecho de que la caída tanto de los precios de la vivienda como de los tipos de interés durante una fase de desaceleración habitualmente incentiva a algunos hogares a reactivar la demanda de este tipo de préstamos cuando se afianzan las expectativas de recuperación. Por el contrario, el patrón de retardo de los préstamos a las sociedades no financieras podría reflejar la posibilidad de que las empresas utilicen en primer lugar sus recursos internos —dado que los flujos de caja aumentan durante la recuperación— y solo recurran a la financiación externa en última instancia. Por último, algunos factores por el lado de la oferta también pueden ser relevantes, como la posible preferencia de las entidades de crédito por incrementar primero sus préstamos a los hogares

Gráfico B Correlaciones con distintos adelantos/retardos: crecimiento de los préstamos reales a hogares y sociedades no financieras en relación con el crecimiento del PIB real

(en porcentaje)



Fuentes: BCE y Eurostat.

Notas: Datos basados en las tasas de crecimiento interanual del período comprendido entre el segundo trimestre de 1981 y el segundo trimestre del 2009. Las líneas de puntos corresponden a las bandas de confianza, calculadas como el coeficiente de correlación más y menos el error estándar (calculado utilizando el procedimiento de amplitud de banda óptima de Newey y West). Véase también nota 2 del texto principal.

y no a las empresas durante la etapa de recuperación, dado que los préstamos a los hogares, especialmente los destinados a la adquisición de vivienda, están mejor garantizados.

Incertidumbre en torno a las regularidades empíricas

Al aplicar las regularidades antes mencionadas a la evaluación de una situación concreta, es importante conocer cuán frecuentes y acusadas pueden ser las desviaciones respecto al comportamiento medio. En otras palabras, es necesario determinar el nivel de incertidumbre que caracteriza a estas regularidades. A tal efecto, se presentan, a continuación, tres medidas: (i) bandas de confianza en torno a los coeficientes de correlación; (ii) correlaciones móviles, y (iii) adelantos o retardos en los puntos de giro a lo largo del tiempo.

En el gráfico B, las bandas de confianza en torno a las correlaciones dinámicas confirman que la correlación máxima entre el crecimiento del PIB real y el de los préstamos a los hogares en términos reales, por una parte, y a las sociedades no financieras, por otra, son significativamente positivas (es decir, significativamente mayores que cero desde un punto de vista estadístico)². No obstante, la correlación máxima entre el crecimiento del PIB real y el de los préstamos a los hogares con un adelanto de un trimestre es estadísticamente diferente de la correlación contemporánea, como puede observarse al comparar el valor de la correlación máxima con el valor más alto de la banda de confianza de la correlación contemporánea. Por el contrario, la correlación máxima entre el crecimiento del PIB real y el de los préstamos a las sociedades no financieras, en términos reales, con un retardo de tres trimestres es estadísticamente diferente de la correlación contemporánea³. Así pues, mientras que el crecimiento de los préstamos a las sociedades no financieras podría caracterizarse con seguridad como un indicador retardado del crecimiento del PIB real desde una perspectiva estadística, no ocurre otro tanto en cuanto al uso del crecimiento de los préstamos a los hogares en términos reales como indicador adelantado.

Los coeficientes de correlación móvil del gráfico C sugieren un nivel aceptable de estabilidad en la relación entre el crecimiento del PIB real y el de los préstamos sectoriales, dado que la correlación máxima en cada uno de los períodos se ha situado, en la mayoría de los casos, muy por encima del 60% desde los primeros años de la década de los ochenta⁴.

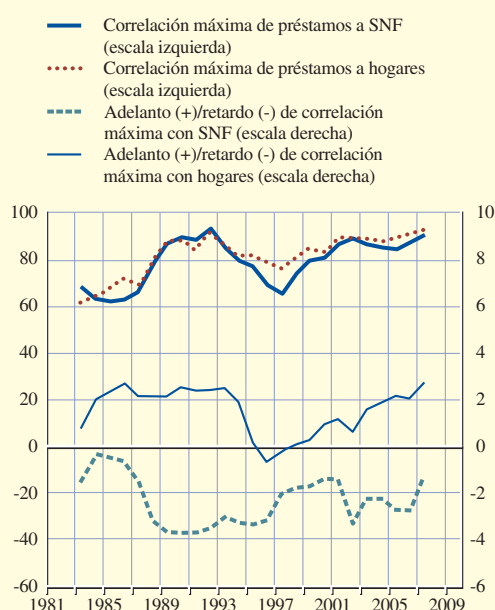
2 Las bandas de confianza se calcularon utilizando el método no paramétrico para obtener errores estándar de heterocedasticidad y autocorrelación consistentes como los descritos en W. Newey y K. West, «Automatic lag selection in covariance matrix estimation», *Review of Economic Studies*, vol. 61, 1994, pp. 631-653.

3 Obsérvese que estas conclusiones pueden extraerse con referencia a los límites de confianza relativos tanto a +/- el error estándar como a +/- dos veces el error estándar.

4 El período correspondiente a las correlaciones móviles es de tres años, que es la duración media entre los máximos de los ciclos de las series de crecimiento interanual consideradas. Se calcularon medias de cinco años para mostrar la evolución media a lo largo del tiempo.

Gráfico C Correlaciones móviles: crecimiento de los préstamos a hogares y a sociedades no financieras, en términos reales, en relación con el crecimiento del PIB real

(en porcentaje; trimestres)



Fuentes: BCE y Eurostat.

Notas: Todas las variables se han deflactado por el deflactor del PIB. Datos basados en las tasas de crecimiento interanual del período comprendido entre el segundo trimestre de 1981 y el segundo trimestre del 2009. Medias de cinco años de períodos de tres años. Las siglas «SNF» corresponden a sociedades no financieras.

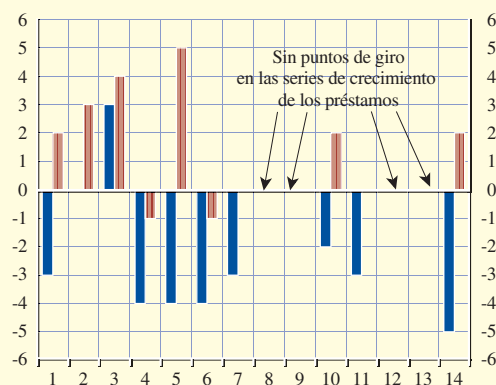
Sin embargo, los adelantos y los retardos del crecimiento de los préstamos en los que se ha logrado esta correlación máxima parecen haber variado de forma más notable a lo largo del tiempo. Durante la segunda mitad de los años noventa, el crecimiento de los préstamos a los hogares en términos reales parece haber evolucionado de forma más sincronizada con el crecimiento del PIB real, mientras que, durante el resto del período, parece haberse adelantado. Por el contrario, el crecimiento de los préstamos a las sociedades no financieras en términos reales parece haber ido constantemente a la zaga. Estos estadísticos sugieren que la relación entre el crecimiento de los préstamos y el del PIB real puede, a veces, desviarse significativamente de la evolución media.

Esta conclusión la corrobora además el hecho de que la relación de adelanto o de retardo en los puntos de giro varía con el tiempo (véase gráfico D). Por ejemplo, mientras que, en promedio, los puntos de giro en el crecimiento de los préstamos a los hogares tendían a adelantarse en casi dos trimestres a los máximos y a los mínimos en el crecimiento del PIB real, esta relación varió entre menos uno (es decir, un retardo de un trimestre) y más cinco (un adelanto de cinco trimestres)⁵. De la misma manera, mientras que los puntos de giro en el crecimiento de los préstamos a las sociedades no financieras tendían, en promedio, a retardarse respecto a los máximos y mínimos en el crecimiento del PIB real en unos tres trimestres, esta relación varió entre menos cinco y más tres. Además, en ambos casos, algunos puntos de giro en el crecimiento del PIB real no tenían relación con los máximos y mínimos del crecimiento de los préstamos (como ocurrió a finales de la década de los noventa y mediados de la presente). No existe evidencia clara de una relación entre la desviación del adelanto o del retardo medio de los puntos de giro y la gravedad de las recesiones o la fuerza de las recuperaciones. Por una parte, examinando la experiencia de los primeros años de la década de los noventa, en los que se produjo la recesión más severa observada desde comienzos de la década de los ochenta, hasta la recesión más reciente registrada en la zona del euro, el adelanto del punto de inflexión de los préstamos a los hogares (cinco trimestres) y el retardo en los préstamos a sociedades no financieras (cuatro trimestres) marcan las desviaciones más acusadas para los mínimos. Por otra parte, los períodos de expansión más sólida, como los de finales de la década de los ochenta y principios de la del 2000 (cuando el crecimiento interanual del PIB real era de casi un 5%) no parecen haberse caracte-

Gráfico D Relaciones entre los puntos de giro en el crecimiento de los préstamos a hogares, el crecimiento de los préstamos a sociedades no financieras y el crecimiento del PIB, en términos reales

(trimestres)

■ Adelanto (+)/retardo (-) de los puntos de giro en el crecimiento de los préstamos a SNF en términos reales
 ■ Adelanto (+)/retardo (-) de los puntos de giro en el crecimiento de los préstamos a hogares en términos reales



5 Los puntos de giro se determinaron utilizando el llamado algoritmo de Bry-Boschan (véase G. Bry y C. Boschan, «Cyclical analysis of time series: selected procedures and computer programs», NBER Technical Paper Series, n.º 20, National Bureau of Economic Research, 1971). Este algoritmo se aplica normalmente a indicadores de niveles para detectar las fases clásicas del ciclo económico, es decir, las expansiones y las recesiones. No obstante, también suele proporcionar resultados razonables para las tasas de crecimiento. Resultados muy similares se obtienen identificando los puntos de giro mediante simples reglas empíricas (basadas en supuestos relativos a la duración de las expansiones y las contracciones) o mediante enfoques de modelización más formales, como los modelos de cambio de régimen basados en cadenas de Markov.

- | | |
|-------------------------------|---------------------------------|
| 1 T principios década ochenta | 8 P finales década noventa |
| 2 P mediados década ochenta | 9 T finales década noventa |
| 3 T mediados década ochenta | 10 P principios presente década |
| 4 P finales década ochenta | 11 T principios presente década |
| 5 T principios década noventa | 12 P mediados presente década |
| 6 P mediados década noventa | 13 T mediados presente década |
| 7 T mediados década noventa | 14 P finales presente década |

Fuentes: BCE y Eurostat.

Notas: Puntos de giro basados en el algoritmo de Bry-Boschan. Las siglas «SNF» corresponden a sociedades no financieras. «P» corresponde al máximo y «T» al mínimo.

rizado por desviaciones excepcionales en el adelanto y en el retardo de los correspondientes máximos de las variables de préstamo.

En conjunto, las regularidades históricas medias sugieren que el crecimiento interanual de los préstamos a los hogares en términos reales adelanta ligeramente al crecimiento del PIB real, pero que el crecimiento de los préstamos a las sociedades no financieras muestra un claro retardo respecto al del PIB real. Así pues, la opinión de que la economía de la zona del euro se está estabilizando y la anticipación de una recuperación gradual serían coherentes con la estabilización en curso del crecimiento de los préstamos a los hogares, pero también podría esperarse que vinieran acompañadas de una nueva moderación del crecimiento de los préstamos a las sociedades no financieras, al menos hasta principios del 2010. No obstante, estas regularidades medias están sujetas a un grado de incertidumbre especialmente acusado en la coyuntura actual, como consecuencia de las tensiones todavía existentes en los mercados financieros.

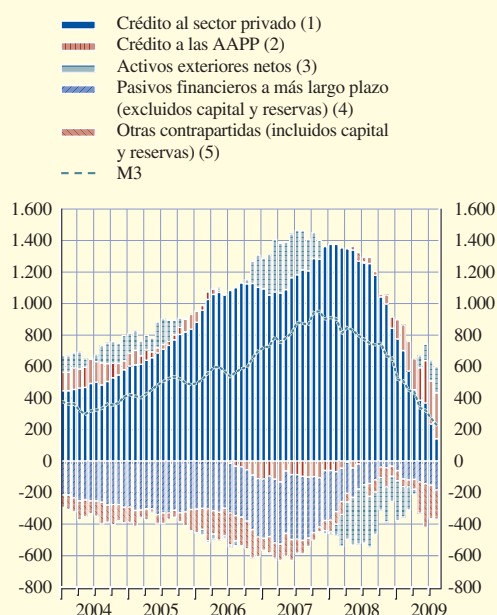
En cuanto a las demás contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM (excluidos capital y reservas) aumentó de nuevo en agosto y se situó en el 3,8%, frente al 3,2% de julio. En particular, los depósitos a más largo plazo (esto es, los depósitos a plazo a más de dos años y los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses) se han beneficiado del aumento de la inclinación de la pendiente de la curva de rendimientos, atrayendo con ello al menos parte de los fondos que habían estado retirándose de los depósitos a corto plazo. Además, los sectores tenedores de dinero continuaron adquiriendo valores distintos de acciones a largo plazo en agosto, lo que sugiere que las IFM consiguen obtener financiación a largo plazo de entidades no bancarias recurriendo a este instrumento. Aunque consideraciones relacionadas con su rendimiento también están favoreciendo a este instrumento, es posible que el efecto estimulante del programa de adquisición de bonos garantizados del Eurosistema también haya desempeñado un papel en esta evolución, ya que la emisión de este tipo de bonos, que suele realizarse a largo plazo, se ha recuperado considerablemente.

La tasa de crecimiento interanual del capital y las reservas disminuyó hasta situarse en el 9,5% en agosto, desde el 10,1% registrado en julio, pese a observarse un flujo mensual positivo relativamente elevado.

Por último, en la posición acreedora neta frente al exterior se registró un nuevo flujo positivo de 43 mm de euros en agosto, lo que hizo que el flujo interanual se situara en 165 mm de euros, frente a los 127 mm de euros registrados en los doce meses transcurridos hasta julio (véase gráfico 6). Esta evolución es la continuación de un patrón observado desde mayo, según el cual, en términos interanuales, las IFM han reducido sus pasivos frente

Gráfico 6 Contrapartidas de M3

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



Fuente: BCE.

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

a no residentes en mayor medida que sus activos. Hasta cierto punto, esta disminución de los activos y los pasivos se debe al ajuste gradual a la baja de las posiciones interbancarias internacionales a escala mundial, en un contexto de desapalancamiento.

En resumen, los datos monetarios de agosto indican que el crecimiento de M3 y de los préstamos al sector privado ha experimentado una desaceleración paralela, confirmando con ello la moderación de la tasa de crecimiento monetario subyacente. Los préstamos al sector privado no financiero se mantuvieron en niveles contenidos, lo que probablemente se deba, en gran parte, al hecho de que persiste un elevado grado de incertidumbre en torno a las perspectivas de negocio, de renta y del mercado de la vivienda. Esta incertidumbre afecta no sólo a la demanda de préstamos de las IFM, sino también a la disposición y a la capacidad de las entidades de crédito para conceder préstamos. Los datos de agosto, especialmente si se consideran junto con los de los dos meses anteriores, también apuntan a que el ajuste gradual de los balances de las IFM ha perdido algo de fuerza. No obstante, este sector continuó reduciendo sus posiciones frente a otras IFM.

2.2 EMISIONES DE VALORES

En general, el crecimiento de la emisión de valores distintos de acciones se mantuvo en niveles sostenidos en julio del 2009, aunque se desaceleró con respecto a la sólida evolución registrada desde noviembre del 2008. En el sector de sociedades no financieras, la emisión de este tipo de valores continuó siendo elevada en julio, impulsada fundamentalmente por la emisión de valores a largo plazo. Es probable que este persistente incremento de la emisión por parte del sector empresas se deba, en cierta medida, a la sustitución de la financiación bancaria por la financiación mediante valores de renta fija, dado que el coste de esta última fuente de financiación ha descendido con más rapidez que los tipos de interés aplicados a los préstamos bancarios desde finales del 2008.

VALORES DISTINTOS DE ACCIONES

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro descendió ligeramente y se situó en el 11,7% en julio del 2009, frente al 11,9% del mes anterior (véase cuadro 3), confirmando que el crecimiento de la emisión de este tipo de valores se estabilizó en niveles elevados. Esto también quedó reflejado en la tasa de crecimiento semestral anualizada y desestacionalizada de la emisión de estos valores, que ha estado apuntando a que la sólida expansión de los valores emitidos en los últimos meses se ha moderado levemente (véase gráfico 7). No obstante, la cifra total oculta ciertas diferencias en la evolución de los distintos plazos de vencimiento y de los diferentes emisores.

En cuanto a los plazos de vencimiento, aunque la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones a corto plazo todavía era elevada, continuó cayendo con rapidez y se situó en el 18,7% en julio, desde el 19,9% del mes anterior. Al mismo tiempo, el crecimiento de la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo siguió siendo intenso y se mantuvo prácticamente invariable, en el 10,8%. La emisión de valores distintos de acciones a más largo plazo se divide en valores a tipo de interés variable y valores a tipo de interés fijo. En los últimos meses, los emisores han favorecido claramente los valores distintos de acciones a largo plazo a tipo de interés fijo, que representan alrededor del 70% del saldo vivo de la emisión de este tipo de valores. La tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo a tipo fijo aumentó desde el 5,4% de principios de año hasta el 10,3% de julio del 2009. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a largo plazo a tipo de interés variable continuó descendiendo y se situó en el 12,5%.

Cuadro 3 Valores emitidos por residentes en la zona del euro

Sector emisor	Saldo vivo (mm de euros) 2009 Julio	Tasas de crecimiento interanual ¹⁾					
		2008 III	2008 IV	2009 I	2009 II	2009 Jun	2009 Jul
Valores distintos de acciones	14.061	7,3	7,8	10,6	12,0	11,9	11,7
IFM	5.447	8,2	5,7	5,9	5,8	4,8	4,2
Instituciones financieras no monetarias	2.153	22,9	23,7	31,1	32,7	30,0	31,0
Sociedades no financieras	741	5,9	4,1	5,0	10,0	11,4	12,6
Administraciones Públicas	5.698	2,4	5,6	9,6	12,1	13,3	13,2
De las cuales:							
Administración Central	5.344	2,4	5,7	9,9	12,2	13,6	13,4
Otras Administraciones Públicas	3539	3,0	2,9	5,9	9,6	9,7	9,5
Acciones cotizadas:	3.815	0,6	0,8	1,2	1,9	2,7	2,7
IFM	509	2,8	4,9	7,2	8,7	9,8	9,5
Instituciones financieras no monetarias	278	2,6	2,6	3,1	3,4	4,3	4,0
Sociedades no financieras	3.027	0,0	-0,1	0,0	0,8	1,5	1,6

Fuente: BCE.

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

En cuanto a la emisión por sectores, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las sociedades no financieras se situó en el 12,6% en julio del 2009, la tasa más alta registrada desde junio del 2003. En términos intermensuales, la emisión neta de este sector indica que la capacidad para captar financiación a corto plazo siguió viéndose obstaculizada hasta julio del 2009. Por tanto, el fuerte impulso observado en la emisión de este tipo de valores por el sector empresas estuvo determinado, fundamentalmente, por los valores a largo plazo.

El auge de la emisión neta de valores a largo plazo, junto con los volúmenes récord de emisión registrados a principios de este año, apuntan a un renovado interés por parte de las sociedades no financieras en el mercado europeo de valores de renta fija privada. Dos factores pueden haber desempeñado un destacado papel a la hora de proporcionar un incentivo a la emisión de este tipo de valores. En primer lugar, los diferenciales de crédito han disminuido con rapidez en los últimos meses, lo que ha reducido considerablemente los costes de financiación de la emisión de valores de renta fija y ha permitido a las empresas asegurarse financiación relativamente económica. Desde finales del 2008, el coste de los valores de renta fija ha descendido en mayor medida que el de la financiación mediante préstamos bancarios. Por ejemplo, el coste real de la financiación mediante valores de renta fija se ha reducido con mucha más rapidez que los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos. En segundo lugar, el auge de

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

(tasas de crecimiento semestrales anualizadas desestacionalizadas)



Fuente: BCE.

la emisión de valores de renta fija también podría ser consecuencia de la menor disponibilidad de financiación externa a través de un endurecimiento de las condiciones establecidas para la concesión de préstamos bancarios (véanse, en el recuadro 2, los resultados de la encuesta realizada recientemente sobre el acceso a la financiación de las pequeñas y medianas empresas en la zona del euro). Desde noviembre del 2008, el aumento observado en la emisión de valores de renta fija privada ha conducido a una reestructuración gradual de la estructura de vencimientos de estos valores, ya que las sociedades no financieras han recurrido de manera creciente a la financiación a más largo plazo. En noviembre del 2008, el 17% del saldo de valores de renta fija que obraban en poder de estas sociedades era a corto plazo. En julio del 2009, este porcentaje había caído hasta el 11%.

