

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

La economía mundial está dando señales cada vez más claras de un retorno al crecimiento, mientras que las tasas de inflación mundiales son muy bajas, debido a efectos de base relacionados con la evolución de los precios de las materias primas y el aumento de la capacidad productiva sin utilizar. Si bien la incertidumbre sigue siendo elevada con respecto a la sostenibilidad del crecimiento en el futuro, se estima que los riesgos para las perspectivas de la economía mundial están, en general, equilibrados.

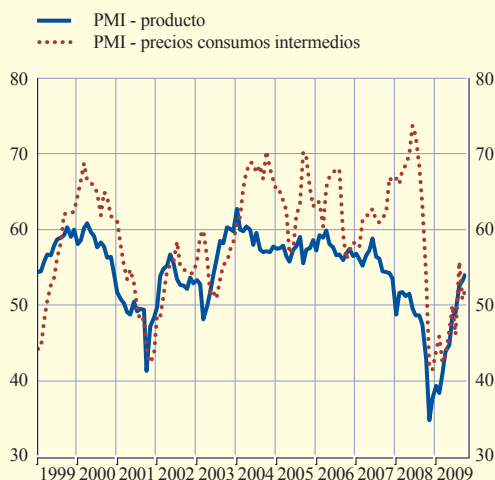
I.1 EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

La acusada caída, sumamente sincronizada, de la actividad económica mundial ha dado paso, gradualmente, a un retorno al crecimiento en los principales mercados emergentes, así como en varias economías avanzadas. A la contracción del crecimiento económico mundial en el último trimestre de 2008 y en el primero de 2009 siguió un crecimiento positivo en el segundo y tercer trimestres de 2009. Al repunte de la actividad han contribuido las medidas de estímulo de carácter monetario y fiscal aplicadas desde el inicio de la recesión, así como la mejora de la confianza tanto de los consumidores como de las empresas. El retorno al crecimiento de la actividad económica mundial ha coincidido también con una recuperación del comercio internacional.

La evidencia basada en los indicadores más recientes apunta a una mayor expansión de la actividad a escala mundial. El índice general de directores de compras (PMI, en sus siglas en inglés) ha seguido aumentando en los últimos meses y ha superado con creces el umbral que separa la expansión de la contracción (véase gráfico 1). El índice de producción se situó en un nivel de 54,2 en octubre, frente al 53,2 del mes anterior, la cifra más alta observada desde finales de 2007. El sector manufacturero siguió siendo el principal motor del crecimiento, pero también el sector servicios continuó indicando una expansión. La recuperación del sector manufacturero a escala mundial se mantuvo en noviembre, por quinto mes consecutivo, y siguió siendo bastante generalizada.

Gráfico 1 Índice de directores de compras mundial (PMI)

(datos mensuales; manufacturas y servicios)

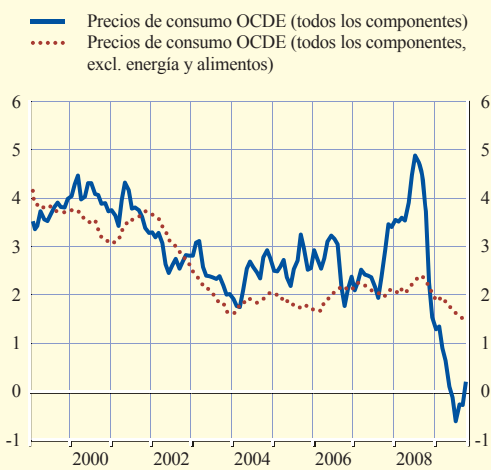


Fuente: Markit.

Al mismo tiempo, se mantienen las bajas tasas de inflación mundiales. En los países de la OCDE, la inflación general medida por el IPC aumentó un 0,2% en el año transcurrido hasta octubre y volvió a registrar cifras positivas tras cuatro observaciones negativas consecutivas (véase gráfico 2). La presión a la baja sobre los precios en los últimos meses tuvo su origen, principalmente, en los notables efectos de base relacionados con la evolución de los precios de las materias primas, pero fue también reflejo del aumento de la capacidad productiva sin utilizar como resultado de la contracción de la actividad económica. No obstante, el repunte de los precios del petróleo observado a lo largo de 2009 ha comenzado últimamente a contrarrestar, aunque todavía en muy pequeña medida, estas presiones inflacionistas a la baja. Reflejo de la importancia de la evolución de los precios de las materias primas, la tasa de inflación de la OCDE, excluidos la energía y los alimentos, se redujo mucho menos en los últimos

Gráfico 2 Evolución de los precios internacionales

(datos mensuales; tasas de variación interanual)



Fuente: OCDE.

trimestres que la tasa de inflación general y se situó en el 1,6% en el año transcurrido hasta octubre de 2009. En los últimos meses, las expectativas de inflación se han mantenido ancladas en territorio positivo, de lo que se deduce que, en gran medida, se pensaba que las tasas de inflación negativas no pasaban de ser un fenómeno transitorio. En el recuadro 1, al final de esta sección, se analiza brevemente la importancia de los regímenes orientados a la estabilidad a efectos del comportamiento macroeconómico.

A medida que la economía mundial ha dado firmes señales de estar saliendo de la recesión, el comercio mundial —que había experimentado una caída sincronizada sin precedentes— también ha vuelto a registrar cifras positivas. Las estimaciones más recientes del comercio internacional en septiembre de 2009 apuntan a un crecimiento sostenido (alrededor del 5%) durante el mes anterior,

así como al primer incremento intertrimestral (de un 4%, aproximadamente, en el tercer trimestre de 2009) desde el primer trimestre de 2008. Las exportaciones y las importaciones reales de las principales regiones económicas contribuyeron al crecimiento del comercio en septiembre.

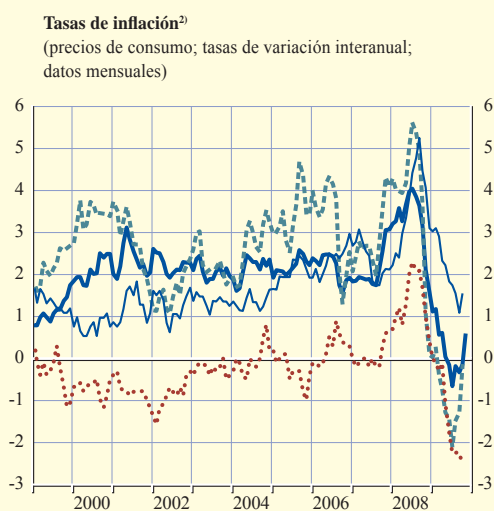
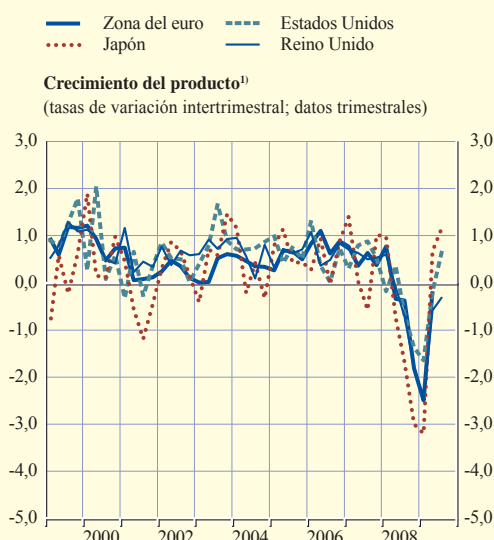
ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos, mejoró la situación económica y se recuperó la actividad en el tercer trimestre de 2009, tras la acusada desaceleración registrada en los trimestres anteriores (véase gráfico 3). Los datos de la Oficina de Análisis Económico, indican que el PIB real aumentó un 2,8%, en tasa anualizada, en el tercer trimestre de 2009, frente a una contracción del 0,7% en el segundo trimestre. La recuperación de la actividad económica refleja un aumento del gasto en consumo y un sólido repunte de la inversión residencial y las exportaciones. Además, el hecho de que el ritmo de liquidación de existencias fuera menos pronunciado contribuyó positivamente al crecimiento. Las medidas de estímulo aplicadas por el gobierno apoyaron temporalmente la demanda privada, especialmente en los sectores del automóvil y la vivienda. La recuperación de las importaciones y la fuerte contracción de la inversión en estructuras no residenciales afectaron negativamente al crecimiento del PIB en el tercer trimestre.