En cuanto al sector financiero, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones de las instituciones financieras monetarias volvió a disminuir en julio, hasta el 4,2%, desde el 4,8% de junio, como consecuencia de la rápida caída de la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores a corto plazo, que se situó en el 1,8% en julio, frente al 4,5% de junio. En julio también continuó la leve moderación observada en el crecimiento de la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo, cuya tasa de crecimiento interanual fue del 4,6%, es decir, 0,2 puntos porcentuales inferior a la del mes anterior.

En cambio, se registró un ligero repunte en la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las instituciones financieras no monetarias, hasta el 31% en julio del 2009, esto es, 1 punto porcentual por encima de la de junio. Esto se confirma en la estabilización de la tasa de crecimiento semestral anualizada y desestacionalizada observada en julio del 2009, tras varios meses de rápido descenso. La actividad emisora de estas instituciones, como la de otros emisores, siguió centrándose en plazos de vencimiento más largos.

Por último, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las Administraciones Públicas siguió siendo elevada, del 13,2% en julio, prácticamente sin variación con respecto al mes anterior. La acusada aceleración de la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones a corto plazo quedó más que compensada por la disminución de la tasa de crecimiento interanual de la emisión de este tipo de valores a largo plazo. El fuerte impulso observado en la emisión de valores distintos de acciones por parte de las Administraciones Públicas de la zona del euro se debe a que las necesidades de financiación de este sector siguen siendo considerables.

ACCIONES COTIZADAS

La tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro no se modificó y fue del 2,7% en julio del 2009 (véase gráfico 8). La tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones por parte de las IFM continuó siendo elevada y se situó en el 9,5%, re-

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

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

flejando los continuados esfuerzos de muchas entidades de crédito de la zona del euro por fortalecer sus balances aumentando sus bases de capital. Otro aspecto reseñable es que la tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras aumentó de nuevo, hasta el 1,6%, en julio del 2009, posiblemente estimulada por la evolución positiva de los mercados de valores en los últimos meses.

2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

Aunque los tipos de interés del mercado monetario sin garantías experimentaron un descenso en septiembre y principios de octubre del 2009, los tipos con garantías aumentaron moderadamente. En consecuencia, el diferencial entre los tipos a tres meses sin garantías y los tipos con garantías al mismo plazo también se redujo ligeramente en ese período. El Eurosistema continuó proporcionando abundante liquidez al sistema financiero en septiembre, aplicando procedimientos de subasta a tipo de interés fijo y con adjudicación plena en sus operaciones principales de financiación y en sus operaciones de financiación a plazo más largo con vencimiento hasta un año. El importe adjudicado en la segunda operación a un año, realizada el 30 de septiembre, fue considerablemente inferior al de la primera operación efectuada en junio. Además, el Eurosistema continuó realizando adquisiciones directas de bonos garantizados en el contexto del programa de adquisiciones que comenzó el 6 de julio de 2009.

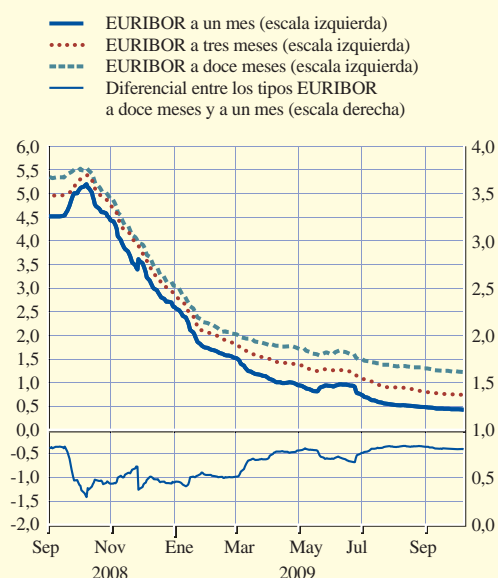
Los tipos de interés del mercado monetario sin garantías continuaron descendiendo en septiembre y principios de octubre del 2009, aunque a un ritmo más lento que en meses presentes. El 7 de octubre, los tipos EURIBOR a un mes, a tres meses, a seis meses y a doce meses se situaban en el 0,43%, el 0,74%, el 1,01% y el 1,23%, respectivamente. En comparación con los niveles observados el 2 de septiembre, el EURIBOR a un mes se redujo 5 puntos básicos, mientras que los tipos con vencimiento entre tres y doce meses disminuyeron 7 puntos básicos. En consecuencia, 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, cayó ligeramente y se situó en 79 puntos básicos el 7 de octubre, en comparación con 82 puntos básicos el 2 de septiembre (véase gráfico 9).

Los tipos de interés del mercado monetario con garantías obtenidos del índice del EONIA *swap* aumentaron ligeramente en septiembre, contribuyendo al descenso observado en el diferencial entre los tipos sin garantías y los tipos con garantías. En el segmento a tres meses, el diferencial se situó en 27 puntos básicos el 7 de octubre, es decir, 14 puntos básicos por debajo del nivel observado 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

Gráfico 9 Tipos de interés del mercado monetario

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



Fuentes: BCE y Reuters.

2010 cayeron hasta situarse en el 0,785%, el 0,965% y el 1,225%, respectivamente, el 7 de octubre, esto es 8, 9 y 15 puntos básicos, respectivamente, por debajo de los tipos vigentes el 2 de septiembre.

El EONIA fue estable, en líneas generales, en septiembre y principios de octubre, y se situó en niveles en torno a 10 puntos básicos por encima del tipo de interés de la facilidad de depósitos, el 0,25%, excepto el 8 y el 30 de septiembre, fechas en que se situó en el 0,54% y el 0,53%, respectivamente (véase gráfico 10). La primera excepción coincidió con el último día del período de mantenimiento que finalizó el 8 de septiembre, cuando el Eurosistema realizó una operación de ajuste en la que absorbió 195,1 mm de euros aplicando un procedimiento de subasta a tipo de interés variable con un tipo máximo del 1%, un tipo marginal del 0,8% y un tipo medio ponderado del 0,73%. El 30 de septiembre, el EONIA aumentó hasta el 0,53%, principalmente como consecuencia de los efectos de fin de trimestre. Este incremento quedó anulado al día siguiente, y el 7 de octubre, el EONIA se situó en el 0,34%.

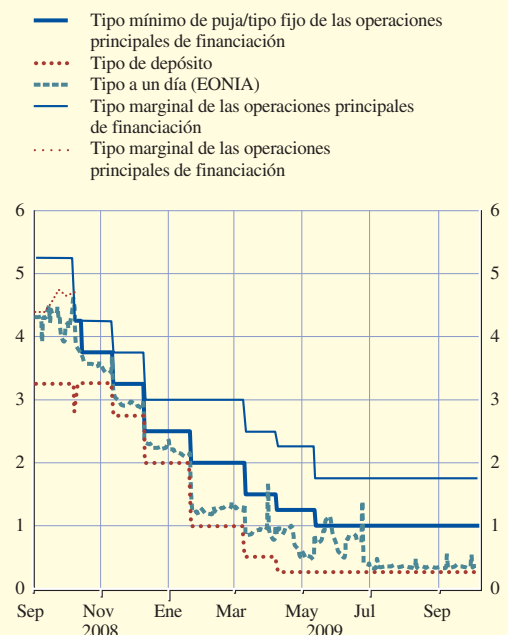
El volumen de las operaciones de mercado abierto vivas que, como consecuencia de la actual política de gestión de la liquidez del Eurosistema, está determinado únicamente por las pujas presentadas por las entidades de contrapartida, se redujo hasta el 30 de septiembre, día en que se liquidó la segunda operación de financiación a plazo más largo (OFPML) a un año. El 1 de octubre, el volumen de las operaciones principales de financiación vivas en euros era de 742,7 mm de euros, bastante inferior al máximo de 896,5 mm de euros alcanzado el 25 de junio, tras la liquidación de la primera OFPML a un año por un importe de 442,5 mm de euros el 24 de junio. Desde entonces, la estructura de plazos de la liquidez se ha alargado considerablemente, y las operaciones principales de financiación sólo representan alrededor del 10% del volumen total de operaciones vivas.

En las operaciones principales de financiación realizadas los días 1, 8, 15, 22 y 29 de septiembre, el BCE adjudicó 72,1 mm de euros, 93,3 mm de euros, 87,8 mm de euros, 85 mm de euros, y 66,8 mm de euros, respectivamente. En cuanto a las operaciones a plazo más largo, el BCE realizó tres OFPML especiales con vencimiento a uno, tres y seis meses, en septiembre del 2009, así como la segunda de las tres OFPML a un año anunciadas en mayo. El BCE adjudicó 10,6 mm de euros en la OFPML especial con vencimiento a un mes efectuada el 8 de septiembre, y 3,2 mm de euros y 3,7 mm de euros, respectivamente, en las OFPML especiales con vencimiento a tres y seis meses del 9 de septiembre. En la segunda OFPML a un año llevada a cabo el 30 de septiembre, el BCE adjudicó 75,2 mm de euros, menos de lo esperado por los participantes en el mercado.

En consonancia con la reducción de los importes adjudicados en las operaciones de mercado, el superávit de liquidez de los mercados monetarios de la zona del euro disminuyó progresivamente durante el mes, como quedó reflejado en el recurso medio diario a la facilidad de depósitos, que des-

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

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

cedió de 136,7 mm de euros en el período de mantenimiento que finalizó el 8 de septiembre a 105,8 mm de euros en el siguiente período que terminó el 7 de octubre.

Además, haciendo uso de los acuerdos recíprocos de divisas (líneas *swap*) con la Reserva Federal, el Eurosistema continuó proporcionando financiación en dólares estadounidenses, respaldada por activos de garantía admitidos por el Eurosistema, en operaciones con diversos plazos de vencimiento realizadas los días 2, 9, 16, 23 y 30 de septiembre. El BCE también siguió proporcionando a las entidades de contrapartida del Eurosistema financiación en francos suizos a cambio de euros a través de operaciones de *swaps* de divisas. El 24 de septiembre, el Consejo de Gobierno del BCE decidió, de común acuerdo con la Reserva Federal, seguir realizando operaciones de provisión de liquidez en dólares estadounidenses con vencimiento a siete días hasta enero del 2010. Todas las demás operaciones de liquidez en dólares han dejado de realizarse. Ese mismo día, el Consejo de Gobierno del BCE decidió, de común acuerdo con el Banco Nacional Suizo, continuar realizando operaciones de inyección de liquidez en francos suizos a una semana mediante *swaps* de divisas hasta enero del 2010.

Por último, el Eurosistema ha seguido adquiriendo bonos garantizados admitidos en el programa que se inició el 6 de julio. El importe total de los bonos garantizados adquiridos entre el 6 de julio y el 7 de octubre ascendió a unos 17 mm de euros, frente a un importe total anunciado de compras directas de 60 mm de euros.

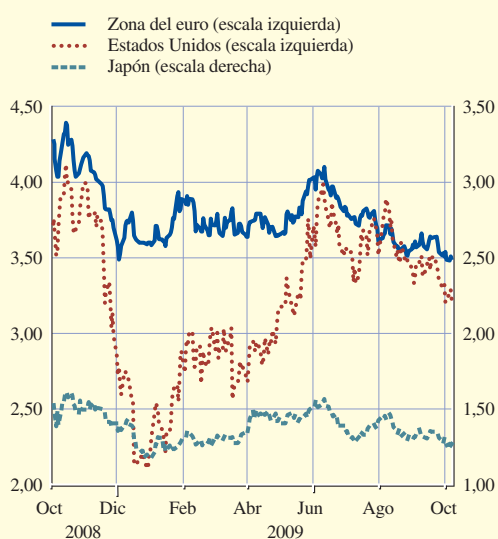
2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

El rendimiento de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro disminuyó ligeramente en septiembre y a comienzos de octubre, pese al constante aumento de los precios de los activos de riesgo. Los diferenciales de deuda pública entre los países de la zona del euro apenas experimentaron cambios, debido a la escasa entidad de las primas de liquidez y a la percepción de reducidos riesgos de crédito. Esta evolución, unida al estrechamiento de los diferenciales de renta fija privada, pareció reflejar, en parte, una mejora de las perspectivas macroeconómicas. Sin embargo, los bajos tipos de interés de los mercados monetarios pueden haber llevado a muchos participantes en el mercado a asumir una mayor exposición al riesgo en sus carteras de renta fija. La volatilidad implícita de los mercados de renta fija no registró variaciones significativas en la zona del euro, mientras que se redujo ligeramente en Estados Unidos.

El 7 de octubre, el rendimiento de la deuda pública a diez años se situó en el 3,5% en la zona del euro y en el 3,2% en Estados Unidos, 7 y 22 puntos básicos por debajo de los niveles observados a finales de agosto (véase gráfico 11). En consecuencia, el diferencial entre el rendimiento nominal de la deuda pública a diez años en Estados

Gráfico 11 Rendimiento de la deuda pública a largo plazo

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: Bloomberg y Reuters.

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

Unidos y en la zona del euro se situó en torno a -28 puntos básicos al final del citado mes. El rendimiento de la deuda pública a diez años descendió también en Japón, hasta situarse en el 1,3% el 7 de octubre. La incertidumbre del mercado respecto a la evolución a corto plazo del rendimiento de la renta fija, medida por la volatilidad implícita obtenida de las opciones, no experimentó prácticamente cambios en la zona del euro y disminuyó ligeramente en Estados Unidos, volviendo a los niveles registrados antes de la quiebra de Lehman Brothers.

A comienzos de octubre, los diferenciales de rendimiento de deuda soberana de los países de la zona del euro con respecto al rendimiento de los bonos alemanes a diez años se situaron en niveles próximos a los observados a finales de agosto. Aunque estos diferenciales se estrecharon para todos los países a lo largo de septiembre, volvieron a ampliarse levemente en los últimos días del período considerado. En general, el nivel de los diferenciales de deuda soberana de la zona del euro parece ser resultado no sólo del estrechamiento de los diferenciales de primas de liquidez registrado en los últimos meses sino también del reducido riesgo de crédito soberano, tal y como indicarían los diferenciales de los seguros de riesgo de crédito. Por otro lado, el nivel relativamente moderado de los tipos de interés a largo plazo puede reflejar, en parte, la fuerte demanda de deuda pública por parte de las entidades de crédito. Los bajos tipos de interés de los mercados monetarios han probablemente inducido a muchos participantes en el mercado a incrementar la exposición al riesgo de sus carteras de renta fija.

El rendimiento de los bonos a cinco años indicados con la inflación de la zona del euro disminuyó 21 puntos básicos, situándose en el 0,7% el 7 de octubre, mientras que el rendimiento real de los bonos a diez años se redujo 16 puntos básicos, hasta el 1,3% (véase gráfico 12). El rendimiento real *forward* a cinco años dentro de cinco años disminuyó 11 puntos básicos, hasta situarse en el 1,9%.

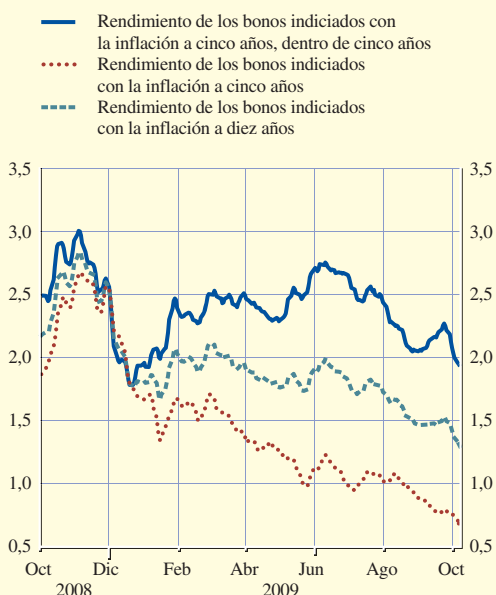
La evolución reciente de los mercados de deuda pública de la zona del euro —especialmente en lo relativo a la vuelta de las primas de liquidez a los niveles observados antes de la quiebra de Lehman Brothers— apunta a una normalización de la valoración de los instrumentos indicados con la inflación.

Las medidas basadas en el mercado sugieren que las expectativas de inflación a largo plazo de la zona del euro se mantienen firmemente ancladas. El 7 de octubre, las tasas de inflación implícitas *spot* a cinco y a diez años se situaron en el 1,8% y el 2,2%, respectivamente, ligeramente por encima de los niveles observados a finales de agosto. La tasa de inflación implícita *forward* a cinco años dentro de cinco años aumentó 4 puntos básicos, hasta el 2,6% (véase gráfico 13).

La estructura temporal de los tipos *forward* de la zona del euro muestra como el comportamiento general del rendimiento de la deuda pública a largo plazo de la zona puede descomponerse entre las variaciones de las expectativas de tipos de interés (y de las correspondientes primas de riesgo) en distintos horizontes temporales (véase gráfico 14).

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

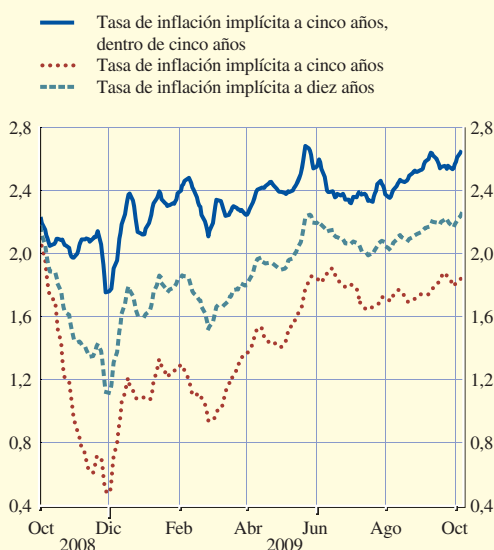
(en porcentaje; medias móviles de cinco días de datos diarios; datos desestacionalizados)



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

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

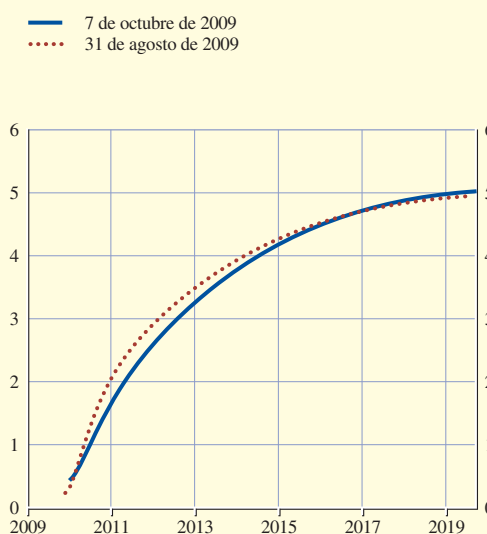
(en porcentaje; medias móviles de cinco días de datos diarios; datos desestacionalizados)



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

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

(en porcentaje; datos diarios)



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

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

A principios de octubre, la pendiente de la curva de tipos de interés *forward* implícitos a un día de la deuda pública de la zona del euro se acentuó con respecto a finales de agosto, como reflejo, principalmente, de la revisión a la baja de las expectativas de tipos de interés en los plazos medios de la curva.

Los diferenciales de renta fija privada de la zona del euro se estrecharon en relación con los niveles de finales de agosto, especialmente para los valores de renta fija de alta calidad con calificación crediticia más baja y para los valores de grado especulativo. Los diferenciales de renta fija con calificación crediticia más alta se mantuvieron en el nivel observado a comienzos del 2008, mientras que los diferenciales de renta fija de alta rentabilidad volvieron a los niveles anteriores a la quiebra de Lehman Brothers. Al igual que para los precios de las acciones, el continuo estrechamiento de los diferenciales de renta fija privada apunta a una recuperación de la confianza y de la tolerancia al riesgo de los inversores, en un contexto de tipos de interés a corto plazo particularmente bajos.