Por lo que respecta a la evolución de los precios, la inflación interanual medida por el IPC se redujo un 0,2% en el año transcurrido hasta octubre de 2009, tras una caída del 1,3% en los doce meses transcurridos hasta septiembre (véase gráfico 3). El descenso de la inflación general es atribuible, en gran medida, a efectos de base derivados de la evolución anterior de los precios de la energía. La tasa de inflación interanual, excluidos la energía y los alimentos, aumentó desde el 1,5% en septiembre hasta el 1,7% en octubre, igualando así la tasa media del año transcurrido hasta la fecha.

De cara al futuro, se prevé una mejora de las perspectivas a corto plazo de la actividad económica en Estados Unidos. La estabilización de la situación de los mercados financieros, combinada con el efecto de los estímulos monetarios y fiscales y un giro en el ciclo de existencias, debería favorecer un crecimiento económico positivo en los próximos trimestres. No obstante, la recuperación podría seguir siendo moderada. La frágil situación del mercado de trabajo y la necesidad que tienen los hogares de recons-

Gráfico 3 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.

la mayor tasa de crecimiento intertrimestral registrada en más de dos años. Mientras que el crecimiento intertrimestral del PIB real estuvo determinado, en particular, por la demanda exterior neta en el segundo trimestre de 2009, la demanda interna y la demanda exterior neta fueron los principales factores determinantes del crecimiento del PIB en el tercer trimestre del año. La inversión de las empresas aumentó por primera vez en seis trimestres, un 1,6%, mientras que el gasto en consumo creció un 0,7%. Además, la recuperación se vio favorecida por las medidas de estímulo fiscal. Sin embargo, la inversión residencial siguió reduciéndose de forma acusada, registrando una caída del 7,7%.

tituir su ahorro y cancelar la deuda acumulada en los últimos años probablemente presionarán a la baja sobre el consumo. Además, es probable que los problemas de disponibilidad de crédito afecten a la actividad económica en el futuro, en la medida en que los bancos, pese a cierta flexibilización, siguen aplicando criterios de aprobación de crédito restrictivos a las principales categorías de préstamos. Por lo que se refiere a la evolución de los precios, es probable que la inflación general vuelva a registrar tasas positivas en los próximos meses, a medida que se reviertan gradualmente los efectos de base asociados a la evolución previa de los precios de la energía. A medio plazo, la existencia de una notable brecha de producción debería limitar la presión al alza sobre los precios, aunque el fuerte repunte de los precios del petróleo desde comienzos del año contrarrestará la presión a la baja sobre la inflación general.

En su reunión de 4 de noviembre de 2009, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal decidió mantener sin variación, en una banda del 0% al 0,25%, el tipo de interés fijado como objetivo para los fondos federales. El Comité sigue previendo que la situación económica, incluidas las bajas tasas de utilización de los recursos, las moderadas tendencias de la inflación y la estabilidad de las expectativas de inflación, probablemente justificarán que se mantenga el tipo de interés de los fondos federales en niveles excepcionalmente bajos durante un período prolongado.

JAPÓN

En Japón, el ritmo de la actividad económica se recuperó en el tercer trimestre de 2009, mientras que los precios de consumo siguieron descendiendo. Según indica la primera estimación provisional de la Oficina Económica del Gobierno, el PIB real creció un 1,2%, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre de 2009, cifra que corresponde a

En octubre de 2009, la inflación interanual, medida por el IPC, se redujo un 2,5%, tras un descenso del 2,2% en septiembre. Excluidos la energía y los alimentos, la inflación interanual medida por el IPC descendió hasta el -1,1%, desde el -1,0% del mes anterior. Los principales factores determinantes de la evolución de los precios son los efectos de base relacionados con los productos petrolíferos y la considerable infrautilización de la capacidad productiva. En su reunión de 20 de noviembre 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.

De cara al futuro, el ritmo de mejora de la actividad económica probablemente será más moderado. Se prevé que las exportaciones sean el principal motor del crecimiento. Por lo que respecta a la evolución de los precios, es probable que la tasa de descenso interanual del IPC se modere ligeramente, dado que el efecto de base relacionado con los productos petrolíferos debería disiparse.

REINO UNIDO

En el Reino Unido, según indican los datos más recientes publicados, el PIB real siguió contrayéndose ligeramente en el tercer trimestre, un 0,3% en tasa intertrimestral (dato revisado con respecto a la previsión publicada anteriormente, que cifraba la caída en un 0,4%), tras el descenso del 0,6% registrado en el segundo trimestre. El gasto real de los hogares prácticamente no experimentó variación en el tercer trimestre tras la caída del 0,6% observada en el trimestre anterior. Al mismo tiempo, la formación bruta de capital fijo sólo se redujo un 0,3%, frente al descenso del 5,2% experimentado en el segundo trimestre. La acusada moderación de la caída de la formación bruta de capital fijo refleja, en gran medida, un notable aumento de la inversión pública, mientras que la inversión empresarial siguió reduciéndose un 3,0% en el tercer trimestre.

En general, los indicadores recientes sobre actividad y mercado de la vivienda sugieren una mejora sostenida de la situación económica. Concretamente, el crecimiento intermensual de la producción industrial se tornó positivo en septiembre y los índices PMI tanto del sector manufacturero como del sector servicios registraron una notable mejora en octubre. Junto con las aprobaciones de hipotecas, los precios de la vivienda también se han incrementado en los últimos meses, aunque el crecimiento de los préstamos hipotecarios ha seguido siendo moderado.

De cara al futuro, se espera que el crecimiento del PIB real vuelva a ser positivo hacia finales de año, estimulado por las políticas monetaria y fiscal y por la sustancial depreciación de la libra esterlina. No obstante, se prevé que el nivel de la actividad económica sólo se recuperará de forma gradual a partir de entonces, dado que la demanda interna probablemente continuará siendo moderada.

La inflación interanual, medida por el IAPC, se ha reducido en los últimos meses, situándose en el 1,5% en octubre. El Banco de Inglaterra espera que la inflación se mantenga por debajo del objetivo del 2% en el corto plazo. En los últimos meses, la institución ha mantenido el principal tipo de interés oficial en el 0,5% y ha seguido aplicando el programa de compras de activos. El 5 de noviembre, decidió incrementar la magnitud de dicho programa en 25 mm de libras esterlinas hasta un total de 200 mm de libras.

OTROS PAÍSES EUROPEOS

En la mayoría de los otros países de la UE no pertenecientes a la zona del euro la situación económica parece haber mejorado en los últimos trimestres: en casi todos los países se ha moderado el ritmo del retroceso y algunos otros registran tasas de crecimiento positivas. En Suecia, el PIB real creció un 0,3% y un 0,2%, en tasa intertrimestral, en el segundo y tercer trimestres de 2009, respectivamente, lo que

representa una notable mejora en comparación con la caída del 0,9% observada en el primer trimestre. En Dinamarca, el producto se contrajo un 2,6%, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre, frente al descenso del 1,3% del primer trimestre. La contracción más rápida experimentada en el segundo trimestre se debió, en parte, a factores transitorios. En los últimos meses, la inflación, medida por el IAPC, se ha reducido en ambos países, situándose en el 1,8% en Suecia y en el 0,6% en Dinamarca en octubre de 2009. El 25 de septiembre, el Danmarks Nationalbank redujo su principal tipo de interés oficial en otros 10 puntos básicos, hasta el 1,25%.

En los Estados miembros más grandes de la UE de Europa Oriental y Central, los indicadores económicos recientes sugieren algunas mejoras. En comparación con el segundo trimestre, el PIB real se contrajo a un ritmo algo más lento en Hungría y Rumanía en el tercer trimestre (1,8% y 0,7%, respectivamente, en tasa intertrimestral) y aumentó un 0,8% en la República Checa. En Polonia, que es el único país de la UE que ha registrado crecimiento positivo en los dos primeros trimestre de 2009, la economía continuó creciendo en el tercer trimestre a una tasa intertrimestral del 0,5%. En conjunto, los indicadores de confianza más recientes y las cifras de producción industrial y comercio apuntan a una nueva mejora de la actividad en todos los Estados miembros más grandes de la UE de Europa Central y Oriental. Al mismo tiempo, persisten algunos riesgos importantes, como se desprende del reciente deterioro de los indicadores del mercado laboral. En los últimos meses, la inflación, medida por el IAPC se ha venido reduciendo en los cuatro países, si bien se observan notables diferencias en cuanto a su nivel. En octubre de 2009, fue negativa en la República Checa, situándose en el -0,6%, principalmente como consecuencia de los efectos de base derivados de anteriores aumentos de los impuestos indirectos y de un crecimiento más lento de los precios administrados. Por el contrario, en Hungría, Polonia y Rumanía, la inflación interanual, medida por el IAPC, se mantuvo en niveles muy elevados: 4,2%, 3,8% y 4,3%, respectivamente. En los tres últimos meses, el Magyar Nemzeti Bank ha reducido, en tres etapas, su principal tipo de interés oficial en un total de 150 puntos básicos, hasta el 6,5%. El 29 de septiembre, la Banca Națională a României recortó su tipo de interés oficial en 50 puntos básicos, hasta el 8%.

De todos los países de la UE, los Estados bálticos son lo que han experimentado el descenso más acusado de la actividad económica desde el inicio de la crisis mundial en un clima de caídas muy acusadas de los precios de la vivienda. No obstante, los indicadores recientes de corto plazo sobre actividad y confianza sugieren una mejora de la situación económica también en estos tres países. Bulgaria también ha experimentado una contracción del PIB real en los últimos trimestres (aunque menos pronunciada que en los Estados bálticos) y una caída de los precios de la vivienda. Sin embargo, algunos indicadores de corto plazo, como las ventas del comercio al por menor o la confianza industrial han seguido mostrando una tendencia a la baja en los últimos meses. La inflación, medida por el IAPC, se ha reducido hasta niveles muy bajos en Letonia y Bulgaria en los últimos meses y ha comenzado a registrar tasas negativas en Estonia y Lituania.

En Rusia, la actividad económica comenzó a recuperarse en el tercer trimestre de 2009, tras registrar descensos durante tres trimestres consecutivos. Según indican las estimaciones provisionales de la oficina estadística, el PIB real aumentó en torno a un 2,5% en el tercer trimestre, en tasa intertrimestral desestacionalizada. De cara al futuro, se prevé que la estabilización de la demanda externa y la evolución de los precios de las materias primas, así como la política fiscal expansiva, contribuyan a que se mantenga la recuperación. En consonancia con la mayor brecha de producción negativa y a medida que la transmisión de la anterior depreciación del rublo ha ido desapareciendo gradualmente, las presiones inflacionistas se han ido atenuando aún más y la inflación interanual, medida por los precios de consumo, se situaba en octubre en el 9,7%.

ECONOMÍAS EMERGENTES DE ASIA

En las economías emergentes de Asia, el proceso de recuperación de la desaceleración mundial continuó en el tercer trimestre de 2009. Aunque el comercio exterior aún se sitúa claramente por debajo del nivel observado en el verano de 2008, varios factores han contribuido a la pujanza de la demanda interna y al crecimiento económico de esta región, entre otros, las medidas de estímulo fiscal y las políticas monetarias expansivas, el retorno de las notables entradas netas de capital, la favorable evolución de los mercados de activos e inmobiliario y un repunte de la creación de empleo.

En China, el crecimiento interanual del PIB se incrementó hasta el 8,9% en el tercer trimestre de 2009, frente al 7,1% registrado en el primer semestre del año. El crecimiento de la inversión en activos fijos, estimulado principalmente por las medidas fiscales, contribuyó 7,3 puntos porcentuales al crecimiento del PIB (que ascendió, en conjunto, al 7,7%) en el período comprendido entre enero y septiembre. Además del rápido crecimiento de la inversión en infraestructura, la inversión del sector privado también comenzó a recuperarse, impulsada principalmente por la inversión en el sector inmobiliario. La contribución del consumo al crecimiento del PIB siguió siendo robusta, cifrándose en 4 puntos porcentuales entre enero y septiembre. Sin embargo, la contribución de la demanda exterior neta fue negativa y el superávit comercial se redujo hasta el 4,3% del PIB entre enero y septiembre de 2009, desde el 6,1% observado en el mismo período del año anterior. La caída del superávit comercial tuvo su origen en una rápida recuperación de las importaciones, estimulada, a su vez, por el rápido crecimiento de la inversión, que trajo consigo un aumento de la demanda de materias primas importadas. Por el contrario, la recuperación de las exportaciones fue considerablemente más lenta. La inflación interanual, medida por el IPC, siguió siendo negativa, pero últimamente las variaciones intermensuales se han tornado positivas. La orientación de la política monetaria siguió siendo acomodaticia, a pesar de las restricciones a los préstamos bancarios específicas de algunos sectores. A finales de octubre de 2009, el saldo del crédito bancario había aumentado un 32%, en cifras interanuales.

En Corea, el PIB real volvió a registrar una tasa de crecimiento interanual positiva del 0,6% en el tercer trimestre de 2009, tras la caída del 2,2% observada en el trimestre anterior. La recuperación se ha hecho más generalizada desde mediados de 2009, con una creciente contribución de la inversión y el consumo privados. La inflación interanual, medida por el IPC, fue del 2% en octubre, frente al 2,2% registrado un mes antes. El crecimiento de los precios inmobiliarios experimentó una desaceleración como resultado de la aplicación de normas más estrictas respecto a la ratio de deuda en relación con la renta para la concesión de préstamos hipotecarios.

La actividad económica también ha sido robusta en India. La tasa de crecimiento interanual del PIB real aumentó hasta el 7,9% en el tercer trimestre de 2009, frente al 6,1% registrado en el segundo trimestre. La inflación medida por los precios al por mayor, la principal medida de la inflación que utiliza el Banco de Reserva de India, ha vuelto a registrar recientemente tasas positivas, debido principalmente a la rápida aceleración de la inflación de los precios de los alimentos. A mediados de octubre, los precios al por mayor se situaban un 1,5% por encima del nivel observado hace un año.

En la mayoría de las economías emergentes de Asia, la recuperación económica se ha sustentado masivamente en los estímulos macroeconómicos, si bien todavía persiste la incertidumbre con respecto a las perspectivas de recuperación del entorno exterior. Otro elemento de incertidumbre guarda relación con las cifras de inflación, que han vuelto a ser positivas y están aumentando gradualmente en varios países en un contexto de recuperación de los mercados bursátiles e inmobiliarios.

AMÉRICA LATINA

En América Latina se observan señales cada vez más claras de que la actividad económica se está recuperando gradualmente de la desaceleración mundial. Al mismo tiempo, las presiones inflacionistas siguen remitiendo en el conjunto de la región. Concretamente, en México el crecimiento del PIB real experimentó una contracción del 6,2% en el tercer trimestre de 2009 en comparación con el año anterior, tras una caída del 8,9% en el segundo trimestre de 2009. La inflación, medida por los precios de consumo, se situó en promedio en el 5,1% en el tercer trimestre de 2009, frente al 6% del trimestre anterior. En Brasil, los indicadores de alta frecuencia sugieren que la actividad económica sigue recuperándose con rapidez. La producción industrial se contrajo alrededor de un 8,3%, en tasa interanual, en el tercer trimestre de 2009, tras reducirse casi un 12,3% en el segundo trimestre y cerca del 15% en el primer trimestre. Al mismo tiempo, las presiones inflacionistas siguen moderándose: la inflación general se situaba en el 4,3% en el tercer trimestre, frente al 5,3% registrado en el segundo trimestre. En Argentina, el desempeño macroeconómico sigue siendo desigual, con una caída media de la producción industrial del 1%, en tasa interanual, en el tercer trimestre, tras un descenso del 0,8% en el segundo trimestre. Por otro lado, las presiones inflacionistas, tras una moderación sostenida desde junio de 2008, comenzaron a repuntar de nuevo al situarse la inflación interanual, medida por el IPC, en una media del 5,9% en el tercer trimestre, frente al 5,5% del segundo trimestre.