2.5 TIPOS DE INTERÉS DE LOS PRÉSTAMOS Y DE LOS DEPÓSITOS

En agosto del 2009, la mayor parte de los tipos de interés aplicados por las IFM a los nuevos préstamos y depósitos de los hogares y de las sociedades no financieras volvió a disminuir, con la notable excepción de los tipos de interés a corto plazo aplicados al crédito al consumo. La tendencia a la baja de estos tipos iniciada en noviembre del 2008 es acorde con los recortes de los tipos de interés oficiales del BCE y las

consiguientes reducciones de los tipos de interés del mercado monetario y de los rendimientos de los bonos durante este período, con una transmisión cuya magnitud, en general, está en consonancia con regularidades anteriores.

En agosto del 2009, la mayor parte de los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a los nuevos préstamos y depósitos se situó en niveles inferiores a los registrados el mes anterior, reflejando la continuidad, aunque todavía es parcial, de la transmisión del considerable descenso de los tipos del mercado monetario observado desde noviembre del 2008 (véase gráfico 15).

Los tipos de interés medios aplicados por las IFM a los préstamos por importes reducidos a corto plazo concedidos a las sociedades no financieras disminuyeron 15 puntos básicos en agosto del 2009, mientras que los tipos medios aplicados a los préstamos por importes elevados a corto plazo concedidos a este sector registraron una reducción de 6 puntos básicos. Los tipos medios de los descubiertos en cuenta concedidos a las sociedades no financieras descendieron 10 puntos básicos. Al mismo tiempo, los tipos de interés medios a corto plazo del crédito al consumo concedido a los hogares aumentaron en agosto por segundo mes consecutivo, con un ascenso de 28 puntos básicos, mientras que los tipos de interés medios de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda se redujeron ligeramente. Más allá de la volatilidad de los tipos de interés a corto plazo del crédito al consumo, esto podría apuntar a cierto incremento de las primas de riesgo de crédito en un contexto de deterioro de las condiciones de los mercados de trabajo y de incertidumbre en relación con la renta futura.

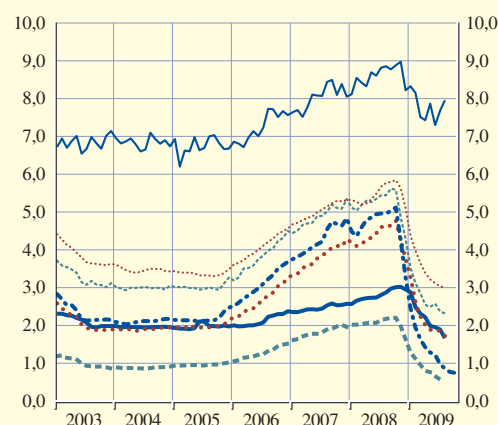
En general, los descensos observados en los tipos de interés a corto plazo de los préstamos en agosto del 2009 reflejan, en general, una evolución similar de los tipos correspondientes del mercado monetario. En particular, el EURIBOR registró un descenso de 11 puntos básicos. En consecuencia, los diferenciales entre los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM y los tipos a corto plazo del mercado monetario se mantuvieron prácticamente invariables, pero se espera que disminuyan a medida que eventualmente se transmitan las variaciones de los tipos de interés de mercado (véase gráfico 16).

Desde una perspectiva a más largo plazo, los tipos de interés aplicados a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda sin fijación del tipo de interés y un período inicial de fijación inferior o igual a un año descendieron 284 puntos básicos entre octubre del 2008 y agosto del 2009. Los tipos de interés equivalentes aplicados a los préstamos por importes elevados y reducidos concedidos a las sociedades no financieras registraron una reducción de 310 y 327 puntos básicos, respectivamente, frente a una caída de 425 puntos básicos

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

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

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



Fuente: BCE.

del EURIBOR a tres meses. En un clima de preocupación respecto a las perspectivas de los balances de los prestatarios y de incertidumbre en cuanto a la renta y a la capacidad de los prestatarios para atender sus obligaciones de pago, que están elevando las primas de riesgo de crédito, los recortes de los tipos de interés oficiales parecen haber repercutido en los tipos aplicados por las entidades de crédito a los préstamos y créditos con un grado de inercia bastante similar al observado en el pasado.

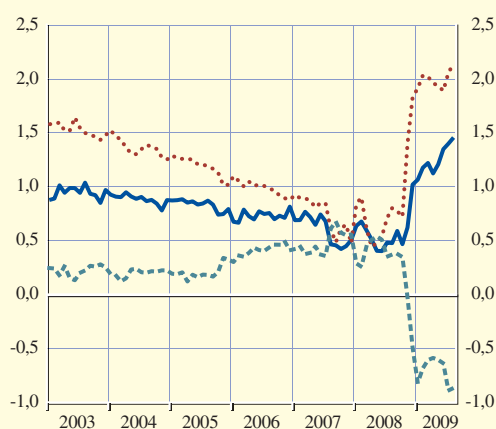
Todos los tipos de interés a largo plazo aplicados a los préstamos concedidos tanto a los hogares como a las sociedades no financieras se redujeron en agosto. Por ejemplo, los tipos de interés aplicables a los préstamos por importes elevados y reducidos concedidos a sociedades no financieras disminuyeron 9 y 7 puntos básicos, respectivamente. En comparación, el rendimiento de la deuda pública a cinco años experimentó una reducción de 5 puntos porcentuales.

Desde una perspectiva a más largo plazo, los descensos observados entre agosto del 2008 y agosto del 2009 en los tipos de interés a largo plazo aplicados por las IFM a los préstamos a los hogares fueron equivalentes a aproximadamente la mitad de los 160 puntos básicos en que disminuyeron los rendimientos de la deuda pública durante ese período. Los tipos de interés a largo plazo aplicados a los préstamos por importes reducidos concedidos a las sociedades no financieras descendieron 126 puntos básicos entre agosto del 2008 y agosto del 2009. Aunque es posible que esta evolución sea atribui-

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

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

- Préstamos a las sociedades no financieras por importe superior a un millón de euros sin fijación del tipo y un período inicial de fijación inferior o igual a un año
- Préstamos a hogares para adquisición de vivienda sin fijación del tipo y un período inicial de fijación inferior o igual a un año
- - - Depósitos hasta un año de los hogares

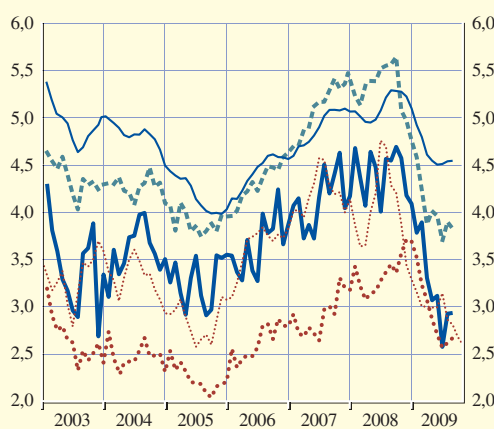


Fuente: BCE.
Nota: Los diferenciales de los préstamos se calculan como el tipo de interés de los préstamos y créditos menos el tipo a tres meses del mercado monetario, y los de los depósitos se calculan como el tipo a tres meses del mercado monetario menos el tipo de interés de los depósitos.

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

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

- Depósitos a plazo a más de dos años de las sociedades no financieras
- Depósitos a plazo a más de dos años de los hogares
- - - Préstamos a las sociedades no financieras por importe superior a un millón de euros con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años
- Préstamos a hogares para adquisición de vivienda con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años y hasta diez años
- Rendimiento de la deuda pública a cinco años



Fuente: BCE.

ble, fundamentalmente, al desfase habitual que se produce en el ajuste de los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela a las variaciones de los tipos de mercado, también puede apuntar a un incremento de las primas de riesgo de crédito. En comparación, los tipos a largo plazo aplicados por las IFM a los préstamos por importes elevados concedidos a las sociedades no financieras se redujeron de forma significativa, con una caída de 174 puntos básicos entre agosto del 2008 y agosto del 2009.

La rentabilidad de las entidades de crédito de la zona del euro depende, entre otras cosas, del diferencial entre los tipos de interés de los préstamos y de los depósitos, tanto el basado en los saldos vivos como el basado en las nuevas operaciones. Ambas medidas se mantuvieron prácticamente sin cambios entre febrero y agosto del 2009, lo que tiende a confirmar que las entidades han trasladado en un grado bastante similar las reducciones recientes de los tipos de interés oficiales a los tipos aplicados a los préstamos y créditos concedidos a su clientela.

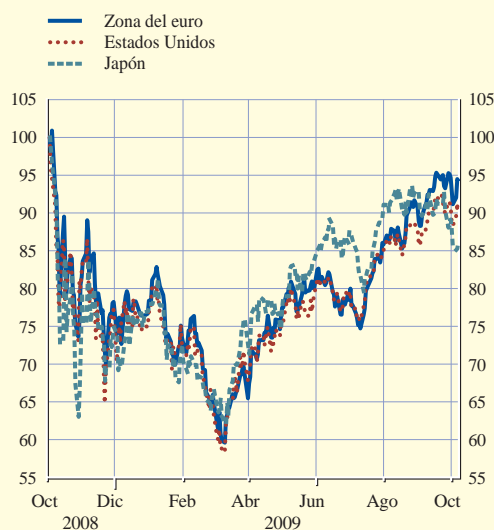
2.6 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

En la mayor parte del mes de septiembre y a comienzos de octubre, los precios de las acciones siguieron subiendo en la zona del euro y en Estados Unidos, principalmente en el sector no financiero. Al mismo tiempo, la volatilidad implícita de los mercados de renta variable no experimentó cambios significativos. El crecimiento de los beneficios por acción esperado en los próximos doce meses mejoró notablemente para el sector no financiero de la zona del euro, tornándose positivo por primera vez desde noviembre del 2008. En general, esta evolución parece reflejar un mayor optimismo de los mercados respecto a las perspectivas de crecimiento. Al considerar estas señales generalmente positivas, no puede descartarse que la demanda de activos de riesgo haya estado estimulada por la situación de liquidez de los mercados financieros.

Entre finales de agosto y el 7 de octubre, los mercados de renta variable de la zona del euro y de Estados Unidos mantuvieron la senda ascendente observada desde marzo, pese a experimentar una corrección en la última semana de septiembre. Durante ese período, las cotizaciones bursátiles de la zona del euro, medidas por el índice Dow Jones EURO STOXX amplio, y las de Estados Unidos, medidas por el índice Standard & Poor's 500, subieron un 4%, en ambos casos (véase gráfico 18), mientras que las de Japón, medidas por el índice Nikkei 225, bajaron un 7%. Aunque las subidas registradas en los meses anteriores habían sido más pronunciadas en el sector financiero, en el período analizado el sector no financiero registró también ganancias significativas. La incertidumbre a corto plazo de los mercados de renta variable, medida por la volatilidad implícita obtenida

Gráfico 18 Índices bursátiles

(índice: 1 de octubre 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.

de las opciones, apenas experimentó cambios en la zona del euro, Estados Unidos y Japón (véase gráfico 19) y, aunque volvió a los niveles anteriores a la intensificación de la crisis financiera en septiembre del 2008, se mantuvo muy por encima de las cotas observadas antes del inicio de las turbulencias que afectaron a los mercados de crédito a mediados del 2007.

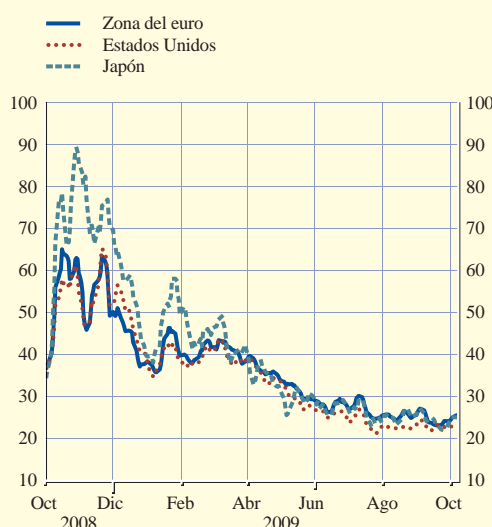
La evolución de los mercados de renta variable de la zona del euro pareció ser reflejo de perspectivas más optimistas respecto a la actividad económica. En efecto, los participantes en el mercado consideraron que algunos de los datos macroeconómicos publicados eran más favorables de lo previsto. Por otro lado, en todos los sectores los precios de las acciones reflejaron el aumento de la confianza de los inversores y su menor aversión al riesgo. En particular, en septiembre las acciones de empresas del sector no financiero registraron también importantes ganancias. En la zona del euro, las mayores ganancias se observaron en los sectores de sanidad e industria (ambos con un 6%).

Mientras que en septiembre el crecimiento de los beneficios efectivos de las empresas cotizadas se mantuvo en niveles reducidos en la zona del euro, el crecimiento de los beneficios esperados aumentó, principalmente, como resultado de una notable mejora de las expectativas para el sector no financiero. El crecimiento intermensual de los beneficios efectivos por acción de las empresas incluidas en el índice Dow Jones EURO STOXX se situó en el -3,7% en septiembre, frente al -3,9% de agosto. En el sector financiero, el crecimiento intermensual de los beneficios por acción se tornó positivo, situándose en el 0,6%. Por el contrario, los servicios de consumo y las materias primas experimentaron acusados descensos (-17,7% y -11,6%, respectivamente). En opinión de los analistas, los beneficios por acción esperados en los próximos doce meses subirán un 11,5% (frente al 5,6% de agosto). Este pronunciado aumento del crecimiento de las expectativas de beneficios se debe, básicamente, a las mejores perspectivas respecto a las empresas del sector no financiero (con un crecimiento de los beneficios esperados del 6,4%, frente al -0,7% de agosto), especialmente en los servicios de consumo y los sectores de bienes industriales y bienes de consumo. Cabe destacar que en el sector no financiero el crecimiento de los beneficios por acción esperado en los próximos doce meses se tornó positivo en septiembre, por primera vez desde noviembre del 2008. En el sector financiero se esperaba que los beneficios por acción aumentaran un 24,7% en los próximos doce meses (desde el 22,1% de agosto). La ratio precio/beneficio de la zona del euro siguió creciendo en septiembre, especialmente para el sector financiero, situándose por encima de su media histórica por primera vez desde julio del 2007.

A pesar de los indicios positivos derivados de los datos publicados recientemente y de las expectativas de beneficios, no puede descartarse que el constante aumento de los precios de los activos de riesgo haya estado, en cierta medida, estimulado por la situación de liquidez en los mercados financieros. El

Gráfico 19 Volatilidad implícita de los mercados de renta variable

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



Fuente: Bloomberg.

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

reducido nivel de los tipos de interés de los mercados monetarios puede haber inducido a algunos inversores a invertir una parte más importante de sus fondos en activos de mayor riesgo.

Recuadro 2

RESULTADOS DE LA PRIMERA RONDA DE LA «ENCUESTA SOBRE EL ACCESO A LA FINANCIACIÓN DE LAS PEQUEÑAS Y MEDIANAS EMPRESAS DE LA ZONA DEL EURO»

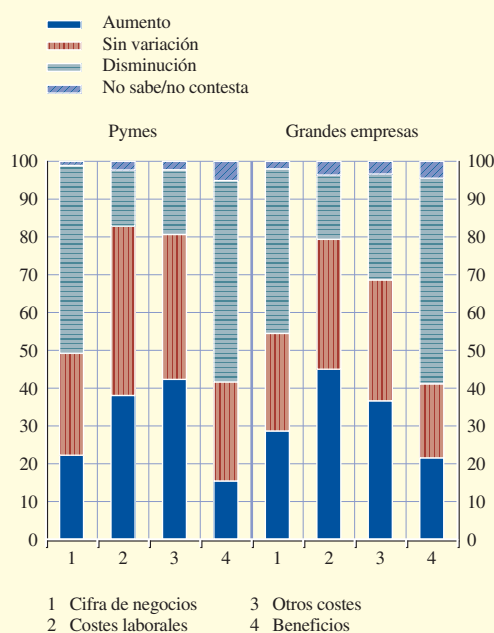
En este recuadro se presentan los resultados de la primera ronda de la «Encuesta sobre el acceso a la financiación de las pequeñas y medianas empresas de la zona del euro¹». En la encuesta, realizada por el BCE en cooperación con la Comisión Europea entre el 17 de junio y el 23 de julio de 2009, participaron 6.000 pequeñas y medianas empresas (pymes) y grandes empresas de la zona del euro². La encuesta proporciona evidencia sobre los cambios en las condiciones de financiación de las pymes y de las grandes empresas de la zona del euro en relación con los seis meses anteriores, que corresponde aproximadamente al primer semestre del 2009. Dado que es la primera vez que se lleva a cabo esta encuesta, los resultados descritos a continuación deben ser interpretados con cautela.

Situación financiera de las pymes de la zona del euro en el primer semestre del 2009

Un porcentaje neto³ de aproximadamente la cuarta parte de las pymes de la zona del euro que participaron en la encuesta (el 27%) señaló que su cifra de negocios había disminuido en el primer semestre del 2009 (véase gráfico A), mientras que la valoración de las grandes empresas fue algo menos negativa (15%). Al mismo tiempo, un porcentaje neto del 23% y del 25%, respectivamente, de las pymes, indicó que se había producido un incremento de sus costes laborales y de otros costes (por ejemplo, de materiales y energía). Esta evolución de la cifra de negocios y de los costes causó un impacto negativo sobre los beneficios de las empresas (resultado neto después de impuestos). De hecho, un porcentaje neto del 38% de las pymes y un porcentaje ligeramente inferior de las grandes empresas, el 33%, declaró que sus beneficios habían disminuido en el primer semestre del 2009. Por lo tanto, parece que durante el período de referencia la recesión económica afectó algo más a las pymes.

Gráfico A Algunos indicadores de la situación financiera de las empresas de la zona del euro, variación en los seis meses previos

(porcentaje de encuestados)



- 1 Véase «Survey on the access to finance of small and medium-sized enterprises in the euro area», septiembre, Banco Central Europeo (2009).
- 2 Las pymes incluyen las empresas muy pequeñas (entre 1 y 9 empleados), las pequeñas empresas (entre 10 y 49 empleados) y las medianas empresas (entre 50 y 249 empleados). Las grandes empresas son aquellas con 250 o más empleados.
- 3 El porcentaje neto de empresas que señalaron un aumento (disminución) se calcula como la diferencia entre las empresas que indicaron «aumentos» («disminuciones») y aquellas que señalaron «disminuciones» («aumentos»).

Fuente: Encuesta del BCE y de la Comisión Europea sobre el acceso a la financiación de las pymes.

Los resultados de la encuesta confirman la atonía general de la demanda en el primer semestre del 2009. De hecho, el problema más acuciante que se les planteó a las pymes de la zona del euro durante ese período fue encontrar clientes (un 27% seleccionó esta respuesta), seguido por el «acceso a la financiación», señalado como la cuestión más apremiante por el 17% de las pymes y, en especial, por las empresas más pequeñas. Para el 14% de las pymes, la competitividad representó el principal problema, mientras que los costes de producción (en particular los costes laborales) y la falta de trabajadores cualificados fueron señalados, en cada caso, como el problema más urgente por un 9% de las pymes.

Necesidades de financiación externa de las pymes de la zona del euro en el primer semestre del 2009

Casi la mitad de las empresas (el 49% de las pymes y el 46% de las grandes empresas) indicó que sus necesidades de préstamos bancarios se habían mantenido estables en el primer semestre del 2009 (véase gráfico B). Al mismo tiempo, el porcentaje de pymes que declaró que sus necesidades de financiación bancaria habían aumentado fue algo más elevado que el que señaló que habían disminuido. En consecuencia, en términos netos, el 11% de las pymes indicó un aumento de sus necesidades de financiación bancaria, frente al 5% en el caso de las grandes empresas. Por lo que se refiere al crédito comercial, un porcentaje neto del 4% de las pymes contestó que su necesidad de crédito comercial se había incrementado, mientras que el porcentaje neto equivalente para las grandes empresas fue del 0%.