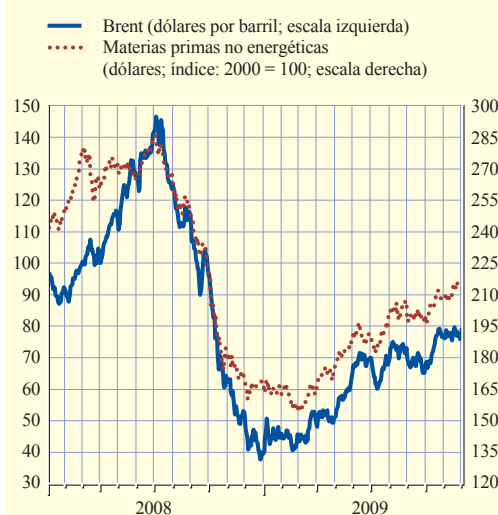
En general, aunque varias economías siguen sufriendo el impacto de la desaceleración mundial, la actividad económica ha dado señales claras de recuperación en muchos países de América Latina. Entre los factores que han contribuido a esta recuperación cabe señalar las medidas de estímulo adoptadas en cada país y el aumento de los precios de las materias primas, así como los positivos efectos riqueza asociados al comportamiento de los mercados bursátiles. Dado que las exportaciones todavía se sitúan muy por debajo de los niveles observados antes de la crisis, la sostenibilidad a largo plazo de la recuperación aún depende, en gran medida, del entorno exterior

1.2 MERCADOS DE MATERIAS PRIMAS

En los tres últimos meses, los precios del petróleo han experimentado un ligero aumento y, recientemente, han fluctuado dentro de una banda de 75 a 80 dólares estadounidenses el barril. El 2 de diciembre, los precios del Brent se situaban en 79,4 dólares el barril (lo que equivale casi a un 100% más que a comienzos de 2009). De cara al futuro, los participantes en los mercados esperan precios más altos en el medio plazo, negociándose actualmente los futuros con entrega en diciembre de 2011 en torno a 90 dólares estadounidenses.

Considerando las variables fundamentales, las perspectivas de crecimiento a nivel mundial son ahora considerablemente menos pesimistas que hace unos meses, y la Agencia Internacional de la Energía ha revisado al alza en repetidas ocasiones su proyecciones de la demanda de petróleo para 2009 y 2010, especialmente en lo que se refiere a

Gráfico 4 Principales indicadores de los mercados de materias primas



Fuentes: Bloomberg y HWWI.

América del Norte y Asia. Por el lado de la oferta, las proyecciones son también menos sombrías y sugieren un crecimiento moderado de la producción de petróleo en los países no pertenecientes a la OPEP. Por su parte, la producción de la OPEP también ha aumentado de forma sostenida en los tres últimos meses.

Los precios de las materias primas no energéticas han fluctuado dentro de intervalos estrechos en los tres últimos meses. Los precios de los alimentos se recuperaron ligeramente en octubre. Los precios de los metales, especialmente el cobre, también se han incrementado, debido a un fuerte proceso de reposición de existencias. En cifras agregadas, el índice de precios de las materias primas no energéticas (denominado en dólares estadounidenses) se situaba, a finales de noviembre, aproximadamente un 27% por encima del nivel registrado a comienzos del año.

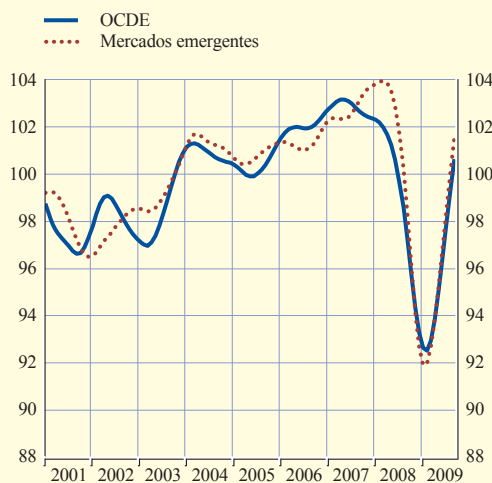
1.3 PERSPECTIVAS DEL ENTORNO EXTERIOR

Los datos más recientes indican que la economía mundial ha vuelto a la senda del crecimiento, aunque con una menor sincronización entre las principales áreas económicas que la registrada durante la desaceleración. Los indicadores sintéticos adelantados de la OCDE han seguido mejorando en los últimos meses y, en septiembre, se situaban 3,4 puntos por encima del nivel observado un año antes (véase gráfico 5). La mejora de dichos indicadores afectó tanto a las economías avanzadas como a las que no forman parte de la OCDE. La mejora de las perspectivas de la economía mundial también se hace patente en el Indicador de clima económico mundial del Ifo, que continuó aumentando en el cuarto trimestre del año, especialmente en Asia y, en menor medida, en Europa Occidental y América del Norte. El movimiento al alza de esta indicador tuvo su origen tanto en las expectativas más favorables para los próximos seis meses como en una evaluación más positiva de la actual situación económica.

Aunque las perspectivas de la economía mundial continúan estando sujetas a un elevado grado de incertidumbre, los riesgos para estas perspectivas 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 y de otras medidas adoptadas. La confianza también podría seguir mejorando y el comercio exterior podría recuperarse con más fuerza de lo previsto. Por otro lado, sigue preocupando que se produzca una espiral negativa de reacciones adversas entre la economía real y el sector financiero más intensa o prolongada de lo previsto, que aumenten de nuevo los precios del petróleo y de otras materias primas, que se intensifiquen las presiones proteccionistas y la posibilidad de que los mercados se vean afectados por perturbaciones relacionadas con la corrección de los desequilibrios mundiales.

Gráfico 5 Indicadores sintéticos adelantados de la OCDE

(datos mensuales; ajustados a la amplitud del ciclo)



Fuente: OCDE.

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

Recuadro I

REGÍMENES DE POLÍTICA MONETARIA Y ESTABILIDAD MACROECONÓMICA

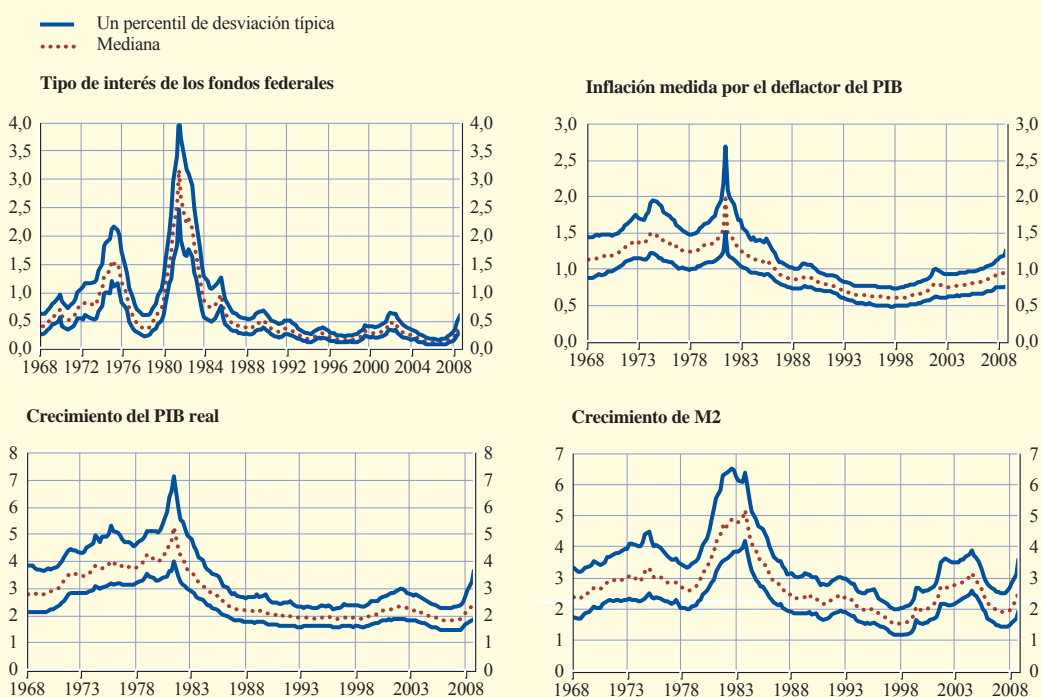
La evidencia empírica indica claramente que los regímenes de política monetaria tendientes a mantener la estabilidad de precios favorecen la estabilidad del entorno macroeconómico. En particular, al anclar firmemente las expectativas de inflación, dichos regímenes contribuyen a reducir tanto la volatilidad de la inflación como la incertidumbre macroeconómica, mejorando así la capacidad de resistencia de la economía ante perturbaciones adversas y sosteniendo la evolución macroeconómica general. La importancia de los regímenes orientados hacia la estabilidad y su impacto positivo en la economía queda patente si se compara el comportamiento macroeconómico de los países más avanzados durante la gran inflación de los años setenta con el registrado en los últimos años.

La gran inflación de los años setenta es un episodio único en la historia, que ilustra la asociación entre una inflación elevada y la inestabilidad macroeconómica. Aunque la historia ya había sido testigo de diversos episodios de alta inflación, e incluso de hiperinflación, siempre habían sido consecuencia de una guerra, guerra civil o revoluciones, y de la consiguiente necesidad de los Gobiernos de financiar déficits presupuestarios abultados mediante el señoreaje¹. En cambio, como ha destaca-

1 Véanse, por ejemplo, R. Dornbusch y S. Fischer, «Stopping hyperinflations past and present», *Weltwirtschaftliches Archiv*, abril de 1986, y T. J. Sargent, «The ends of four big inflations», en R. E. Hall (ed.), *Inflation: Causes and Effects*, University of Chicago Press, 1983.

Gráfico A Volatilidad de las perturbaciones de algunas variables macroeconómicas fundamentales en Estados Unidos

(datos intertrimestrales anualizados; puntos porcentuales)



Fuente: L. Benati y C. Goodhart, «Monetary policy regimes and economic performance: the historical record, 1979-2008», en B. Friedman y M. Woodford (eds.), *Handbook of Monetary Economics*, vol. 1D, North Holland, de próxima publicación.
 Nota: Basado en una autorregresión vectorial bayesiana con parámetros que varían en el tiempo.

do, por ejemplo, Bradford De Long en relación con Estados Unidos², la gran inflación es el único caso histórico de inflación elevada, prolongada y persistente en tiempos de paz. Además de ser única en la historia, la gran inflación también se caracterizó por varios aspectos macroeconómicos específicos.

En primer lugar, como se ilustra en el gráfico A, la volatilidad macroeconómica fue significativa. El gráfico A muestra la volatilidad de las perturbaciones de cuatro variables macroeconómicas fundamentales en Estados Unidos: el tipo de interés de los fondos federales (que la Reserva Federal ha utilizado tradicionalmente como instrumento de política monetaria), la inflación, el crecimiento del producto y la tasa de crecimiento del agregado monetario M2. En las cuatro medidas, la volatilidad fue relativamente alta durante el período de la gran inflación, alcanzó su nivel máximo en torno a la época de desinflación de principios de la década de los ochenta y fue descendiendo en los años posteriores.

En segundo lugar, como muestra el gráfico B, durante la gran inflación las expectativas de inflación a largo plazo estaban cada vez menos ancladas. El gráfico B presenta la trayectoria progresivamente ascendente que siguieron dichas expectativas desde principios de la década de los sesenta, cuando la inflación esperada se situaba en torno al 1%-2%, hasta comienzos de los ochenta, cuando las expectativas eran cercanas al 10%.

La tercera característica de la gran inflación fue el grado relativamente elevado de persistencia de la inflación, definida como la tendencia de ésta a desviarse de su equilibrio a largo plazo, en vez de retornar rápidamente a dicho equilibrio, tras una perturbación³. Este hecho implica automáticamente que, durante esos años, las perturbaciones inflacionistas provocaron grandes fluctuaciones de la inflación en torno a su valor de equilibrio en comparación con años anteriores y posteriores. La explicación más simple del grado relativamente elevado de persistencia de la inflación durante esos años refleja el citado «desanclaje» progresivo de las expectativas de inflación. Dado que el régimen monetario ya no proporcionaba un firme anclaje o un punto de referencia para las expectativas, inevitablemente éstas pasaron a depender, mediante un mecanismo de aprendizaje, de las tasas de inflación anteriores, introduciéndose así, de forma automática, un componente persistente e inercial en la inflación.

2 Véase J. B. De Long, «America's peacetime inflation: the 1970s», en C. Romer y D. Romer (eds.), *Reducing Inflation: Motivation and Strategy*, University of Chicago Press, 1997.
3 En el caso de Estados Unidos, este hecho ha sido documentado, por ejemplo, por T. W. Cogley, G. E. Primiceri y T. J. Sargent, «Inflation-gap persistence in the US», *American Economic Journal: Macroeconomics*, de próxima publicación. En el caso de la zona del euro, véase el discurso pronunciado por J. C. Trichet, Presidente del Banco Central Europeo, en la conferencia «The ECB and its watchers IX», el 7 de septiembre de 2007.

Gráfico B Expectativas de inflación a largo plazo en Estados Unidos

(tasas de variación)



Fuente: A. Levin y J. B. Taylor, «Falling behind the curve: a positive analysis of stop-start monetary policies and the Great Inflation», en M. D. Bordo y A. Orphanides (eds.), *The Great Inflation*, University of Chicago Press, de próxima publicación.
Notas: La línea continua muestra la tasa de inflación esperada dentro de seis años, utilizando los tipos nominales a plazo calculados por Gürkaynak, Sack y Wright (2006) y restando un tipo real a largo plazo constante del 2% y una prima constante del 1%. La línea punteada muestra la tasa de inflación esperada dentro de cinco años obtenida mediante el modelo factorial con ausencia de arbitraje de An, Bekaert y Wei (2008).

Una cuestión relacionada desde el punto de vista conceptual fue la presencia de una proporción relativamente elevada de perturbaciones inflacionistas de carácter permanente, es decir, que movían el nivel de equilibrio a largo plazo de la inflación⁴, mientras que, en años posteriores, la relevancia de las perturbaciones permanentes para explicar las fluctuaciones generales de la inflación disminuyó radicalmente.

La estabilización de principios de los años ochenta y el comportamiento de los regímenes de política monetaria orientados hacia la estabilidad

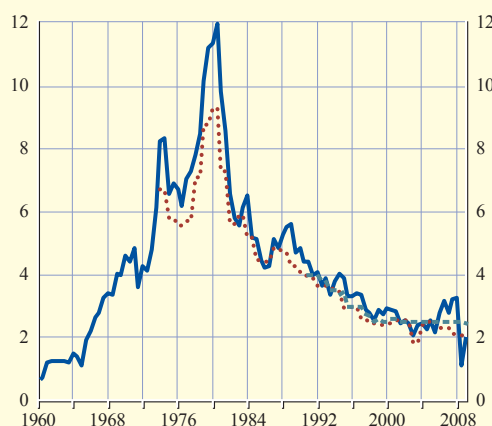
En la mayoría de los países avanzados, a principios de los años ochenta se observó un cambio acusado hacia una política monetaria antiinflacionista más agresiva, que se tradujo en significativos descensos de la inflación. La desinflación estuvo acompañada, en la gran mayoría de los países, por caídas importantes de la volatilidad de los agregados macroeconómicos fundamentales y por una importante disminución de la incertidumbre macroeconómica en todos los ámbitos. En el caso de Estados Unidos, por ejemplo, este aspecto queda patente en el gráfico A. Además, la parte de las fluctuaciones de la inflación provocadas por perturbaciones permanentes inflacionistas y la persistencia de la inflación han descendido significativamente. La persistencia de la inflación se ha reducido especialmente en regímenes con un objetivo de inflación y en los que se orientan hacia la estabilidad de precios, como la UEM. Por ejemplo, se ha documentado⁵ que con el inicio de la unión monetaria ha reducido radicalmente la persistencia de la inflación en comparación con el período anterior a la UEM, lo cual significa que tras una perturbación inflacionista, el retorno de la inflación a niveles compatibles con la definición de estabilidad de precios del BCE es mucho más rápido que antes de que se adoptara el euro. Es evidente que este hecho no puede tomarse como una característica estructural de la economía, ya que depende de la determinación del BCE de mantener la estabilidad de precios a medio plazo y de garantizar un anclaje firme y continuo de las expectativas de inflación.

La estabilización de principios de los años ochenta también estuvo acompañada de un nuevo y progresivo anclaje de las expectativas de inflación, como se ilustra claramente en el gráfico C, que muestra la evolución de las expectativas de inflación medida por el IPC⁶ en Estados Unidos en tres horizontes temporales distintos, a saber, a uno, a dos y a diez años. Las expectativas de inflación a dos años, que es el punto en el que se ha considerado tradicionalmente que la política monetaria tiene su mayor impacto, alcanzaron un nivel máximo del 9,3% en 1980, y después disminuyeron progresivamente hasta registrar un

Gráfico C Expectativas de inflación medida por el IPC en Estados Unidos

(tasas de variación)

- A un año
- ... A dos años
- - - A diez años



Fuente: Encuesta Livingston.