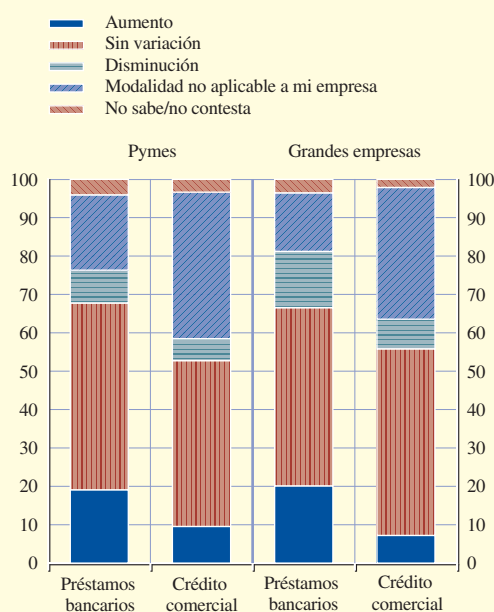
La inversión en capital fijo se consideró el factor que más había contribuido al aumento de las necesidades de financiación. Un porcentaje neto del 8% de las pymes y del 9% de las grandes empresas indicó que la inversión en capital fijo había incrementado su necesidad de financiación externa durante los seis meses precedentes. También parece haberse registrado un ligero aumento de las necesidades de financiación de existencias y de capital circulante.

Solicitudes de financiación externa

En el primer semestre del 2009, una minoría de las empresas participantes en la encuesta (el 28% de las pymes y el 34% de las grandes empresas) había solicitado préstamos bancarios, esto es, un nuevo préstamo o la renovación de un préstamo existente. La principal razón para no solicitar préstamos fue la disponibilidad de suficiente financiación interna (el 37% de las pymes y el 38% de las grandes empresas). Solo el 5% de las pymes indicó que no solicitó préstamos porque consideró que su solicitud podría ser denegada.

Gráfico B Necesidades de financiación externa de las empresas de la zona del euro, variación en los seis meses previos

(porcentaje de encuestados)



Fuente: Encuesta del BCE y de la Comisión Europea sobre el acceso a la financiación de las pymes.

De las pymes que solicitaron préstamos bancarios en el primer semestre del 2009, al 77% se le concedió la totalidad o parte del importe solicitado (véase gráfico C). En cambio, un 12% de las pymes señaló que su solicitud se había rechazado por la entidad de crédito. Las empresas más grandes y más antiguas fueron las que consiguieron más préstamos. Por ejemplo, solo se rechazó el 5% de las solicitudes de grandes empresas. En cuanto al crédito comercial y a otras fuentes de financiación externa, la situación es similar, en líneas generales. La mayor parte de las empresas que solicitaron un crédito comercial u otra modalidad de financiación externa en el primer semestre del 2009 había obtenido la totalidad del importe solicitado.

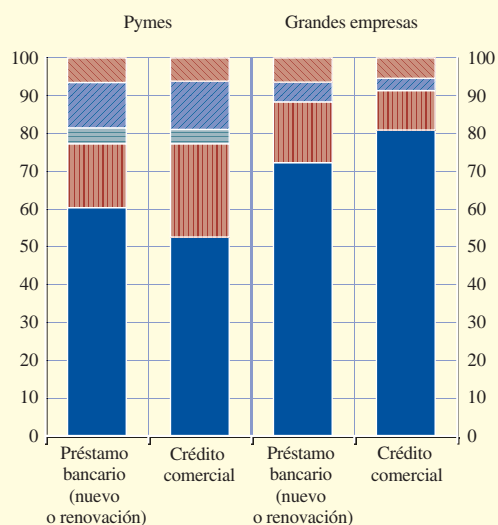
Disponibilidad de financiación externa para las pymes de la zona del euro en el primer semestre del 2009

Asimismo, a las empresas que habían solicitado algún tipo de financiación externa durante el primer semestre del 2009 se les preguntó si la disponibilidad de las distintas modalidades había mejorado o empeorado durante ese período. El 33% neto de este grupo de pymes consideró que se había producido un deterioro en la disponibilidad de préstamos bancarios (nuevos o renovación de un préstamo existente) en el primer semestre del 2009 (véase gráfico D). Este porcentaje neto fue mayor (el 41%) en el caso de las grandes empresas. Sin embargo, un porcentaje neto del 20% de pymes, ligeramente superior al de grandes empresas (el 15%), indicó un deterioro en lo que respecta al crédito comercial.

Gráfico C Resultados de las solicitudes de financiación externa de las empresas de la zona del euro en los seis meses previos

(porcentaje de empresas que han solicitado financiación externa)

- Solicitado y concedido en su totalidad
- Solicitado y concedido en parte
- Solicitado y rechazado por coste demasiado elevado
- Solicitado y rechazado
- No sabe/no contesta

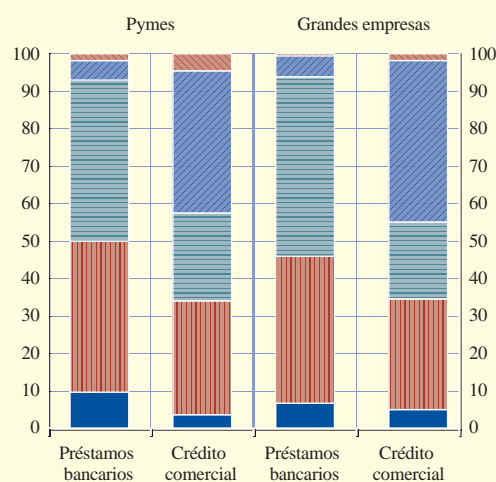


Fuente: Encuesta del BCE y de la Comisión Europea sobre el acceso a la financiación de las pymes.

Gráfico D Disponibilidad de financiación externa para las empresas de la zona del euro, variación en los seis meses previos

(porcentaje de empresas que han solicitado financiación externa)

- Mejora
- Sin variación
- Deterioro
- No es aplicable a mi empresa
- No sabe/no contesta



Fuente: Encuesta del BCE y de la Comisión Europea sobre el acceso a la financiación de las pymes.

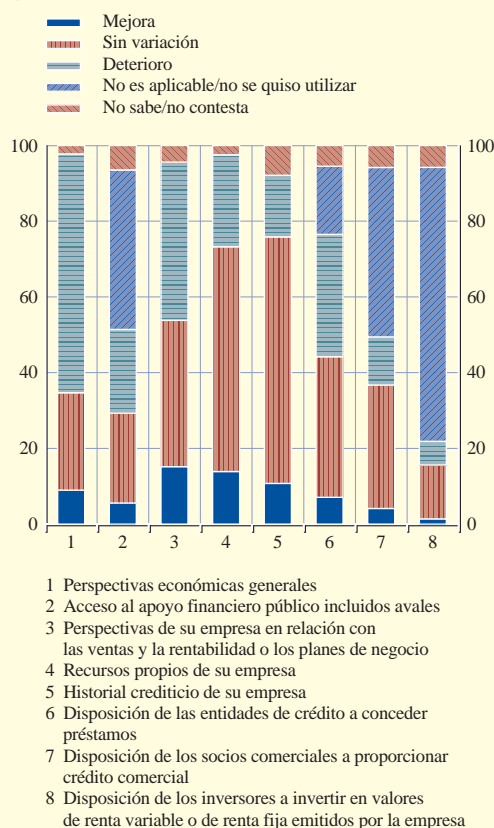
La disponibilidad de financiación externa depende de diversos factores, incluidas las perspectivas generales de la economía, la situación concreta de las empresas solicitantes y la actitud de las entidades prestamistas. Para un elevado porcentaje neto de las pymes de la zona del euro (el 54%), las perspectivas generales de la economía habían tenido un efecto negativo sobre la disponibilidad de financiación, mientras que un porcentaje neto menor (el 27%) consideraba que su situación concreta había empeorado en el primer semestre del 2009 (véase gráfico E). Además, un porcentaje neto del 10% y del 6%, respectivamente, de las pymes indicó que sus recursos propios y su historial crediticio habían experimentado un deterioro durante los seis meses anteriores. En conjunto, esto indica que la situación económica general en el primer semestre del 2009 fue el factor que más contribuyó al deterioro de la disponibilidad de financiación. Por lo que respecta a los efectos por el lado de la oferta sobre la disponibilidad de financiación externa, un porcentaje neto del 25% de las pymes indicó que la disposición de las entidades de crédito a conceder préstamos había disminuido en los seis meses anteriores, mientras que el 37%, opinaba que no había cambiado. A menor tamaño de la empresa, mayor fue el porcentaje neto que contestó que se había producido ese deterioro. También se consideró que la disposición de los socios comerciales a facilitar créditos comerciales o la de los inversores a invertir en valores de renta variable o de renta fija se había deteriorado, si bien de forma menos acusada que en el caso de las entidades de crédito.

Condiciones de los préstamos bancarios

Por lo que se refiere a las condiciones de los préstamos bancarios, un 5% neto de las pymes señaló que los tipos de interés habían aumentado en el primer semestre del 2009. Las condiciones no relacionadas con los tipos de interés parecen haber desempeñado un papel más importante en el deterioro de la disponibilidad de financiación externa. Así, el porcentaje neto de pymes que indicaron un incremento de los costes de la financiación distintos de los tipos de interés (es decir, gastos y comisiones) fue muy superior (un 33%) al de las que declararon que los tipos de interés habían subido. Además, un porcentaje neto considerable de pymes señaló un aumento en las garantías requeridas (el 32%), así como en otras condiciones no relacionadas con el precio, como los compromisos asociados y las exigencias de información (32%). Un porcentaje neto más reducido de pymes señaló una disminución de la cuantía del préstamo o de la línea de crédito disponible (5%), o de los plazos de vencimiento (2%). Al mismo tiempo, la mayoría de las empresas consideró que las condiciones no relacionadas con el precio no habían cambiado en el primer semestre del 2009.

Gráfico E Factores que influyen en la disponibilidad de financiación de las pequeñas empresas de la zona del euro, variaciones en los seis meses previos

(porcentaje de encuestados)



Fuente: Encuesta del BCE y de la Comisión Europea sobre el acceso a la financiación de las pymes.

Expectativas relativas al acceso a la financiación

De cara al futuro, la mayor parte de las pymes esperaba que el acceso a la financiación a través de distintas vías alternativas (es decir, préstamos bancarios, crédito comercial, etc.) prácticamente no variase en el segundo semestre del 2009. Además, la proporción de pymes que esperaban que la disponibilidad de financiación se deteriorara fue solo ligeramente superior a la de las que esperaban que mejorara. Por ejemplo, un porcentaje neto del 2% de pymes esperaba que la disponibilidad de financiación interna empeorara en el segundo semestre del 2009; en lo que se refiere a los préstamos bancarios, la cifra correspondiente fue del 4%. En cambio, las grandes empresas se mostraron algo más optimistas en sus expectativas relativas a su acceso a la financiación en el citado semestre. Por lo que respecta a las perspectivas de crecimiento durante los próximos dos o tres años, las pymes esperaban que el crecimiento de su cifra de negocios fuera inferior, en promedio, al que habían registrado en los tres años anteriores. Al mismo tiempo, casi un 40% de las pymes no preveía obstáculos para obtener la financiación destinada a costear sus aspiraciones de crecimiento a medio plazo.

3 PRECIOS Y COSTES

Según el avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se situó en $-0,3\%$ en septiembre, frente al $-0,2\%$ de agosto. Las actuales tasas de inflación negativas están en línea con las expectativas anteriores y reflejan, en gran medida, los efectos de base derivados de las fluctuaciones que experimentaron los precios internacionales de las materias primas hace un año. Debido también a estos efectos de base, se espera 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. Por otro lado, cabe esperar que los precios y costes continúen registrando una evolución moderada, como consecuencia de la atonía de la demanda en la zona del euro y en otros países. Los riesgos para las perspectivas de inflación están, en general, equilibrados.

3.1 PRECIOS DE CONSUMO

Según el avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro fue del $-0,3\%$ en septiembre, frente al $-0,2\%$ de agosto (véase cuadro 4), situándose ligeramente por debajo de las previsiones. Aunque no se han publicado todavía las estimaciones oficiales del detalle del IAPC de septiembre, la evidencia disponible sugiere que este descenso se debió, principalmente, a una caída más pronunciada de lo previsto de la tasa de variación interanual de los precios de la energía.

El detalle del IAPC de agosto muestra que el aumento de la inflación medida por el IAPC general con respecto al $-0,7\%$ observado en julio estuvo casi totalmente determinado por el ascenso de la tasa de variación interanual de los precios de la energía. La tasa de variación interanual del componente energético del IAPC se elevó hasta el $-10,2\%$ en agosto, desde el $-14,4\%$ de julio. Más de la mitad de este incremento se debió a un fuerte efecto de base derivado de la evolución de los precios del petróleo en el 2008, y el resto fue resultado del aumento intermensual de los precios energéticos, reflejo del comportamiento de los precios de los combustibles líquidos para transporte y calefacción. Por el contrario, la tasa de variación interanual de los precios de la electricidad y del gas continuó descendiendo, ya que estos precios siguen los del petróleo con cierto retraso.

Cuadro 4 Evolución de los precios

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	2007	2008	2009 Abr	2009 May	2009 Jun	2009 Jul	2009 Ago	2009 Sep
IAPC y sus componentes								
Índice general ¹⁾	2,1	3,3	0,6	0,0	-0,1	-0,7	-0,2	-0,3
Energía	2,6	10,3	-8,8	-11,6	-11,7	-14,4	-10,2	.
Alimentos no elaborados	3,0	3,5	1,6	0,7	0,0	-1,1	-1,2	.
Alimentos elaborados	2,8	6,1	1,2	1,0	1,1	0,8	0,6	.
Bienes industriales no energéticos	1,0	0,8	0,8	0,8	0,6	0,5	0,6	.
Servicios	2,5	2,6	2,5	2,1	2,0	1,9	1,8	.
Otros indicadores de precios								
Precios industriales	2,7	6,1	-4,8	-5,9	-6,5	-8,4	-7,5	.
Precios del petróleo (euro/barril)	52,8	65,9	39,0	42,8	49,5	46,5	51,1	46,9
Precios de las materias primas no energéticas	7,5	2,0	-25,4	-24,5	-23,5	-22,8	-16,2	-16,7

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

Nota: El índice de precios de las materias primas no energéticas se ha ponderado de acuerdo con la estructura de las importaciones de la zona del euro en el período 2004-2006

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

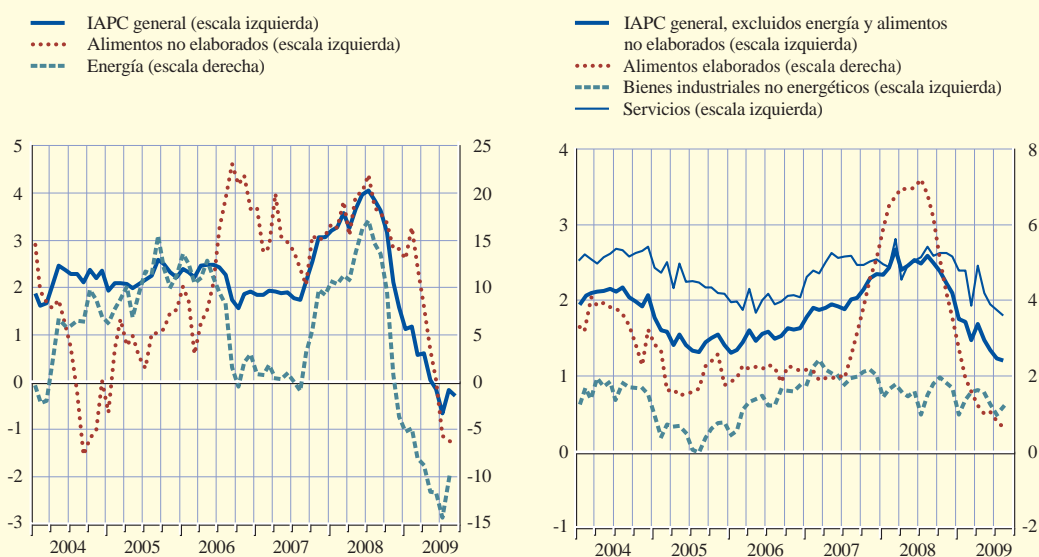
Los demás componentes del IAPC no registraron variaciones acusadas en agosto. La tasa de variación interanual de los precios de los alimentos no elaborados disminuyó ligeramente en agosto, hasta el $-1,2\%$, desde el $-1,1\%$ de julio. En general, esta tasa se ha reducido considerablemente en relación con los máximos alcanzados a mediados del 2008, debido en parte al continuado descenso de la tasa de variación interanual de los precios de la carne, tras la inversión de la perturbación que afectó a los precios de los alimentos en los mercados mundiales. La tasa de variación interanual de los precios de los alimentos elaborados disminuyó desde el $0,8\%$ de julio al $0,6\%$ de agosto, su nivel más bajo desde 1999, como resultado, en gran medida, de nuevos descensos de las tasas de variación de los precios de los cereales, los productos lácteos y los aceites, en relación con los elevados niveles observados el año pasado.

La tasa de variación interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos aumentó ligeramente en agosto, hasta el $0,6\%$, desde el $0,5\%$ de julio. Este modesto incremento se debió, en buena parte, a la contribución de los precios de los artículos de vestir, como consecuencia de las rebajas estacionales. En conjunto, la tasa de variación interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos ha mostrado una leve tendencia descendente a lo largo del año pasado, principalmente determinada por los precios de los bienes de consumo duradero (especialmente los automóviles) y, en menor medida, por los precios de los bienes de consumo semiduradero, como resultado de la evolución de los precios de los artículos de vestir y del calzado.

La inflación en los precios de los servicios se redujo nuevamente en agosto, hasta el $1,8\%$, desde el $1,9\%$ de julio, como consecuencia, fundamentalmente, de la disminución de la tasa de inflación de los servicios relacionados con las vacaciones (como restaurantes, alojamiento y transporte aéreo). La debilidad de la demanda y el retraso en la transmisión de las anteriores caídas de los precios de las materias primas contribuyeron al descenso registrado por estas partidas del componente de servicios del IAPC.

Gráfico 20 Desagregación del IAPC por principales componentes

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

Como reflejo de la evolución compensatoria de la inflación en los precios de los bienes industriales no energéticos y de los servicios, la inflación medida por el IAPC, excluidos los alimentos y la energía, permaneció estable en el 1,3% en agosto. La evolución reciente de los precios de los bienes industriales no energéticos y de los servicios se analiza con más detalle en el recuadro 3.

Recuadro 3

TENDENCIAS RECIENTES DEL IAPC EXCLUIDOS LOS ALIMENTOS Y LA ENERGÍA

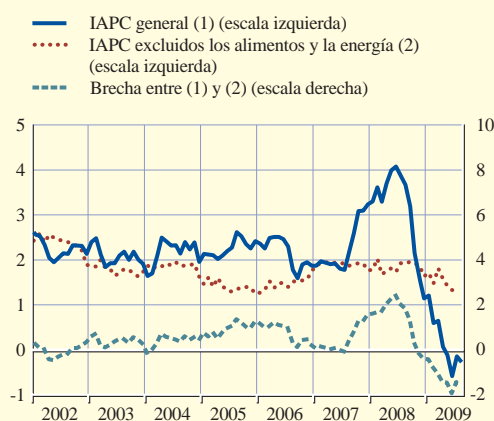
La volatilidad de la inflación medida por el IAPC general observada en el pasado reciente ha estado determinada, en su mayor parte, por las contribuciones de los componentes de alimentos (elaborados y no elaborados) y de energía, fuertemente sometidos a la influencia de factores externos. Por el contrario, el IAPC excluidos los alimentos y la energía, cuya ponderación representa cerca del 70% del total del índice, ha mostrado una volatilidad mucho más reducida. Ello es reflejo de la evolución moderada de los precios de los dos componentes, los bienes industriales no energéticos y los servicios, que dependen en mayor medida de factores relacionados con las variables fundamentales de la economía. En las circunstancias actuales, para analizar los factores determinantes de la inflación es especialmente útil observar la evolución de los componentes menos volátiles del IAPC.