4 Véase, en particular, J. H. Stock y M. W. Watson, «Why has US inflation become harder to forecast?», *Journal of Money, Credit and Banking*, 39(1), 2007, pp. 3-33.

5 Véase, por ejemplo, L. Benati, «Investigating inflation persistence across monetary regimes», *Quarterly Journal of Economics*, 123 vol.3, 2008, pp. 1005-1060.

6 Las expectativas de inflación proceden de la encuesta Livingston, que realiza actualmente el Banco de la Reserva Federal de Filadelfia. Los datos sobre las expectativas de inflación dentro de dos y de diez años sólo están disponibles a partir de mediados de los años setenta y de principios de la década de los noventa, respectivamente.

mínimo de alrededor del 2,1% en junio de 2009. Las expectativas de inflación a diez años eran del 4% en junio de 1991 (cuando empezó a disponerse de dichas cifras) y descendieron gradualmente hasta diciembre de 1998. Desde entonces, se han mantenido en niveles estables del 2,5%.

El anclaje de las expectativas de inflación ha sido especialmente firme en regímenes como la UME. Ehrmann et ál.⁷, en concreto han documentado que en dichos regímenes, el rendimiento de los bonos a largo plazo apenas reacciona ante la publicación de datos macroeconómicos, lo que constituye una manifestación clara de que las expectativas de inflación están firmemente ancladas. La solidez de estas expectativas en la zona del euro ha quedado demostrada incluso en presencia de las grandes perturbaciones macroeconómicas derivadas de la crisis financiera, cuya fase más grave comenzó en otoño de 2008⁸.

7 M. Ehrmann, M. Fratzscher, R. S. Gürkaynak y E. T. Swanson, «Convergence and anchoring of yield curves in the euro area», Working Paper Series, n.º 817, BCE, octubre de 2007.

8 Véase la conferencia titulada «The crisis and its lessons», pronunciada por J. C. Trichet, Presidente del Banco Central Europeo, en la Universidad de Venecia el 9 de octubre de 2009.

2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

2.1 DINERO Y CRÉDITO DE LAS IFM

Los datos monetarios del tercer trimestre y de octubre de 2009 indican que continuó el descenso paralelo observado en los últimos trimestres en las tasas de crecimiento interanual de M3 y de los préstamos al sector privado. El crecimiento de M3 está siendo frenado en la actualidad por la pendiente especialmente pronunciada de la curva de rendimientos y, como consecuencia, su disminución está generando una sobrevaloración de la caída del crecimiento monetario subyacente. En general, la evolución monetaria más reciente respalda la valoración de bajas presiones inflacionistas derivadas de un crecimiento monetario subyacente moderado. La reducción de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado sigue estando impulsada, principalmente, por una contracción del endeudamiento a corto plazo de las sociedades no financieras, mientras que los flujos mensuales de préstamos a hogares se han mantenido en niveles positivos en los seis últimos meses. En conjunto, el patrón de evolución de los préstamos por sectores ha seguido siendo acorde con regularidades históricas, dada la fase actual del ciclo económico. Por último, la evolución del tercer trimestre y de octubre confirma que las IFM de la zona del euro han reanudado su desapalancamiento, principalmente reduciendo sus posiciones frente a otras IFM.

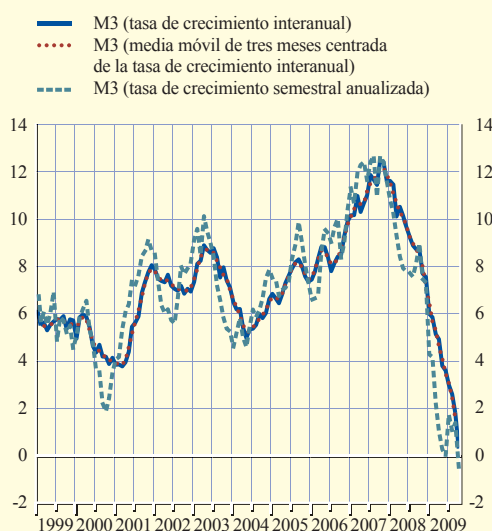
EL AGREGADO MONETARIO AMPLIO M3

La tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio M3 volvió a reducirse en octubre de 2009 y se situó en el 0,3%, frente al 1,8% de septiembre (habiendo registrado una media del 2,8% y del 4,4% en el tercer y segundo trimestres de 2009, respectivamente; véase gráfico 6). La notable desaceleración del crecimiento interanual de M3 en octubre obedeció principalmente a efectos de base, ya que los elevados flujos de entrada hacia activos monetarios (principalmente efectivo y, por tanto, M1) inmediatamente después de la quiebra de Lehman Brothers no se incluyen en el cálculo de la tasa de crecimiento interanual. También fue reflejo de una tasa de crecimiento intermensual negativa por segunda vez consecutiva, que provocó que las tasas de crecimiento trimestral y semestral anualizadas pasaran a ser ligeramente negativas.

La desaceleración de la expansión monetaria tiene que valorarse en el entorno de la pronunciada pendiente de la curva de rendimientos surgida a principios de año, lo que continúa dando lugar a una evolución heterogénea de los distintos componentes de M3. En concreto, la remuneración cada vez menor de los depósitos a corto plazo con respecto a los depósitos a la vista ha reducido el coste de oportunidad de mantener los activos monetarios más líquidos y ha sido la responsable del fuerte crecimiento de M1. Al mismo tiempo, el hecho de que la pendiente de la curva de tipos continúe siendo acusada está propiciando el desplazamiento de activos desde M3 hacia activos menos líquidos y, posiblemente, de mayor riesgo. Este impacto concreto sugiere que la disminución del crecimiento de M3 está generando en la actualidad una sobrevaloración de la caída del crecimiento monetario subyacente, que es lo que indica riesgos para la estabilidad de precios.

Gráfico 6 Crecimiento de M3

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



Fuente: BCE.

En cuanto a las contrapartidas de M3, la pronunciada pendiente de la curva de rendimientos ha generado una nueva intensificación del crecimiento interanual de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM. Este hecho explica, desde un punto de vista contable, por qué el descenso observado en el crecimiento de M3 ha sido más acusado recientemente que el registrado en el caso del crédito a residentes en la zona del euro. La tasa de crecimiento de los préstamos al sector privado, el principal componente del crédito bancario, pasó a ser negativa a finales del tercer trimestre y volvió a disminuir en octubre, pero se mantuvo en niveles positivos al ajustarla por la baja de préstamos de los balances en el contexto de las operaciones de titulización. Este moderado crecimiento de los préstamos se mantiene en consonancia con regularidades del ciclo económico a más largo plazo y refleja la actual incertidumbre en torno a las perspectivas de negocio, de renta y del mercado de la vivienda.

Los activos principales de las IFM disminuyeron considerablemente, en términos generales, en el tercer trimestre y en octubre, lo cual indica la reanudación del proceso de desapalancamiento tras la suspensión temporal observada a mediados del año. Sin embargo, este proceso siguió reflejando, fundamentalmente, la reducción de sus posiciones frente a otras IFM (frente a entidades de crédito tanto de la zona del euro como del resto del mundo). El crédito a la economía de la zona del euro continuó creciendo, pero este hecho oculta fuertes desplazamientos de la deuda privada hacia la deuda pública.

PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

El descenso observado en la tasa de crecimiento interanual de M3 en el tercer trimestre de 2009 siguió estando determinado, principalmente, por la menor contribución 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), mientras que la aportación de M1 continuó aumentando.

La tasa de crecimiento interanual de M1 volvió a aumentar en el tercer trimestre de 2009 y se situó en el 12,3%, frente al 8% del trimestre anterior. Sin embargo, posteriormente disminuyó hasta colocarse en el 11,8% en octubre (véase cuadro 1). Este descenso se debió, principalmente, a efectos de base, dado que

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 IV | 2009 I | 2009 II | 2009 III | 2009 Sep | 2009 Oct |
| M1 | 47,7 | 2,7 | 5,3 | 8,0 | 12,3 | 12,8 | 11,8 |
| Efectivo en circulación | 7,9 | 12,4 | 13,6 | 13,2 | 12,8 | 12,5 | 6,5 |
| Depósitos a la vista | 39,8 | 0,8 | 3,7 | 7,0 | 12,2 | 12,8 | 12,9 |
| M2 - M1 (= otros depósitos a corto plazo) | 39,7 | 15,8 | 9,3 | 3,0 | -3,1 | -5,3 | -7,2 |
| Depósitos a plazo hasta dos años | 20,7 | 29,0 | 13,0 | -0,7 | -13,1 | -17,8 | -21,6 |
| Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses | 19,0 | -0,5 | 4,5 | 8,6 | 12,8 | 14,9 | 16,2 |
| M2 | 87,4 | 8,9 | 7,3 | 5,5 | 4,5 | 3,6 | 2,3 |
| M3 - M2 (= instrumentos negociables) | 12,6 | 4,2 | -0,7 | -2,5 | -7,5 | -8,9 | -11,6 |
| M3 | 100,0 | 8,2 | 6,1 | 4,4 | 2,8 | 1,8 | 0,3 |
| Crédito a residentes en la zona del euro | | 7,4 | 5,9 | 4,3 | 3,3 | 3,0 | 2,9 |
| Crédito a las Administraciones Públicas | | 1,7 | 5,6 | 8,4 | 11,5 | 13,5 | 15,2 |
| Préstamos a las Administraciones Públicas | | 2,9 | 2,3 | 1,5 | 2,7 | 1,6 | 3,6 |
| Crédito al sector privado | | 8,6 | 5,9 | 3,5 | 1,6 | 1,0 | 0,5 |
| Préstamos al sector privado | | 7,3 | 4,6 | 2,1 | 0,4 | -0,3 | -0,8 |
| Préstamos al sector privado ajustados por ventas y titulizaciones | | 8,4 | 6,1 | 3,6 | 1,6 | 0,9 | 0,3 |
| Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas) | | 1,1 | 1,7 | 2,7 | 3,6 | 4,6 | 6,2 |

Fuente: BCE.

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

el fuerte incremento registrado en octubre de 2008 tras la quiebra de Lehman Brothers no se incluyó en el cálculo de la citada tasa. Este efecto de base fue especialmente pronunciado en el caso del efectivo en circulación, cuya tasa de crecimiento interanual cayó hasta el 6,5% en octubre, desde el 12,8% del tercer trimestre. En cambio, la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a la vista subió nuevamente y se situó en el 12,9% en octubre, frente al 7% y el 12,2% del segundo y tercer trimestres, respectivamente, lo cual explica el fuerte y continuado crecimiento de M1.

Las importantes entradas de depósitos a la vista en el tercer trimestre y en octubre están en consonancia con la actual configuración de los tipos de interés, ya que los descensos de los tipos de mercado a corto plazo han reducido a niveles especialmente bajos el coste de oportunidad de mantener este tipo de depósitos. Al mismo tiempo, con la progresiva recuperación de la tolerancia al riesgo, los depósitos a la vista pueden estar utilizándose para aparcar fondos temporalmente, con el objetivo de invertirlos posteriormente en el resto de plazos y con distintos niveles de riesgo.

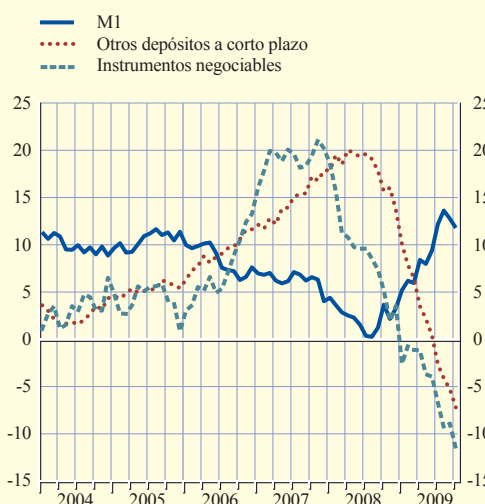
La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista volvió a disminuir y se situó en el -7,2% en octubre, frente al -3,1% y el 3% del tercero y segundo trimestres, respectivamente. Esta evolución es reflejo del significativo descenso de la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo (esto es, depósitos a plazo hasta dos años), que cayó hasta el -21,6% en octubre, desde el -0,7% y el -13,1% del segundo y tercer trimestres, respectivamente (véase gráfico 7). En cambio, los depósitos de ahorro a corto plazo (es decir, depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses) crecieron a una tasa interanual del 16,2% en octubre, desde el 12,8% y el 8,6% de los dos trimestres anteriores.

La evolución observada para los distintos tipos de depósitos a corto plazo es acorde con sus tipos de interés respectivos. En este sentido, los persistentes flujos de entrada en los depósitos de ahorro a corto plazo pueden explicarse por el hecho de que han estado mejor remunerados que los depósitos a corto plazo desde principios de 2009. Al mismo tiempo, los fondos han seguido desplazándose desde los depósitos a corto plazo y los instrumentos negociables hacia activos financieros no incluidos en M3, que han aumentado su atractivo dada la acusada pendiente de la curva de rendimientos y la recuperación observada en una amplia variedad de mercados de activos.

La tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables incluidos en M3 disminuyó hasta el -11,6% en octubre, desde el -2,5% y el -7,5% del segundo y tercer trimestres, respectivamente, como consecuencia, en particular, de los acusados descensos observados nuevamente en la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones hasta dos años y de la moderada tasa de crecimiento interanual de las cesiones temporales, que también ha pasado a ser negativa. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de las participaciones en fondos del mercado monetario, el subcomponente más importante de los instrumentos negociables, también se moderó ligeramente en el tercer trimestre y en octubre, aun-

Gráfico 7 Principales componentes de M3

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



Fuente: BCE.

que se mantuvo en niveles positivos. Para un análisis detallado de la evolución reciente de las cesiones temporales, véase el recuadro 2.

Recuadro 2

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LAS CESIONES TEMPORALES

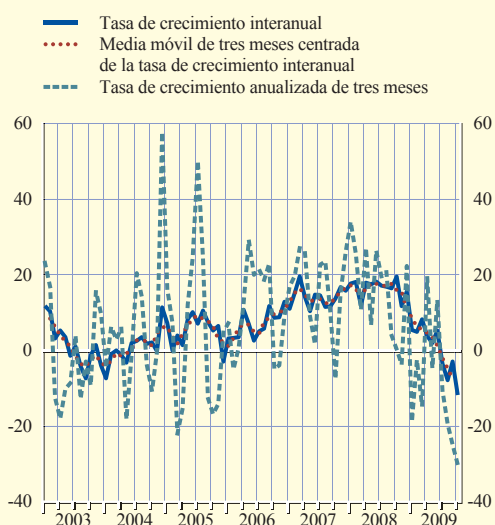
El descenso observado en el crecimiento interanual de M3 desde que se intensificaron las turbulencias financieras ha sido consecuencia, principalmente, de la desaceleración registrada en los depósitos a corto plazo y en los instrumentos negociables, como las cesiones temporales. De hecho, desde octubre de 2008, la desaceleración observada en las cesiones temporales ha contribuido en más de 1 punto porcentual a la disminución del crecimiento interanual de M3, que es bastante sustancial para un componente que representa solamente el 3% de M3. Habida cuenta de lo anterior, en este recuadro se examina la evolución reciente de las cesiones temporales, poniéndola en perspectiva con respecto a la configuración actual de los tipos de interés.

Evolución de las cesiones temporales y de los tipos de interés

Una cesión temporal representa una forma especial de depósito, pues constituye simultáneamente un depósito y un préstamo con garantías. Por lo tanto, es una operación doble, que implica la venta de un valor (o cesta de valores) de una parte a otra, a cambio de efectivo, en la fecha de inicio del repo, con la condición añadida de que estos activos se recomprarán en una fecha futura establecida previamente. La principal ventaja es el elevado nivel de seguridad que ofrece al prestamista en caso de que el prestatario incumpla sus obligaciones, pues el riesgo está cubierto por las garantías recibidas.

Gráfico A Cesiones temporales

(tasas de variación; datos desestacionalizados y ajustados de efecto calendario)



Fuente: BCE.