La brecha negativa entre las tasas de variación interanual del IAPC general y del IAPC excluidos los alimentos y la energía se ha ido ampliando gradualmente desde principios del 2009, hasta llegar casi a -2 puntos porcentuales en julio del 2009 (véase gráfico A). Esta brecha negativa de una amplitud sin precedentes puede atribuirse a los aumentos inusualmente elevados de los precios de los componentes de alimentos y energía del IAPC observados desde mediados del 2007¹. Mientras que la inflación medida por el IAPC general fue negativa en el verano del 2009 y se espera que vuelva a ser positiva en los próximos meses, la tasa de variación interanual del IAPC excluidos los alimentos y la energía ha seguido una trayectoria descendente desde mediados del 2008 y no muestra señales de invertir esta tendencia en el corto plazo.

La evolución de los precios de los dos componentes menos volátiles del IAPC, los bienes industriales no energéticos y los servicios, está determinada, en buena parte, por los mismos factores. Aunque los factores externos tienen cierta influencia, los factores internos, como los salarios y los márgenes, desempeñan un papel fundamental en la determinación de la evolución de los precios de consumo de los componentes distintos de los alimentos y de la energía. La evolución de los salarios depende normalmente de la situación del mercado de trabajo, de la productividad y de la inflación pasada y esperada, mientras que la demanda interna y la competencia influyen de forma decisiva en la determinación de los márgenes.

Gráfico A IAPC general e IAPC excluidos los alimentos y la energía

(tasas de variación interanual)



Fuente: Eurostat.

1 Para más información, véase el recuadro titulado «Evolución reciente de determinadas medidas de la inflación subyacente en la zona del euro», en el Boletín Mensual de junio del 2009.

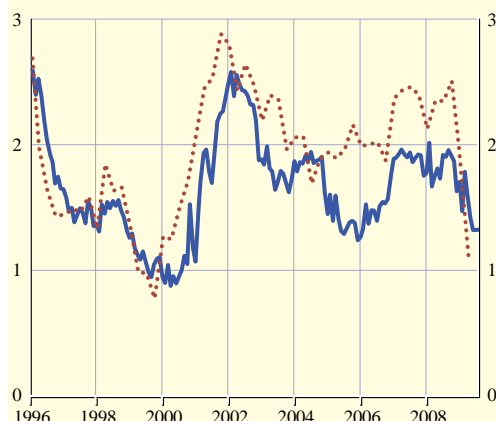
Entre los factores externos, la transmisión de las variaciones de los precios de los bienes intermedios importados a lo largo de la cadena interna de producción influye en la evolución de los precios del IAPC excluidos los alimentos y la energía, que también se ven afectados por los precios de los bienes y servicios importados directamente para consumo final. A este respecto, la contención general de los precios de las materias primas, la disminución de la inflación a escala mundial y la reciente apreciación del euro han reducido las presiones externas sobre los precios, ejerciendo un efecto moderador sobre los precios de consumo de los componentes distintos de los alimentos y de la energía. Sin embargo, más allá del impacto de los factores externos, la moderación de la inflación medida por el IAPC excluidos los alimentos y la energía observada desde mediados del 2008, ha sido consecuencia, principalmente, de la reducción de las presiones sobre la demanda interna, como muestra su estrecha relación con la evolución de la tasa de crecimiento interanual del deflactor del PIB, que es un indicador resumen de la evolución de los costes laborales unitarios y de los beneficios por unidad de producto (véase gráfico B).

La tasa de crecimiento interanual del deflactor del PIB alcanzó su nivel máximo, el 2,5%, en el último trimestre del 2008, y disminuyó de forma significativa, hasta el 1,1%, en el segundo trimestre del 2009. Este descenso se debió, en su mayor parte, a la fuerte reducción de la contribución del crecimiento de los beneficios por unidad de producto, que se tornó negativa en el primer trimestre del 2009 (véase gráfico C), reflejo de la pronunciada caída de la demanda interna. Por el contrario, en el mismo período la contribución del crecimiento de los costes laborales unitarios fue particularmente elevada, debido, en parte, a la entrada en vigor de varios convenios colectivos antes del deterioro de la situación económica que se produjo en el 2008. Además, esta evolución fue reflejo de un notable descenso de la productividad, dado que el empleo respondió con retraso a la caída del PIB. Con todo, el crecimiento de los costes laborales unitarios comenzó a disminuir en el segundo trimestre del 2009, como consecuencia de un menor descenso del crecimiento de la productividad y de una reducción del crecimiento de la remuneración por asalariado.

Gráfico B Deflactor del PIB e IAPC excluidos los alimentos y la energía

(tasas de variación interanual)

- IAPC excluidos los alimentos y la energía (datos mensuales)
- Deflactor del PIB (datos trimestrales)

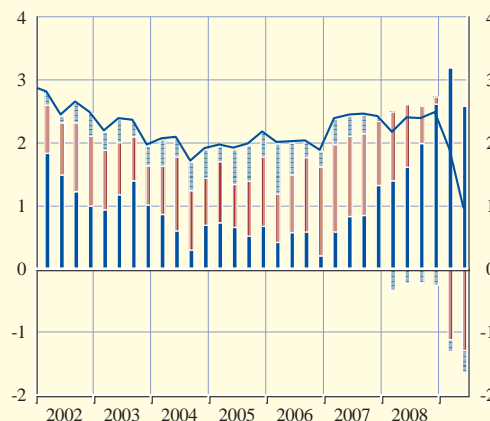


Fuente: Eurostat.

Gráfico C Descomposición del deflactor del PIB

(tasas de variación interanual; puntos porcentuales)

- Costes laborales unitarios
- Beneficios por unidad de producto
- Impuestos por unidad de producto
- Deflactor del PIB



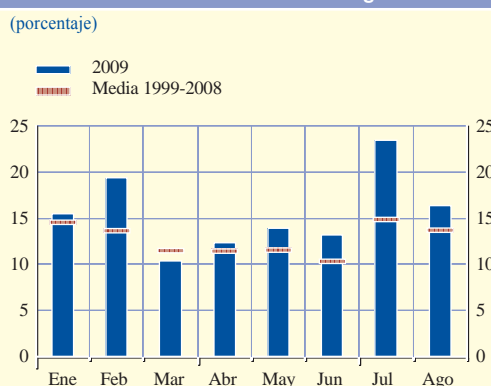
Fuente: Eurostat.

La evolución reciente de los márgenes refleja el deterioro del entorno económico, caracterizado por una considerable atonía y una débil demanda de consumo. En efecto, las presiones a la baja sobre la demanda influyen de forma significativa en la decisión de rebajar los precios². Ello concuerda con el hecho de que los recortes, en tasa interanual, de los precios de los componentes del IAPC excluidos los alimentos y la energía a lo largo de casi todo el año 2009 representan un porcentaje relativamente alto, en comparación con el porcentaje medio de descensos de los precios observado en los diez últimos años (véase gráfico D). Ello significa que los precios de distintos componentes del IAPC (por ejemplo, los automóviles y el transporte aéreo de pasajeros) han registrado tasas de variación interanual negativas durante varios meses consecutivos, lo que raramente había ocurrido en el pasado.

El actual descenso de los precios de los automóviles, registrado en el IAPC, se explica principalmente por la débil demanda interna y la fuerte competencia. En el caso de los precios del transporte aéreo, se observa la influencia combinada de factores internos y externos. La tasa de variación interanual de los precios del transporte aéreo de pasajeros ha disminuido de forma acusada desde mediados del 2008, tornándose negativa en marzo del 2009. En el segundo semestre del 2008, esta reducción se debió, fundamentalmente, al descenso de los precios del petróleo, que parece haberse transmitido a los precios de consumo con cierto retraso. Sin embargo, más recientemente la debilidad de la demanda puede haber desempeñado un papel importante, afectando, en particular, a los precios de los servicios relacionados con las vacaciones, en un entorno muy competitivo.

De cara al futuro, la evolución esperada de los determinantes de la inflación medida por el IAPC excluidos los alimentos y la energía sugeriría que esta medida seguirá mostrando una trayectoria ligeramente descendente, cuya magnitud y duración dependerán, fundamentalmente, del momento y de la fortaleza de la recuperación. En efecto, en las circunstancias actuales los factores internos deberían seguir ejerciendo presiones a la baja sobre la inflación. En particular, ante el deterioro de los mercados de trabajo la moderada evolución de los salarios debería atemperar las presiones sobre los costes. A la luz del esperado aumento de la inflación medida por el IAPC general, originado por fuertes efectos de base, la brecha entre la inflación medida por el IAPC general y la inflación medida por el IAPC excluidos los alimentos y la energía se cerrará probablemente en un próximo futuro.

Gráfico D Porcentaje del IAPC excluidos los componentes de alimentos y energía con tasas de variación interanual negativas



Fuente: Eurostat.
Nota: Los porcentajes se calculan en base a la ponderación del gasto de los componentes del IAPC excluidos los alimentos y la energía.

² 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

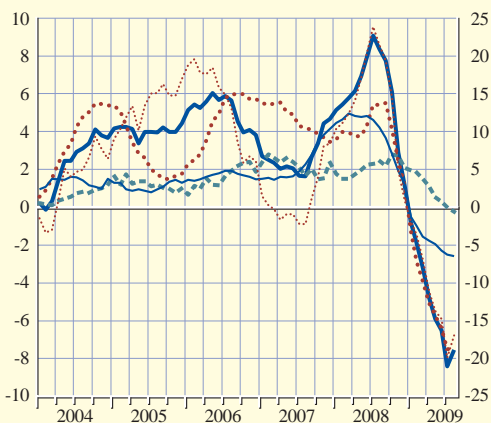
Las presiones sobre los precios a lo largo de la cadena de suministro se mantienen en una senda muy moderada. Sin embargo, la tasa de variación interanual de los precios industriales, excluida la construcción, se elevó hasta el -7,5% en agosto, desde el -8,4% de julio. Esta evolución estuvo determinada, en gran medida, por el componente de energía, como resultado de efectos de base positivos y del aumento de los precios energéticos observado en agosto. En consecuencia, la tasa de variación interanual del componente energético se elevó hasta el -16,9% en agosto, desde el -19,9% de julio. Si se excluyen la energía y la construcción, la inflación interanual en los precios industriales disminuyó ligeramente en agosto, hasta el -4,2%, frente al -4,1% del mes anterior, aunque los subcomponentes registraron una evolución dispar. La tasa de variación interanual de los precios de los bienes intermedios aumentó levemente en agosto, hasta el -7,4%, desde el -7,5% de julio, debido al incremento de los precios de las materias primas industriales. En cambio, en las últimas fases de la cadena de producción, las tasas de variación interanual de los precios de los bienes de equipo y de los bienes de consumo volvieron a descender en agosto, hasta el -0,2% y el -2,6%, respectivamente (véase gráfico 21).

La información relativa a los últimos meses procedente de las encuestas sobre fijación de precios por parte de las empresas indica también una moderación de las presiones a la baja sobre los precios (véase gráfico 22). 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 aumentaron en septiembre, señalando una reducción de las presiones a la baja sobre los precios. Por el contrario, en el sector servicios los índices bajaron ligeramente, en comparación con el mes anterior, posiblemente como reflejo de una mayor competencia. Los índices de ambos sectores evidencian presiones a la baja sobre los precios en relación con el mes precedente, ya que se mantienen por debajo de 50.

Gráfico 21 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)

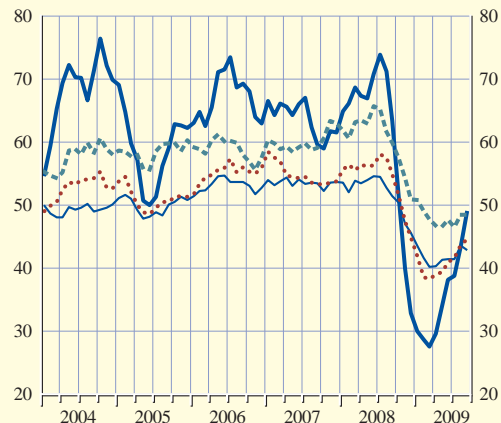


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

(índices de difusión; datos mensuales)

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



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

3.3 INDICADORES DE COSTES LABORALES

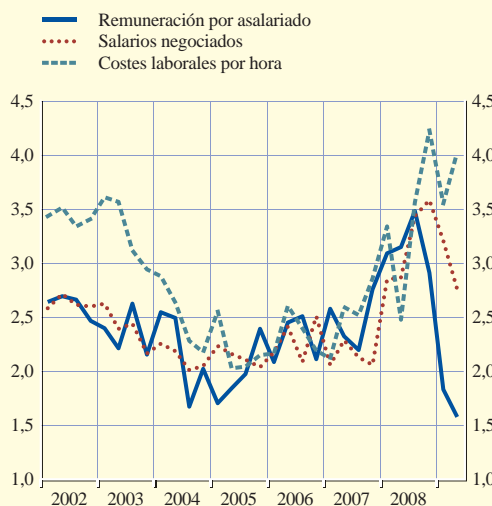
El crecimiento de los costes laborales, que había alcanzado valores máximos a finales del 2008, siguió registrando una desaceleración en el segundo trimestre del 2009, como resultado de un menor crecimiento de los salarios y de la disminución de las horas trabajadas. La evolución de estas dos variables ha originado algunas diferencias en el comportamiento de las tasas de crecimiento interanual de los salarios negociados, de la remuneración por asalariado y de los costes laborales por hora (véanse gráfico 23 y cuadro 5).

La tasa de crecimiento interanual de los salarios negociados de la zona del euro descendió desde el 3,2% del primer trimestre del 2009 hasta el 2,8% del segundo trimestre. Esta caída fue probablemente reflejo de la menor capacidad de negociación de los trabajadores, como consecuencia de la fuerte contracción de la actividad económica, del aumento del desempleo y del acusado descenso de la inflación. Dado que los salarios negociados reflejan las subidas salariales pactadas en los convenios colectivos, este indicador tiende a responder a cambios en la situación económica con cierto retraso. En efecto, la tasa de crecimiento interanual de los salarios negociados fue más elevada en el segundo trimestre que en cualquier otro trimestre del período 1997-2007. La información disponible señala que la tasa de crecimiento interanual de los salarios negociados puede haber experimentado una nueva desaceleración al inicio del tercer trimestre del 2009.

La tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado volvió a descender, hasta el 1,6%, en el segundo trimestre del 2009, desde el 1,8% del primer trimestre. Esta desaceleración se observó de forma generalizada en toda la zona del euro y fue resultado del menor crecimiento de los salarios, de la reducción de las horas de trabajo y de recortes en los componentes flexibles de las remuneraciones. La tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado de la zona del euro alcanzó el 1,6% en el segundo trimestre del año, situándose en su nivel más bajo desde el inicio de la unión monetaria y casi 1 punto

Gráfico 23 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

Cuadro 5 Indicadores de costes laborales

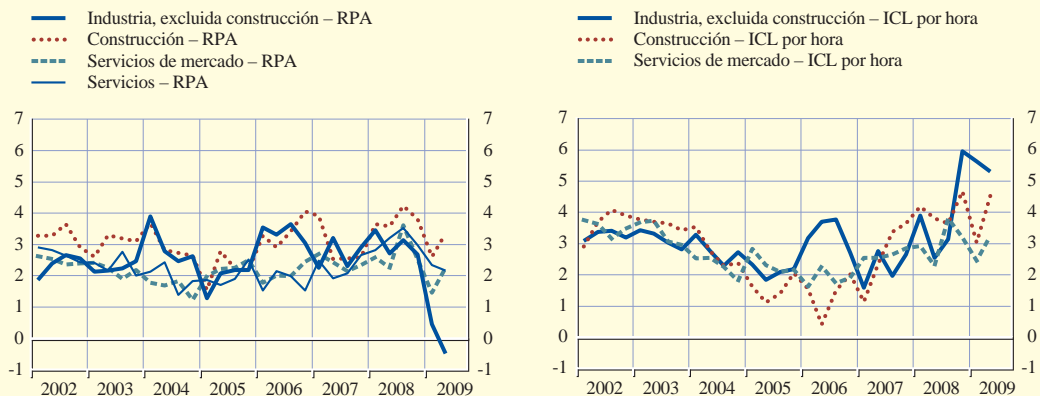
(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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

Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

Gráfico 24 Evolución de los costes laborales por sectores

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

porcentual por debajo de su media desde 1999. La desagregación por sectores indica que la desaceleración del crecimiento de la remuneración por asalariado observada en el segundo trimestre estuvo determinada, en gran medida, por la industria, excluida la construcción, y los servicios no de mercado. En la industria, la tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado se tornó negativa, mientras que aumentó en los servicios de mercado, tras alcanzar un mínimo histórico en el primer trimestre (véase gráfico 24).

La tasa de crecimiento interanual de los costes laborales por hora de la zona del euro se mantuvo en un nivel elevado, el 4%, en el segundo trimestre del 2009, lo que supuso un ligero repunte con respecto a las tasa más reducida registrada en el primer trimestre del año. La persistencia de un fuerte crecimiento de los costes laborales por hora parece ser todavía consecuencia del impacto de las medidas adoptadas para reducir el número de horas trabajadas por asalariado en distintas economías de la zona del euro, ya que el menor número de horas trabajadas va acompañado con frecuencia de un recorte menos que proporcional de la remuneración¹. Debido a que el sector industrial es el que se ve más afectado por estas medidas de ajuste, en el segundo trimestre del 2009 la tasa de crecimiento interanual de los costes laborales por hora aumentó más en este sector, concretamente en un 5,3%, frente a un 4,5% en la construcción y un 3,2% en el sector servicios. Además, el hecho de que la Semana Santa cayera en el segundo trimestre en el 2009 (frente al primer trimestre en el 2008) supuso también una reducción de las horas trabajadas en términos interanuales, lo que elevó los costes laborales por hora en el segundo trimestre del 2009.

En el segundo trimestre del 2009, la tasa de crecimiento interanual de la productividad por asalariado experimentó un menor descenso, un 3,1%, que en el primer trimestre, en el que había caído un 3,7%. Esta menor caída de la productividad, unida a la desaceleración de la tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado, contribuyó a reducir ligeramente la tasa de crecimiento interanual de los costes laborales unitarios, que bajó al 4,8% en el segundo trimestre del 2009, desde el 5,8% del primer trimestre. No obstante, considerando que la tasa media de crecimiento interanual de los costes laborales unitarios desde el inicio de la unión monetaria es del 1,8%, su nivel actual sigue siendo muy alto.

¹ Véase también 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.

3.4 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

A corto plazo, las perspectivas de inflación interanual medida por el IAPC seguirán estando principalmente determinadas por los efectos de base derivados de la evolución de los precios de la energía en el 2008. Debido también a efectos de base, se espera 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. Por otro lado, cabe esperar que los precios y costes continúen registrando una evolución moderada, como resultado de la actual atonía de la demanda en la zona del euro y en otros países.

Los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios están, en general, equilibrados. Estos riesgos están relacionados, en particular, con las perspectivas de actividad económica y con la evolución de los precios de las materias primas. Además, los impuestos indirectos y los precios administrados podrían registrar aumentos superiores a los esperados actualmente, debido a la necesidad de sanear las finanzas públicas en los próximos años.

4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

Después de las tasas de crecimiento tan negativas observadas en torno a final de año, la actividad económica de la zona del euro sólo se deterioró ligeramente en el segundo trimestre del 2009. Los indicadores de opinión disponibles continuaron apuntando a una estabilización sostenida de la actividad económica. En concreto, la zona del euro debería beneficiarse de la recuperación de las exportaciones, de las importantes medidas de estímulo macroeconómico que se están aplicando y de otras medidas adoptadas para restablecer el funcionamiento del sistema financiero. Además, se espera que el ciclo de existencias contribuya positivamente al crecimiento del PIB en el segundo semestre del 2009, tras las aportaciones tan negativas efectuadas en el primer semestre del año. En general, se prevé que la recuperación siga siendo bastante desigual. En el corto plazo, la recuperación se basará en distintos factores transitorios, pero es probable que, en el medio plazo, se vea afectada por el proceso de corrección de los balances que se está llevando a cabo en los sectores financieros y no financieros de la economía, tanto dentro como fuera de la zona del euro. Los riesgos para estas perspectivas siguen estando prácticamente equilibrados. Sin embargo, la incertidumbre sigue siendo elevada y la persistente volatilidad de los datos exige que la información disponible se interprete con cautela.

4.1 PIB REAL Y COMPONENTES DE LA DEMANDA

El ritmo de descenso de la actividad en la zona del euro se desaceleró de forma acusada en el segundo trimestre del 2009. Según la segunda estimación de Eurostat, publicada el 7 de octubre, el PIB real de la zona del euro se contrajo un 0,2%, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre del 2009, tras un descenso del 2,5% en el primer trimestre del año (véase gráfico 25).

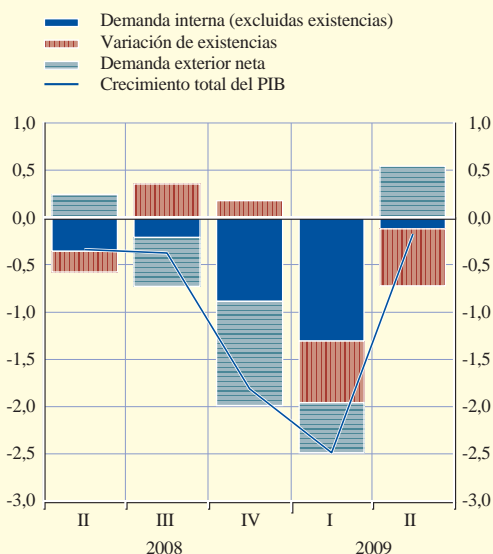
La segunda estimación de Eurostat confirmó que la caída observada en el PIB real durante el segundo trimestre fue consecuencia de la importante contribución negativa de las existencias y de una aportación ligeramente negativa de la demanda interna, que se vieron compensadas en gran medida por una contribución positiva de la demanda exterior neta. La estimación para el segundo trimestre señala la primera mejora en el crecimiento intertrimestral del PIB de la zona del euro desde el inicio del 2008 y corrobora la opinión de que la actividad económica en la zona tendió a estabilizarse en la primavera, tras los descensos observados en los tres trimestres anteriores.

El crecimiento del consumo privado volvió a situarse en territorio positivo en el segundo trimestre del 2009, tras haber registrado una acusada contracción en los dos trimestres anteriores. Según la segunda estimación de Eurostat, el consumo privado creció un 0,1%, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre.

Los indicadores de opinión del consumo privado continuaron señalando una mejora del sentimiento de los consumidores. De hecho, la confianza de los consumidores de la zona del euro siguió aumentando en septiembre por sexto consecuti-

Gráfico 25 Crecimiento del PIB real y contribuciones

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



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

vo (véase gráfico 26). Con todo, la confianza se mantuvo en un nivel inferior a su media de largo plazo en el tercer trimestre.

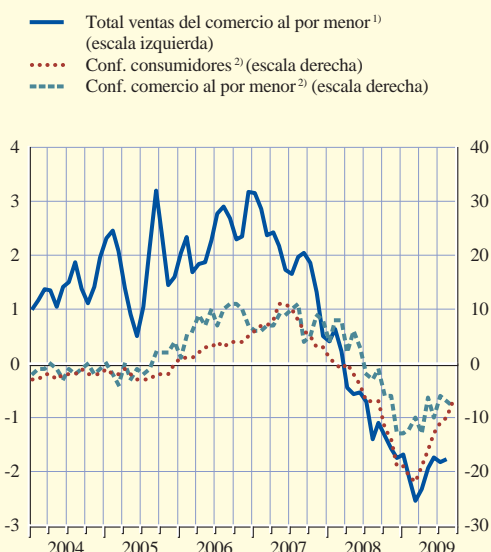
En cuanto a los datos cuantitativos relativos al gasto de los hogares, la reciente dinámica del comercio al por menor apunta a que la tendencia descendente observada desde mediados del 2008 ha tocado fondo. Las ventas al por menor (incluidas las ventas de los combustibles) se contrajeron un 0,2%, en tasa intermensual, en agosto, tras una reducción de la misma magnitud en el mes anterior.

La introducción de ayudas públicas para incentivar a los consumidores a sustituir los coches viejos por otros nuevos constituyó un apoyo relativamente considerable al gasto de los hogares en el segundo trimestre del 2009. Los datos mensuales relativos a julio y agosto sugieren que las ayudas han seguido respaldando la demanda. En este contexto, en el recuadro 4 se analiza el efecto que las ayudas a la adquisición de automóviles tienen en la actividad general.

En general, si bien la evolución reciente de las encuestas de opinión de los consumidores apunta a una mejora de la confianza, los últimos datos sobre el co-

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

(datos mensuales)



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

Recuadro 4

LOS EFECTOS DE LOS PLANES DE SUSTITUCIÓN DE AUTOMÓVILES EN LOS PAÍSES DE LA ZONA DEL EURO

En los últimos meses, las políticas fiscales han centrado su atención en medidas a corto plazo para contener el impacto de las turbulencias en los mercados financieros sobre la economía real. En muchos países de la zona del euro se han puesto en marcha planes específicos de sustitución de automóviles, con el fin de apoyar la producción en el sector de la automoción. En este recuadro se presenta una visión general de las medidas adoptadas en distintos países de la zona, y se analizan sus posibles efectos económicos.

El sector del automóvil, que se caracteriza por fuertes vínculos con otros sectores importantes a lo largo de la cadena de valor, representa una parte considerable de la economía de la zona del euro. Desde comienzos del 2008 ha registrado una caída de la demanda, sobre todo de vehículos comerciales, siendo uno de los sectores más afectados por las turbulencias financieras y por la grave recesión económica. Hasta el momento, once países pertenecientes a la zona del euro han puesto en marcha —o están a punto de hacerlo— planes de ayuda al automóvil a fin de mitigar el impacto de la recesión¹.

1 Para más información, véase la Asociación Europea de Fabricantes de Automóviles (ACEA, en sus siglas en inglés), «Overview of vehicle scrapping schemes in the EU», 26 de agosto de 2009, http://www.acea.be/images/uploads/files/20090826_Fleet_renewal_schemes.pdf.

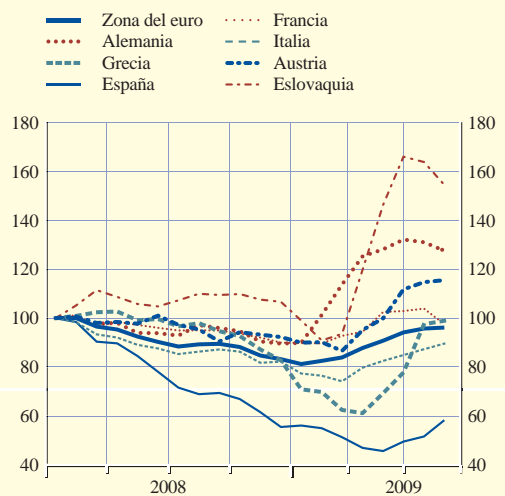
El primero de estos planes se inició en diciembre del 2008, y se prevé que la mayoría de ellos estén en vigor hasta finales del 2009, o, en algunos casos, hasta septiembre del 2010. La ayuda financiera a los consumidores suele estar condicionada a la sustitución de los vehículos antiguos y/o a la compra de otros nuevos o seminuevos que, por lo general, son menos nocivos para el medio ambiente. Se estima que el coste presupuestario de estos planes no llegará al 0,1% del PIB en el conjunto de la zona del euro en el período 2009-2010.

Parece que las medidas han tenido éxito en la medida en que han sostenido la demanda a corto plazo de automóviles nuevos. Como se observa en el gráfico A, las matriculaciones de vehículos en la zona del euro han aumentado considerablemente en el transcurso del 2009, recuperándose del descenso experimentado en el 2008. Las matriculaciones se incrementaron en mayor medida en Alemania, Austria y Eslovaquia durante los ocho primeros meses del 2009, como consecuencia de los incentivos relativamente importantes ofrecidos en esos países. No obstante, el efecto al alza que han tenido estas medidas de estímulo fiscal sobre la demanda de automóviles nuevos no ha sido lo suficientemente importante como para compensar la reducción de la demanda total de vehículos en la zona del euro, derivada en particular de la caída de la demanda exterior de automóviles nuevos. La producción de los fabricantes de vehículos de motor, remolques y semirremolques siguió descendiendo de forma acusada durante el primer semestre del 2009, y en la zona del euro cayó un 31,1%, en tasa interanual, en el segundo trimestre del 2009. En este contexto, cabe destacar que parte del estímulo fiscal no ha sido efectivo en la medida que algunos hogares habrían tenido que reemplazar sus coches viejos incluso sin las ayudas y, por lo tanto, han obtenido unas ganancias imprevistas.

A nivel macroeconómico, existe evidencia de que, en el primer semestre del 2009, el aumento de las matriculaciones de automóviles tuvo un efecto al alza sobre el consumo privado en la zona del euro en su conjunto. Este efecto ha sido más pronunciado en una serie de países que pusieron en marcha tales planes en una etapa relativamente temprana, en particular, Alemania, Francia, Italia y Austria. Se espera que se produzca un cierto impacto al alza en el segundo semestre del año en los países que han puesto en práctica o han actualizado estos planes más recientemente, como Grecia, España y los Países Bajos. Dada la elevada cuota de importación de la demanda de vehículos y del hecho de que los planes de sustitución de automóviles hayan sido diseñados para evitar la discriminación de los fabricantes extranjeros de vehículos, también es de prever que el aumento de las matriculaciones en los distintos países provoque una subida de las importaciones de coches de otros países. Se ha informado de la existencia de estas externalidades en Alemania, donde las importaciones de automóviles repuntaron un 11,5% entre enero y mayo del 2009, como consecuencia, en particular, de las importaciones de coches relativamente pequeños y menos caros de Francia, Italia, Eslovaquia y Rumania². En su con-

Gráfico A Matriculaciones de automóviles en algunos países de la zona del euro

(índices de medias móviles de tres meses; enero de 2008 = 100; datos desestacionalizados y ajustados por días laborables)



Fuentes: ACEA y cálculos del BCE.
Nota: Los últimos datos se refieren a agosto del 2009.

2 Véase Destatis, «Erste Bilanz nach Einführung der Umweltprämie», Pressemitteilung n.º 302, 17 de agosto de 2009.

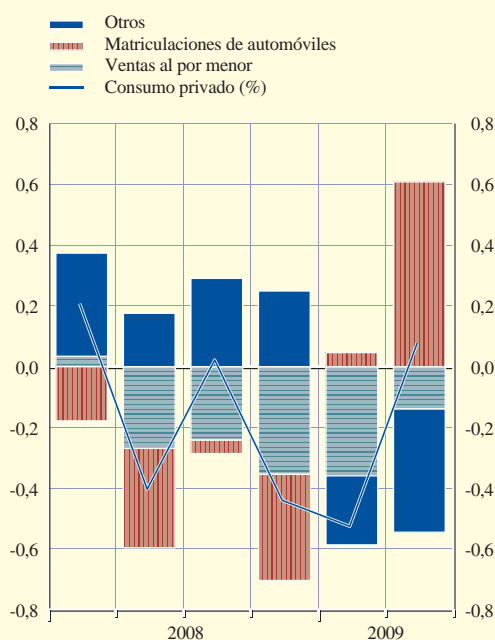
junto, es probable que el impacto a corto plazo sobre el crecimiento del PIB real de la zona del euro en el primer semestre del 2009 haya sido positivo, aunque relativamente reducido.

Efectivamente, los planes de sustitución de automóviles también han tenido algunos efectos adversos —inmediatos y futuros— sobre la actividad, que se han de tener en cuenta al evaluar las repercusiones generales de estas medidas. En primer lugar, la demanda de otros bienes duraderos (como mobiliario, pero también reparación de automóviles) está moderándose, debido tanto al efecto directo de las adquisiciones de automóviles sobre los presupuestos de las familias como al impacto distorsionante sobre los precios relativos. En la medida en que la compra de vehículos nuevos ha desplazado la de otros bienes duraderos, el efecto de estas medidas sobre el consumo privado y la actividad económica general es menor que el impacto directo sobre las ventas de automóviles nuevos. La importancia de este efecto desplazamiento puede observarse en el gráfico B, que muestra el crecimiento trimestral del consumo privado real y la contribución de las ventas al por menor (excepto las ventas de vehículos de motor y motocicletas), las ventas de automóviles (calculadas a partir de las matriculaciones), y otros gastos. En el primer semestre 2009, parece que la contribución positiva de las ventas de automóviles se vio compensada en gran medida por la correspondiente contribución negativa de otras compras³.

En segundo lugar, cabe esperar un impacto negativo sobre la demanda de vehículos nuevos una vez que estas medidas hayan desaparecido. Los planes de sustitución de automóviles reducen el precio actual de los vehículos con respecto a la compra futura y, por lo tanto, provocan un adelanto en la adquisición de turismos. Cuanto más se adelanten las compras de vehículos al 2009 como consecuencia de estas medidas, mayor será la corrección. En encuestas realizadas en Alemania, en torno a la mitad de los encuestados informaron de que habían adelantado las compras de automóviles al 2009 debido a las ayudas. En tal caso, se podría esperar un debilitamiento sustancial de la demanda de turismos a comienzos del 2010⁴. En la medida en que las ayudas a la sustitución de automóviles han hecho caer la edad media del parque de vehículos, prevalecerá en el medio plazo un efecto adverso sobre la demanda de coches nuevos. Además, si los hogares redujeran sus ahorros o aumentaran su endeudamiento para financiar la adquisición de vehículos nuevos, cabría esperar un impacto negativo sobre el crecimiento futuro del consumo privado general, en tanto que los hogares necesiten reducir nuevamente su endeudamiento e incrementar sus ahorros.

Gráfico B Consumo privado en la zona del euro y principales componentes

(tasa de crecimiento intertrimestral y contribuciones trimestrales en puntos porcentuales; datos desestacionalizados y ajustados por días laborables)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

3 Una importante salvedad aplicable a dichos cálculos es que los planes de sustitución de automóviles parecen haber cambiado la estructura de las ventas de vehículos hacia los coches más pequeños y baratos.

4 Véase Rheinisch-Westfälisches Institut für Wirtschaftsforschung, «Die Konjunktur im Inland», Konjunkturbericht 2009-2, septiembre del 2009, pp. 51-53.

Por último, desde una perspectiva de política económica más general, conviene tener en cuenta que las medidas fiscales que benefician a un sector específico causan distorsiones en los precios relativos que podrían impedir los ajustes estructurales necesarios, provocar un aumento de las presiones procedentes de los grupos de presión para introducir ayudas adicionales y distorsionar la igualdad de condiciones en la competencia internacional. Además, la retirada temprana de automóviles que aún siguen funcionando como consecuencia de los incentivos fiscales a los hogares reduce el bienestar económico de una economía.

En resumen, los planes de sustitución de vehículos en los países de la zona del euro parece que han proporcionado un apoyo significativo a la producción de automóviles en el primer semestre 2009 y se espera que lo continúen haciendo en el segundo semestre del año (aunque el efecto más importante sobre las tasas de crecimiento intertrimestrales podría haberse registrado en el segundo trimestre). No obstante, es probable que el impacto al alza sobre la actividad general en la zona del euro en el 2009 pueda pasar a ser negativo en el 2010. En general, dados sus efectos distorsionantes, estas medidas deberían llevarse a la práctica con cautela, pues podrían dificultar la eficiencia del funcionamiento de una economía de mercado libre y retrasar los ajustes estructurales necesarios, perjudicando con ello las perspectivas de la renta y del empleo en el largo plazo.

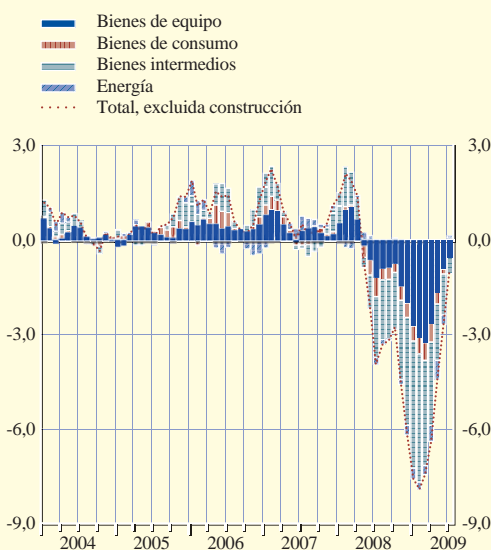
mercado minorista y las ventas de automóviles son coherentes con la valoración de que el gasto de los hogares fue relativamente débil en la última parte del 2009.

En línea con el patrón observado en períodos anteriores de recesión económica, la formación bruta de capital fijo ha sido uno de los principales factores determinantes de la actual desaceleración de la actividad económica. En el segundo trimestre del 2009, la formación bruta de capital fijo disminuyó un 1,5%, en tasa intertrimestral. Esta disminución fue, sin embargo, mucho menos pronunciada que las observadas en el cuarto trimestre del 2008 y en el primer trimestre del 2009, en los que la inversión cayó un 3,5% y un 5,4%, respectivamente. La segunda estimación de Eurostat confirmó que la inversión excluida la construcción (principalmente, activos destinados a su utilización en la producción de bienes y servicios) representaba la mayor parte del retroceso de la inversión agregada, mientras que el descenso de la inversión en construcción fue menos acusado.

Se estima que el crecimiento de la inversión se mantendrá en tasas negativas en el segundo semestre del 2009. Al permanecer estancada la demanda final, se considera que la evolución de la actividad desempeñará un papel neutral en las decisiones de inversión. Al mismo tiempo, se prevé que al seguir descendiendo los beneficios, las necesidades de financiación externa ejercerán, probablemente, una presión a la baja sobre la inversión. Como aspecto positivo cabe destacar que se espera que el descenso del coste de financiación real en los últimos trimestres respalde de forma creciente a la inversión.

Gráfico 27 Crecimiento de la producción industrial y contribuciones

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



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

4.2 PRODUCTO, OFERTA Y MERCADO DE TRABAJO

La segunda estimación de Eurostat del valor añadido real en el segundo trimestre del 2009 mostró una nueva contracción en la industria, mientras que la tasa de crecimiento intertrimestral de la rama de servicios retornó a territorio positivo, tras haber descendido durante dos trimestres consecutivos.

Los indicadores mensuales sugieren que la actividad se estabilizó ligeramente en el tercer trimestre del 2009, mientras que la producción industrial de la zona del euro (excluida la construcción) cayó un 0,3%, en tasa intermensual, en julio. Cuando se calcula la media de la volatilidad mensual, se observa que la producción se ha estabilizado en los últimos meses. Es importante señalar que los indicadores de coyuntura —por ejemplo, las tasas de variación intermensual de series ajustadas de estacionalidad, como las de producción industrial— deberían interpretarse en la actualidad con mucho más cautela que en una situación económica más calmada.

Las encuestas de opinión también apuntan a una mejora sostenida de la actividad industrial, aunque partiendo de niveles bajos (véase gráfico 28). El índice de directores de compras de las manufacturas siguió mejorando en septiembre, y alcanzó un nivel cercano a 50 (un valor superior a 50 indica un aumento de la producción y un valor inferior, un descenso). El incremento observado en septiembre refleja la mejora registrada en todos los componentes, a excepción del empleo, que se mantuvo sin cambios en niveles reducidos. Otras encuestas de opinión, como la de la Comisión Europea, confirman, en general, los datos de la encuesta a los directores de compras.

MERCADO DE TRABAJO

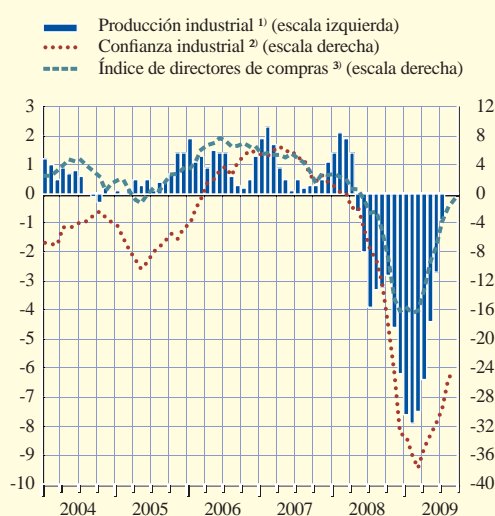
La situación de los mercados de trabajo de la zona del euro ha seguido deteriorándose en los últimos meses. La segunda estimación de Eurostat confirma que el empleo en la zona descendió un 0,5%, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre del 2009, por cuarto trimestre consecutivo (véase cuadro 6). La contracción observada en el empleo durante el segundo trimestre tuvo su origen, principalmente, en la industria, mientras que el empleo en el sector servicios se mantuvo prácticamente sin cambios.

Las encuestas de opinión apuntan a un nuevo deterioro del empleo en el tercer trimestre del 2009 (véase gráfico 29). En septiembre, las intenciones de creación de empleo recogidas en la encuesta a los directores de compras se mantuvieron en niveles muy reducidos tanto en lo que se refiere a la industria como a los servicios. Las últimas encuestas de la Comisión Europea sobre las expectativas de creación de empleo sugieren que las perspectivas para el empleo son moderadas.

Como consecuencia de la contracción de la actividad económica y de la relativa capacidad de resis-

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

(datos mensuales desestacionalizados)



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

Nota: Todas las series se refieren a las manufacturas.

1) Tasas de variación intertrimestral.

2) Saldos netos.

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

Cuadro 6 Crecimiento del empleo

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

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

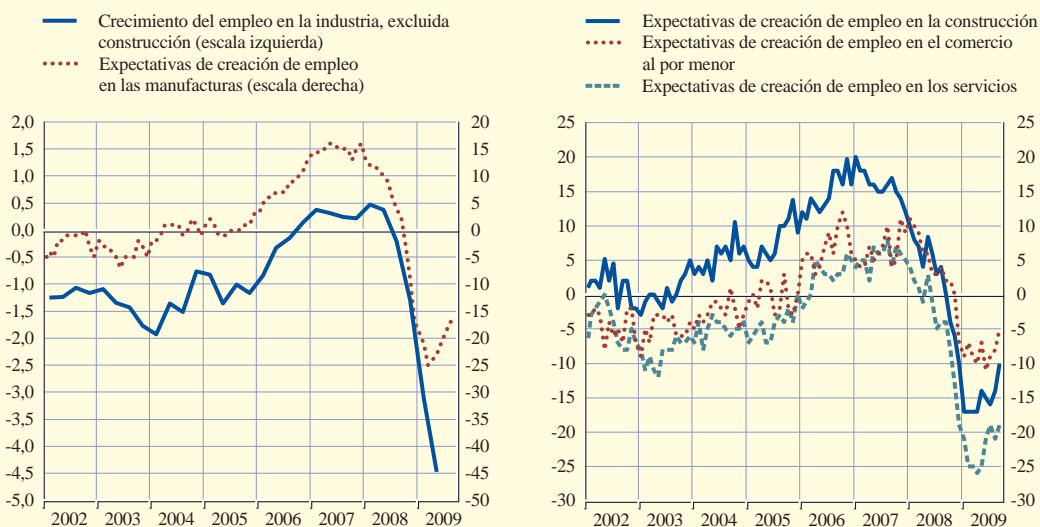
Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Incluye también educación, salud y otros servicios.

tencia del crecimiento del empleo en los doce últimos meses, la productividad del trabajo (en términos de producto por empleado) siguió disminuyendo en el segundo trimestre del 2009, y cayó un 3,1%, en tasa interanual (véase gráfico 30). La mayor parte del descenso de la productividad del trabajo se debió al sector industrial, mientras que, en los servicios, la reducción fue relativamente moderada. La dinámica a corto plazo sugiere que la productividad del trabajo en la zona del euro mejoró en el segundo trimestre, debido, principalmente, a la estabilización de la economía. De cara al futuro, se espera que la productividad se recupere gradualmente en la última parte del 2009, impulsada por la conjunción de una nueva contracción del empleo y de un fortalecimiento paulatino de la actividad económica.

Gráfico 29 Crecimiento del empleo y expectativas de creación de empleo

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



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

Nota: Los saldos netos están ajustados a la media.

La tasa de desempleo en la zona del euro alcanzó el 9,6% en agosto (véase gráfico 31), un incremento de 0,1 puntos porcentuales con respecto al mes anterior. El paro en la zona se sitúa actualmente en su nivel más elevado desde comienzos de 1999. Para un análisis más detallado de la relación existente en la zona del euro entre las variaciones observadas en el producto y en el desempleo desde el inicio de la Unión Económica y Monetaria, véase el recuadro 5.

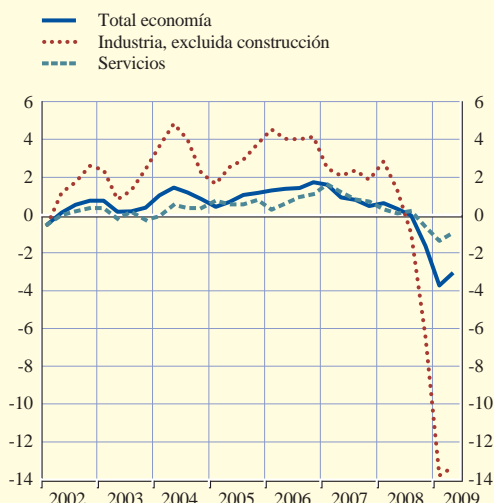
4.3 PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

Después de las tasas de crecimiento tan negativas observadas en torno a final de año, según la segunda estimación de Eurostat, la actividad económica de la zona del euro sólo se deterioró ligeramente en el segundo trimestre del 2009, contrayéndose un 0,2% con respecto al trimestre anterior. Los indicadores de opinión disponibles continuaron apuntando a una estabilización sostenida de la actividad económica. En concreto, la zona del euro debería beneficiarse de la recuperación de las exportaciones, de las importantes medidas de estímulo macroeconómico que se están aplicando y de otras medidas adoptadas para restablecer el funcionamiento del sistema financiero. Además, se espera que el ciclo de existencias contribuya positivamente al crecimiento del PIB en el segundo semestre del 2009, tras las aportaciones tan negativas efectuadas en el primer semestre del año. En general, se prevé que la recuperación sea bastante desigual. En el corto plazo, la recuperación se basará en distintos factores transitorios, pero es probable que, en el medio plazo, se vea afectada por el proceso de corrección de los balances que se está llevando a cabo en los sectores financieros y no financieros de la economía, tanto dentro como fuera de la zona del euro.

Los riesgos para estas perspectivas económicas siguen estando 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

Gráfico 30 Productividad del trabajo

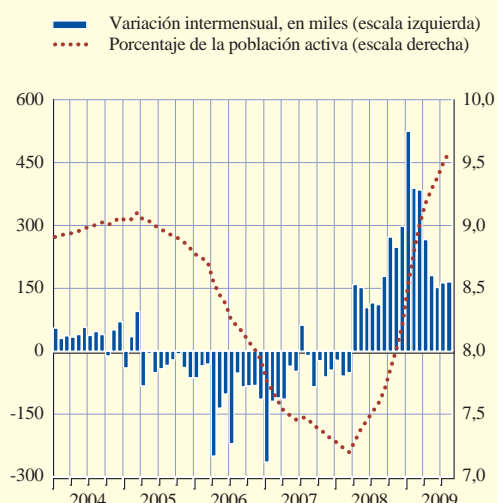
(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico 31 Desempleo

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

Recuadro 5

RELACIONES ENTRE EL PRODUCTO Y EL DESEMPLEO EN LA ZONA DEL EURO

El desempleo en la zona del euro mostró una tendencia descendente la introducción del euro hasta la primavera del 2008, situándose en marzo de ese año en el 7,2%, el mínimo de los 25 años anteriores. Con el inicio de las turbulencias financieras y la acusada recesión económica consiguiente, el desempleo comenzó a crecer considerablemente. En agosto del 2009, la tasa de paro de la zona se situaba en el 9,6%, la más alta registrada en una década. En este recuadro se analiza la relación entre las variaciones del producto y el desempleo en la zona del euro desde la introducción del euro, y examina las distintas experiencias de los países de la zona del euro.

En la literatura económica se ha estudiado ampliamente la relación entre las variaciones simultáneas registradas en el crecimiento económico y en el desempleo, a la que se le suele denominar «Ley de Okun». Más una regla empírica que una relación basada en la teoría, la Ley de Okun sugiere que un descenso del 2%-3% en el producto está asociado con el aumento de 1 punto porcentual en la tasa de desempleo agregada¹.

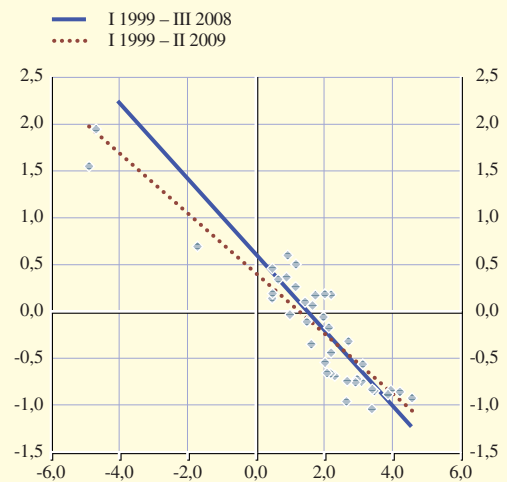
Evolución en la zona del euro

En el gráfico A se presentan las variaciones interanuales de la tasa de desempleo y se comparan con las variaciones interanuales del PIB, sobre la base de datos trimestrales, desde el inicio de la UEM en 1999 hasta el segundo trimestre del 2009. Si se considera el período transcurrido hasta el tercer trimestre del 2008, los datos sugieren que un aumento del 1% (o, por el contrario, una caída del 1%) del PIB de la zona del euro ha estado asociado con un descenso simultáneo de 0,4 puntos porcentuales (o un incremento de 0,4 puntos porcentuales) de la tasa de paro de la zona del euro². Ello puede observarse en la línea de tendencia estimada para el período, que aparece en negrita en el gráfico A. La relación estimada entre la evolución del desempleo y del PIB se vería muy afectada si se incluyeran las tres últimas observaciones, que abarcan el período en el que la recesión fue más severa, y el coeficiente estimado disminuiría a 0,3 (como se muestra en la línea de puntos del gráfico A).

Gráfico A La relación entre las variaciones en el producto y en el desempleo en la zona del euro desde la introducción del euro

(variaciones interanuales en porcentaje; puntos porcentuales, datos trimestrales)

Eje de abscisas: Variaciones interanuales del PIB de la zona del euro en porcentaje
Eje de ordenadas: Variaciones interanuales de la tasa de desempleo de la zona del euro en puntos porcentuales



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

- 1 Okun sugiere una relación de $-0,3$ entre las variaciones del PIB y del desempleo en Estados Unidos durante el período 1948-1960, sobre la base de datos trimestrales. Véase A. M. Okun (1962), «Potential GNP: Its Measurement and Significance», American Statistical Association, Proceedings of the Business and Economic Statistics Section, pp. 98-104.
- 2 Una simple regresión por mínimos cuadrados ordinarios cuantifica la relación $\Delta U = -0,40 \Delta GDP (-10,4) + 0,60 (6,4)$, donde ΔU representa la variación interanual absoluta en puntos porcentuales de la tasa de desempleo armonizada y ΔGDP mide la variación interanual del PIB de la zona del euro; los estadísticos t figuran entre paréntesis; $R^2 = 0,75$ de las 39 observaciones del período comprendido entre el primer trimestre de 1999 y el tercer trimestre del 2008.

Como consecuencia de la reciente recesión económica, entre el segundo trimestre del 2008 y el segundo trimestre del 2009, el PIB de la zona del euro se contrajo en torno a un 4,8%, mientras que el desempleo aumentó 1,9 puntos porcentuales. Esto refleja, en parte, las medidas adoptadas en varios países para reducir el número de horas trabajadas por asalariado, aunque existen diferencias considerables entre los países de la zona del euro.

Evolución por países

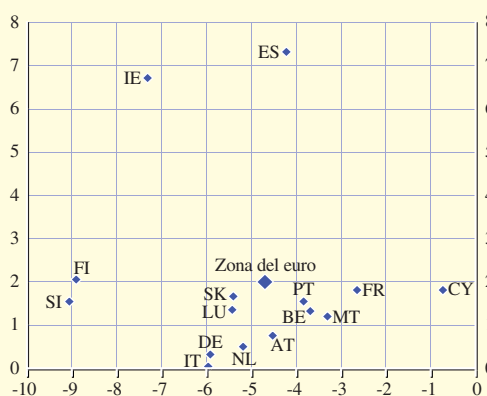
En el gráfico B se muestran los aumentos interanuales de las tasas de desempleo, en puntos porcentuales, y las tasas de variación interanual del PIB para la zona del euro en su conjunto y para los países de la zona desde el segundo trimestre del 2008 hasta el segundo trimestre del 2009. Si bien el gráfico B debe interpretarse con cautela —sobre todo, debido a las diferencias entre los países de la zona del euro en cuanto a la rapidez con que se ha efectuado el ajuste del desempleo—, los mercados de trabajo nacionales parecen haber reaccionado de forma bastante diferente a la actual recesión. Varios países de la zona de euro han registrado incrementos del desempleo bastante moderados a pesar de las contracciones relativamente importantes del PIB (sobre todo, Alemania, Italia y los Países Bajos). Otros, por el contrario, han registrado aumentos desproporcionadamente grandes en las tasas de paro, si se compararan con la media de la zona del euro (sobre todo, España e Irlanda). En relación con la magnitud de las contracciones que se han observado en los PIB respectivos, el desempleo en Chipre y Francia ha registrado alzas relativamente importantes durante el período en estudio.

Puede haber muchos motivos que expliquen la diversidad observada entre los distintos países. Es probable que las diferencias en las políticas de empleo y en las instituciones relacionadas con los mercados de trabajo de los países de la zona afecten a la rapidez con la que se ajustan dichos mercados. Las distintas legislaciones sobre protección del empleo y las diferencias en la cobertura entre los distintos países (es decir, si dicha legislación incluye a todos los trabajadores o excluye a determinados colectivos, como los trabajadores jóvenes), las variaciones en el porcentaje de contratos indefinidos o temporales, así como las diferencias en las iniciativas diseñadas para abordar las fluctuaciones temporales de producción (planes de reducción de las horas trabajadas mediante subvenciones públicas, exenciones de las cotizaciones a la Seguridad Social para las empresas, etc.), influyen indudablemente en el ajuste de los mercados de trabajo de los distintos países³. Del mismo modo, las diferencias entre las instituciones encargadas de fijar los salarios, que inciden en el ritmo al que se pueden ajustar los salarios ante perturbaciones en la producción, proporcionan un margen adicional para que se produzcan va-

Gráfico B Pérdidas en el producto y aumentos del desempleo desde el segundo trimestre del 2008 hasta el segundo trimestre del 2009

(puntos porcentuales; variaciones en porcentaje)

Eje de abscisas: Variaciones interanuales del PIB en porcentaje
Eje de ordenadas: Variaciones de la tasa de desempleo en puntos porcentuales



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.
Notas: Los datos relativos a Grecia no están disponibles. Los datos de Luxemburgo se refieren al período comprendido entre el primer trimestre del 2008 y el primer trimestre del 2009.

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

riaciones en la evolución de los mercados de trabajo. Además, la evidencia sugiere que en aquellos lugares en que tales instituciones reducen la flexibilidad laboral, podría haber efectos más persistentes sobre el desempleo⁴.

Los responsables de la política económica en una serie de países de la zona del euro han efectuado considerables esfuerzos para mantener el empleo durante la actual recesión, adoptando distintas medidas a corto plazo para conseguirlo. En tanto que tales medidas dificultan la reasignación de trabajadores de los sectores menos productivos a los más productivos, o ponen trabas a la necesaria reestructuración de las empresas enfrentadas a nuevos retos económicos, su aplicación prolongada podría perjudicar en el largo plazo al crecimiento de la productividad y a la competitividad internacional de la zona del euro. Por lo tanto, la intensificación de los esfuerzos para llevar a cabo reformas estructurales en los mercados de trabajo de la zona del euro contribuiría a impulsar la competitividad y mejorar así las perspectivas para el crecimiento del empleo en el largo plazo. Entre estos esfuerzos se incluyen reformas de la legislación sobre protección del empleo una vez que la economía retome una senda de recuperación firme, con el fin de reducir la segmentación del mercado de trabajo y de ayudar a que se produzca una reasignación sectorial de los trabajadores; reformas de los sistemas impositivos y de protección social para aumentar los incentivos a trabajar; y nuevos esfuerzos para incrementar la flexibilidad de los sistemas de fijación de salarios.

4 Véase O. Blanchard y J. Wolfers (2000), «The role of shocks and institutions in the rise of European unemployment: the aggregate evidence», Royal Economic Society, *Economic Journal*, vol. 100, pp. C1-33.

otras medidas adoptadas. La confianza también podría mejorar con más rapidez, el deterioro de los mercados de trabajo podría ser menos acusado de lo esperado y la demanda exterior podría resultar ser mayor de lo previsto. Por otro lado, siguen preocupando la mayor intensidad y duración de la espiral de reacciones adversas entre la economía real y el sector financiero, los nuevos aumentos de los precios del petróleo y de otras materias primas, la intensificación de las presiones proteccionistas y la posibilidad de que se produzca una corrección desordenada de los desequilibrios mundiales. Al mismo tiempo, la incertidumbre en torno a estas perspectivas sigue siendo mayor de lo habitual.

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

5.1 TIPOS DE CAMBIO

Tras un período de estabilización durante el verano del 2009, el tipo de cambio del euro se fortaleció en términos efectivos nominales en septiembre, principalmente como resultado de su apreciación frente al dólar estadounidense y la libra esterlina. Esta apreciación vino acompañada de un nuevo descenso de la volatilidad del tipo de cambio frente a un conjunto amplio de monedas.

TIPO DE CAMBIO EFECTIVO DEL EURO

Tras un período de estabilización en el verano del 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 apreció en septiembre. El 7 de octubre se situaba un 1,8% por encima del nivel registrado a finales de junio y un 2,8% por encima de la media del 2008. Entre finales de junio y el 7 de octubre, la apreciación estuvo determinada, principalmente, por la evolución de los tipos de cambio bilaterales frente a la libra esterlina y el dólar estadounidense, que solo se contrarrestó en parte con la depreciación experimentada frente al yen japonés y algunas de las monedas de los Estados miembros de la UE (véase gráfico 32).

DÓLAR ESTADOUNIDENSE/EURO

En los tres últimos meses, el euro se ha apreciado moderadamente frente al dólar estadounidense (véase gráfico 33). El dólar estadounidense también se depreció frente a un conjunto más amplio de monedas, al parecer como resultado de los bajos tipos de interés vigentes en Estados Unidos y de una moderación de las percepciones del riesgo a escala mundial, que dieron lugar a una cierta corrección de los movimientos de flujos que, en busca de activos más seguros, habían favorecido al dólar tras el inicio de la crisis financiera mundial. Al mismo tiempo, la volatilidad implícita del tipo de cambio entre el dólar estadounidense y el euro siguió reduciéndose, aproximándose a niveles cercanos a la media de los diez últimos años. El 7 de octubre de 2009, el euro cotizaba a 1,47 dólares estadounidenses, un 4,0% por encima del nivel de finales de junio del

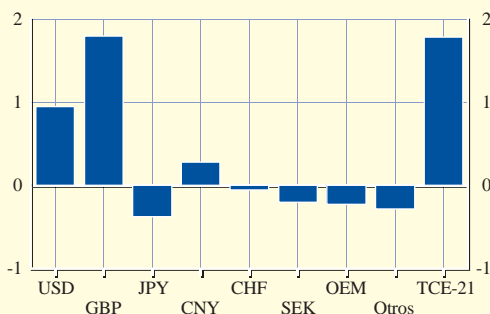
Gráfico 32 Tipo de cambio efectivo del euro y sus componentes¹⁾

(datos diarios)

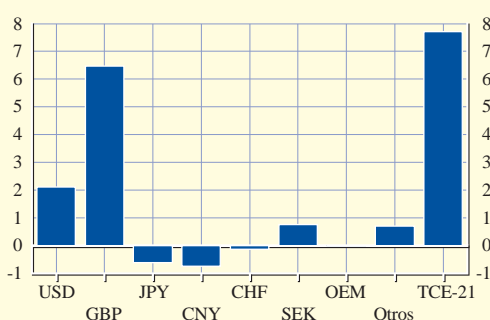
Índice: I 1999 = 100



Contribuciones a las variaciones del TCE²⁾
Del 30 de junio de 2009 al 7 de octubre de 2009
(en puntos porcentuales)



Contribuciones a las variaciones del TCE²⁾
Del 3 de enero de 2005 al 7 de octubre 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.

2009 y prácticamente a la par de la media observada durante el 2008.

YEN JAPONÉS/EURO

En los tres últimos meses, el euro ha fluctuado frente al yen japonés en un intervalo de 128 a 138 yenes, al parecer como consecuencia de las variaciones de la percepción general del riesgo en los mercados financieros. Más recientemente, la valoración, por parte de los mercados, de la posición de las autoridades japonesas respecto al tipo de cambio del yen puede también haber afectado a su evolución. Al mismo tiempo, la volatilidad implícita de este par de monedas ha seguido reduciéndose, aunque se ha mantenido por encima de la media histórica. El 7 de octubre, el euro cotizaba a 130,7 yenes, un 3,6% por debajo del nivel observado a finales de junio y un 14,2% por debajo de la media del 2008.

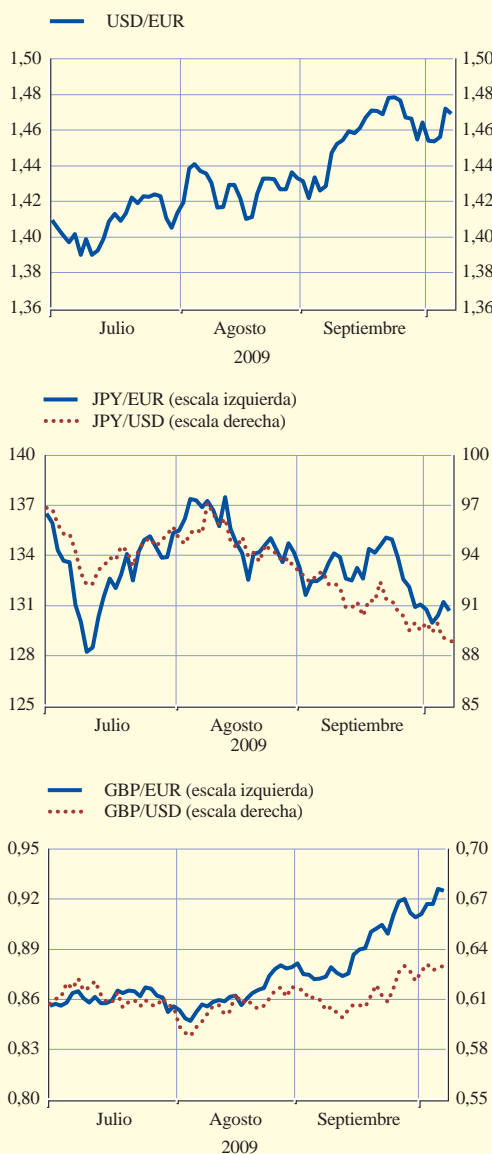
MONEDAS DE LOS ESTADOS MIEMBROS DE LA UE

Entre finales de junio y el 7 de octubre, la mayoría de las monedas que participan en el MTC II se han mantenido, en general, estables frente al euro y han seguido cotizando al tipo de cambio correspondiente a sus respectivas paridades centrales o en torno a dichas paridades (véase gráfico 34). No obstante, el lats letón se depreció en septiembre y se desplazó hacia la zona débil de la banda de fluctuación de $\pm 1\%$, establecida unilateralmente, en un clima de inquietud en los mercados respecto al cumplimiento de las condiciones inherentes a la asistencia financiera internacional.

Por lo que respecta a las monedas de los Estados miembros de la UE que no participan en el MTC II, el euro se ha apreciado considerablemente frente a la libra esterlina en los tres últimos meses. El 7 de octubre, cotizaba un 8,5% por encima del nivel de finales de junio. La evolución reciente del tipo de cambio bilateral del euro frente a la libra esterlina estuvo determinada, al parecer, por la incertidumbre de los mercados respecto a las perspectivas económicas del Reino Unido. Durante el mismo período, el ritmo de depreciación frente al zloty polaco, el forint húngaro y la corona checa —que había sido casi constante desde principios de marzo del 2009— experimentó una desaceleración. El 7 de octubre, el euro cotizaba frente a estas tres monedas un 5,3%, un 1,3% y un 0,8%, respectivamente, por debajo de los niveles observados a finales de junio. El euro también se depreció frente a la moneda sueca, un 4,2% durante este período, aparentemente al disiparse las inquietudes de los mercados respecto a las perspectivas económicas de algunos Estados bálticos.

Gráfico 33 Evolución de los tipos de cambio

(datos diarios)



Fuente: BCE.

OTRAS MONEDAS

Entre finales de junio y el 7 de octubre, el euro se depreció un 0,8% frente al franco suizo, en un clima de ciertas fluctuaciones tras los informes de los mercados respecto a una posible intervención del Banco Nacional de Suiza en los mercados de divisas. Durante el mismo período, el euro se depreció frente al dólar australiano, el won de Corea del Sur y el dólar canadiense en un 4,9%, un 4,6% y un 4,5%, respectivamente.

5.2 BALANZA DE PAGOS

El comercio con los países no pertenecientes a la zona del euro está dando cada vez más señales de estabilización y las exportaciones están superando a las importaciones. Por consiguiente, el déficit acumulado de doce meses de la balanza por cuenta corriente de la zona del euro se ha reducido en los últimos meses hasta 108,7 mm de euros en el año transcurrido hasta julio del 2009 (1,2% del PIB). En la cuenta financiera, las repercusiones de la crisis financiera mundial se han ido disipando gradualmente. Han disminuido las repatriaciones de fondos y las transacciones financieras con el resto del mundo parecen apuntar a una moderación de las preferencias de los inversores por los activos seguros y líquidos.

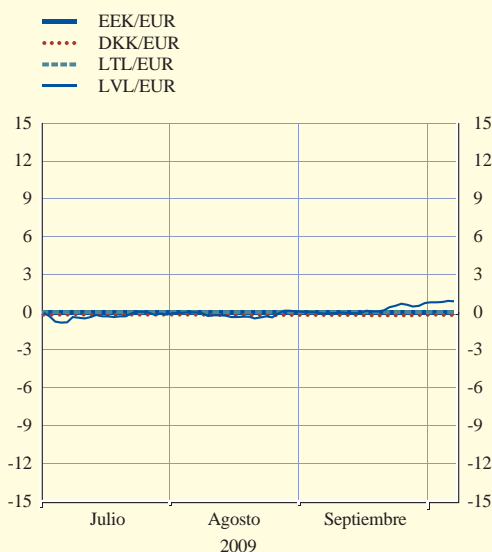
COMERCIO Y BALANZA POR CUENTA CORRIENTE

Tras la fuerte contracción experimentada hacia principios de este año, el comercio con los países no pertenecientes a la zona del euro está dando cada vez más señales de estabilización, especialmente en lo que se refiere a las exportaciones. En el período de tres meses transcurrido hasta julio del 2009, las exportaciones de bienes registraron su primer aumento —si bien un tanto reducido— desde septiembre del 2008, incrementándose en un 0,2% en comparación con el período de tres meses precedente (véase gráfico 35). Las exportaciones se vieron favorecidas por el fortalecimiento de la demanda exterior y por una gradual reactivación de las cadenas de producción internacionales, en la medida en que la actividad económica, tras tocar fondo, comenzó a repuntar en los principales mercados de exportación y muchas empresas repusieron sus existencias en vista de la mejora de las perspectivas económicas. La estabilización de las importaciones va a la zaga de la observada respecto a las exportaciones. Las importaciones de bienes siguieron reduciéndose, aunque a un ritmo más moderado del 5,0%, en los tres meses transcurridos hasta julio del 2009 en comparación con el período de tres meses anterior.

Como consecuencia de esta evolución del comercio con los países no pertenecientes a la zona del euro, la balanza de bienes, y por consiguiente, la balanza por cuenta corriente mejoró de forma gradual (véase gráfico 36). En julio del 2009, la balanza de bienes acumulada de doce meses volvió a registrar superávit por primera vez desde octubre del 2008. Al mismo tiempo, el déficit acumulado por cuenta corriente se

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

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

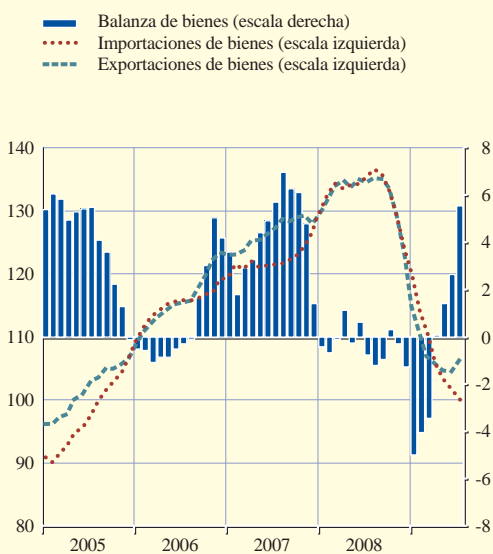


Fuente: BCE.

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

Gráfico 35 Comercio de bienes con países no pertenecientes a la zona del euro

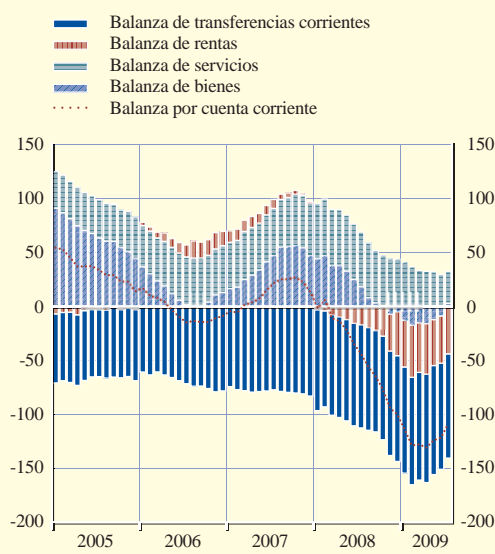
(mm de euros; medias móviles de tres meses; datos mensuales desestacionalizados y ajustados por días laborables)



Fuente: BCE.

Gráfico 36 Principales partidas de la balanza por cuenta corriente

(mm de euros; flujos acumulados de doce meses; datos mensuales desestacionalizados y ajustados por días laborables)



Fuente: BCE.

redujo hasta 108,7 mm de euros (alrededor del 1,2% del PIB), aunque todavía siguió siendo notablemente más alto que el registrado un año antes.

En los tres meses transcurridos hasta julio del 2009 se mantuvo la atonía del comercio de servicios con sendos descensos de las importaciones y las exportaciones, que se cifraron en un 4,9% y un 3,7%, respectivamente, en comparación con el período de tres meses precedente. Este deslucido comportamiento refleja el hecho de que, a escala mundial, el repunte del sector servicios ha ido recientemente a la zaga del registrado en el sector manufacturero. Dado que los servicios —a diferencia de los bienes— no son almacenables, las recientes actividades de reposición de existencias desarrolladas por las empresas no han estimulado el comercio de servicios. En parte por la misma razón, el comercio de servicios se redujo en mucha menor medida que el comercio de mercancías hacia comienzos de este año, lo que dio lugar a efectos de base menos favorables. Además, algunas medidas de política fiscal, como los planes de sustitución de automóviles aplicados en varios países de la zona del euro han estimulado el comercio de bienes más que el de servicios.

Por lo que respecta a las otras partidas de la balanza por cuenta corriente, el déficit acumulado de doce meses de la balanza de rentas fue notablemente más alto en julio del 2009 que un año antes, ya que los ingresos por inversiones se redujeron más que los pagos por este concepto. Por último, el déficit de la balanza de transferencias corrientes se incrementó ligeramente en el año transcurrido hasta julio (véase cuadro 7).

Los indicadores disponibles sugieren que el gradual repunte de las exportaciones de bienes de la zona del euro continuará en el corto plazo. Tras registrar seis aumentos consecutivos, el Índice de directores de compras (PMI) de los nuevos pedidos de exportación del sector manufacturero de la zona del euro se estabilizó en septiembre en un nivel ligeramente por encima del umbral de 50 que separa la expansión de la contracción (véase gráfico 37). Esta evolución es, en general, coherente con los resultados de la encuesta

de pedidos de exportación de la zona del euro realizada por la Comisión Europea, que mejoraron en septiembre, aunque menos que en el mes anterior y partiendo de niveles muy bajos. En cuanto a las importaciones de bienes provenientes de países no pertenecientes a la zona del euro, también se prevé una mejora gradual, respaldada por el fortalecimiento de la demanda interna y la demanda adicional de bienes intermedios importados inducida por el incremento de las exportaciones.

CUENTA FINANCIERA

Tras la intensificación de la crisis financiera en el otoño del 2008, la zona del euro registró cambios significativos en su cuenta financiera. Al aumentar el deseo de los inversores por los activos seguros y líquidos, la zona del euro registró un fuerte incremento de las entradas netas de instrumentos del mercado monetario (véase gráfico 38), que estuvo determinado, principalmente, por las repatriaciones de fondos realizadas por residentes en la zona, pero también por el aumento de las compras de este tipo de instrumentos por parte de no residentes. Al mismo tiempo, tanto los residentes como los no residentes repatriaron los fondos invertidos en valores de renta variable.

No obstante, en los últimos meses, las repercusiones de la crisis financiera mundial en la cuenta financiera de la zona del euro han remitido gradualmente. La búsqueda de seguridad y los activos de corto

Gráfico 37 Nuevos pedidos de exportación, PMI de la zona del euro

(índice de difusión; datos mensuales)

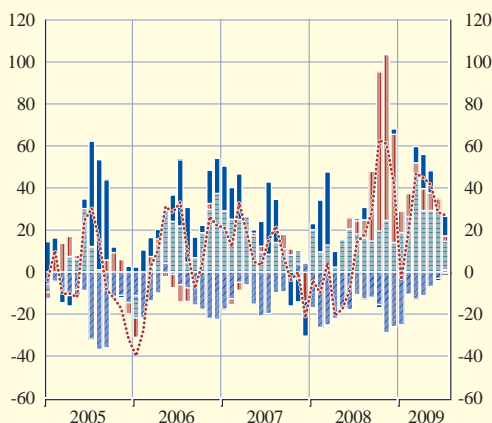


Fuente: Markit.

Gráfico 38 Principales partidas de la cuenta financiera

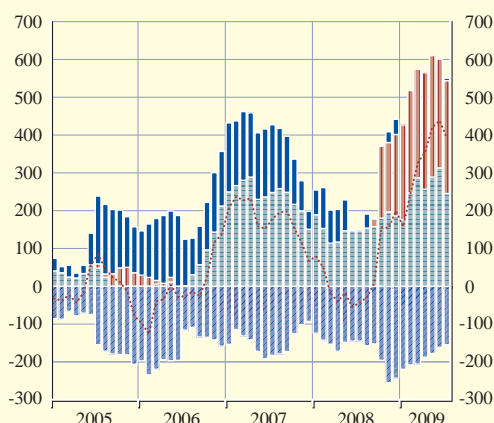
a) (mm de euros; flujos netos; medias móviles de tres meses; datos mensuales)

- Acciones y participaciones
- Instrumentos del mercado monetario
- Bonos y obligaciones
- Inversiones directas
- Agregado de inversiones directas y de cartera



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

- Acciones y participaciones
- Instrumentos del mercado monetario
- Bonos y obligaciones
- Inversiones directas
- Agregado de inversiones directas y de cartera



Fuente: BCE.

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

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

	2009		Media móvil de tres meses Período que finalizó en				Acumulado de 12 meses Período que finalizó en	
	2009 Jun	2009 Jul	2008 Oct	2009 Ene	2009 Abr	2009 Jul	2008 Jul	2009 Jul
<i>mm de euros</i>								
Cuenta corriente	-4,3	6,6	-9,1	-18,2	-9,6	0,7	-44,0	-108,7
Bienes	2,5	11,2	0,3	-5,0	0,1	5,5	18,2	2,7
Exportaciones	104,5	108,8	133,1	114,3	105,4	105,6	1578,0	1375,2
Importaciones	102,0	97,6	132,8	119,3	105,3	100,1	1559,8	1372,5
Servicios	1,0	2,7	2,7	3,0	1,8	2,2	50,5	29,2
Exportaciones	37,1	37,3	42,6	41,6	39,1	37,6	505,1	482,7
Importaciones	36,0	34,6	39,9	38,6	37,3	35,4	454,6	453,4
Rentas	-2,7	-1,6	-3,9	-7,1	-2,9	-0,8	-17,1	-44,0
Transferencias corrientes	-5,2	-5,7	-8,2	-9,2	-8,5	-6,3	-95,6	-96,6
Cuenta financiera¹⁾	-7,4	-34,1	29,4	32,3	33,3	-5,0	135,1	269,9
Total inversiones directas y de cartera netas	35,7	-17,6	62,9	-3,7	44,8	27,0	-43,2	392,8
Inversiones directas netas	-9,2	5,3	-15,4	-25,0	-11,2	0,3	-144,2	-154,2
Inversiones de cartera netas	44,9	-23,0	78,3	21,3	56,0	26,7	101,0	547,0
Acciones y participaciones	0,4	18,9	-17,0	-7,6	16,3	9,3	-16,1	2,9
Valores distintos de acciones	44,5	-41,9	95,3	29,0	39,7	17,4	117,0	544,0
Bonos y obligaciones	53,8	-66,6	19,5	18,7	29,2	14,4	146,3	245,5
Instrumentos del mercado monetario	-9,4	24,8	75,8	10,2	10,5	2,9	-29,3	298,5
<i>Variaciones porcentuales sobre el período anterior</i>								
Bienes y servicios								
Exportaciones	-0,3	3,2	0,0	-11,3	-7,3	-0,8	7,1	-10,8
Importaciones	1,3	-4,2	-0,3	-8,5	-9,7	-5,0	8,6	-9,4
Bienes								
Exportaciones	1,1	4,1	-0,7	-14,1	-7,8	0,2	6,7	-12,9
Importaciones	1,4	-4,3	-1,5	-10,1	-11,7	-5,0	8,9	-12,0
Servicios								
Exportaciones	-3,8	0,5	2,5	-2,4	-6,0	-3,7	8,4	-4,4
Importaciones	1,1	-3,9	4,0	-3,2	-3,4	-4,9	7,7	-0,3

Fuente: BCE.

Nota: Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo.

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

plazo y bajo riesgo parecen haber perdido parte de su atractivo en vista de las perspectivas más favorables de la economía mundial y de la mejor situación de los mercados financieros.

Como resultado, las repatriaciones de fondos se han moderado en todos los principales componentes de la cuenta financiera. Además, tanto las compras realizadas por no residentes como las entradas netas de instrumentos del mercado monetario de la zona del euro se han reducido de forma acusada con respecto a los máximos registrados hacia finales del año pasado. En términos de medias móviles de tres meses, las entradas netas de este tipo de instrumentos ascendieron a 2,9 mm de euros en julio del 2009, frente a los 78,9 mm de euros contabilizados en noviembre del 2008. Al mismo tiempo, las moderadas entradas netas de acciones y participaciones se reactivaron en el segundo trimestre del 2009, tras un virtual estancamiento en los tres trimestres precedentes, posiblemente como consecuencia de las expectativas más favorables de los mercados respecto a los beneficios futuros de las empresas de la zona del euro.

A diferencia de las inversiones de cartera, las inversiones directas han mostrado algunos signos de debilidad últimamente, tanto en el activo como en el pasivo, tras el notable repunte observado a comienzos

del año. Dado que las inversiones directas en el exterior realizadas por residentes en la zona del euro se redujeron más que las inversiones directas de no residentes en la zona, ésta registró en promedio entradas netas marginales de inversiones directas en el período de tres meses transcurrido hasta julio del 2009, por primera vez desde diciembre del 2007.

En conjunto, en términos de medias móviles de tres meses, las entradas netas totales de inversiones directas y de cartera han registrado un descenso continuo desde marzo del 2009. Como resultado, las entradas netas acumuladas de doce meses del agregado de inversiones directas y de cartera se redujeron hasta 392,8 mm de euros en julio del 2009. En el período de doce meses transcurrido hasta julio del 2008, la zona del euro registraba salidas netas acumuladas por importe de 43,2 mm de euros.