Los participantes en el mercado pueden utilizar cesiones temporales principalmente para conseguir financiación o prestar fondos durante periodos cortos de tiempo. Este hecho ayuda a explicar por qué las cesiones temporales son el componente más volátil de M3, extendiéndose esta volatilidad incluso a sus tasas de crecimiento interanual. No obstante, si se considera la media móvil de tres meses de la tasa de crecimiento interanual, se observa que se ha producido una desaceleración acusada y sostenida desde el último trimestre de 2008, registrándose en octubre de 2009 tasas de crecimiento interanual negativas (véase gráfico A).

Este descenso de la tasa de crecimiento —y, más recientemente, de los saldos vivos— de las cesiones temporales está en consonancia con la evolución de los tipos de interés de mercado y su transmisión a los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela (véase gráfico B).

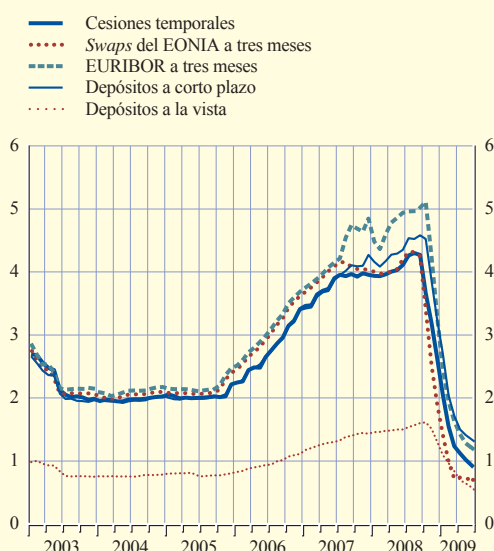
Efectivamente, la remuneración de las operaciones de cesión temporal efectuadas con los hogares y las sociedades no financieras se ha reducido en línea con el EURIBOR y con los tipos *swaps* del EONIA. Resulta interesante saber que desde que se iniciaron las turbulencias financieras, se ha producido un alto grado de correlación entre la remuneración de las cesiones temporales y la de los préstamos interbancarios garantizados (es decir, los tipos *swaps* del EONIA a tres meses, mientras que la remuneración de los depósitos a corto plazo ha estado más en línea con la de los préstamos interbancarios no garantizados (es decir, el EURIBOR a tres meses). Esta disociación y el correspondiente aumento relativo de la remuneración de los depósitos a corto plazo han tenido, probablemente, un efecto negativo sobre las tenencias de cesiones temporales, especialmente después de que los Gobiernos anunciaran la constitución de avales públicos para los depósitos bancarios de los hogares. Además, después de haberse ampliado significativamente entre principios de 2005 y mediados de 2008, el diferencial entre la remuneración de las cesiones temporales y la de los depósitos a la vista se ha reducido sensiblemente desde entonces. Así pues, la remuneración relativa de las cesiones temporales ha caído de forma acusada desde mediados de 2008, situándose en valores cercanos a cero en el tercer trimestre de 2009.

Evolución de las tenencias de cesiones temporales, por sectores

Desde una perspectiva sectorial, las cesiones temporales están en poder, principalmente, de los hogares y de los intermediarios financieros no monetarios distintos de empresas de seguros y fondos de pensiones (OIF). Desde 2004, las tenencias de estos dos sectores han alcanzado un promedio del 25% y de algo más del 50% del total de saldos vivos, respectivamente. El descenso observado en el crecimiento interanual de las cesiones temporales desde el último trimestre de 2008 se debe, sobre todo, a la fuerte reducción registrada en las tenencias de estos instrumentos mantenidas por los hogares, habiendo disminuido su valor en más de 60 millones de euros en el período transcurrido hasta octubre de 2009 (véase gráfico C). Este descenso es acorde con la reducción del diferencial entre la remuneración de las cesiones temporales y las de los depósitos a la vista (y, por tanto, con la caída del coste de oportunidad de las tenencias más líquidas).

Gráfico B Algunos tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela y tipos de interés del mercado monetario

(en porcentaje)



Fuente: BCE.

Nota: Los datos sobre cesiones temporales, depósitos a corto plazo y depósitos a la vista se refieren a los tipos contratados anualizados aplicados a los hogares y a las sociedades financieras.

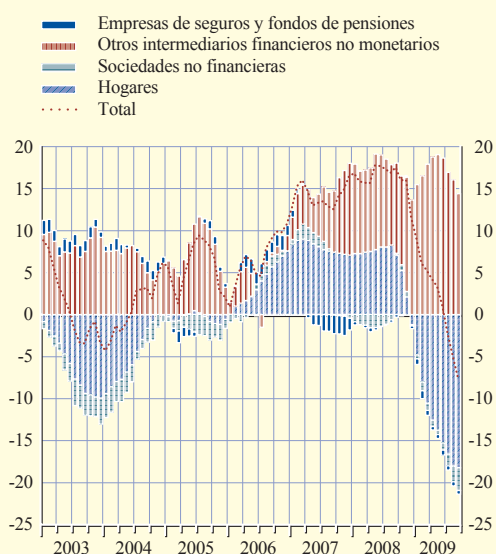
Este descenso es acorde con la reducción del diferencial entre la remuneración de las cesiones temporales y las de los depósitos a la vista (y, por tanto, con la caída del coste de oportunidad de las tenencias más líquidas).

Cabe observar que el tamaño de las tenencias de cesiones temporales por sectores tiende a diferir de forma importante de un país a otro de la zona del euro, lo que supone que la evolución en un país puede tener un efecto significativo sobre el importe total del conjunto de la zona del euro. Por ejemplo, la mayoría de las variaciones registradas en las cesiones temporales en poder de los hogares suele reflejar la evolución observada en Italia, donde habitualmente se tienen cesiones temporales como alternativa a los depósitos a plazo, puesto que su nivel de remuneración resulta atractivo y poseen una serie de ventajas en términos de comisiones.

Al contrario de lo que ocurre con los hogares, en general se han seguido registrando sustanciales

Gráfico C Evolución de las cesiones temporales y composición por sectores

(tasas de variación interanual y contribuciones en puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

liquidan en una entidad de contrapartida central¹. Una mayor actividad en tales plataformas (como se observó, por ejemplo, en 2005) puede tener un fuerte impacto en la volatilidad de la serie de cesiones temporales y dificultar la determinación de las actividades desarrolladas en el propio sector OFI. Durante las turbulencias financieras, es posible que las entidades financieras hayan recurrido más de lo habitual a esa negociación con garantías. Si se consideran los países por separado, la mayoría de las operaciones efectuadas a través de una entidad de contrapartida central se están llevando a cabo en Alemania.

En las estadísticas de las IFM, una operación realizada a través de una entidad de contrapartida central se contabiliza de dos maneras: (i) como préstamo en la entidad que concede la liquidez; y (ii) como depósitos en forma de cesión temporal en la entidad que recibe la liquidez. Por lo tanto, tiene efecto en la evolución de M3, aunque no debería considerarse un movimiento puramente monetario. Ciertamente, las cesiones temporales OTC puras entre dos IFM no afectan la evolución monetaria. En ese sentido, puede argumentarse que estas contrapartidas deberían excluirse del sector tenedor de dinero, con lo que sus depósitos en IFM quedarían eliminados de los agregados monetarios. Sin embargo, desde un punto de vista estadístico, aún no es posible aislar estas contrapartidas².

En resumen, la evolución reciente de las cesiones temporales refleja, principalmente, las variaciones observadas en los tipos de interés de mercado y su remuneración en comparación con otras formas de depósito. Al mismo tiempo, las turbulencias financieras podrían haber dado origen a algunos factores compensatorios, dado que las operaciones de cesión temporal están garantizadas

flujos de entrada en las cesiones temporales mantenidas por los OIF, cuyo total se ha cifrado en torno a 40 mm de euros en los últimos 12 meses y ha compensado, en parte, la reducción de las tenencias de los hogares. Aunque parece que estas entradas han disminuido ligeramente en los últimos meses, la acumulación de cesiones temporales por parte de los OFI resulta bastante llamativa, ya que la composición de sus carteras depende de forma muy importante (e inmediata) de cuestiones de remuneración. Conviene considerar dos factores al respecto. En primer lugar, puede que los OIF estén más predispuestos a utilizar depósitos garantizados en forma de cesiones temporales mientras persistan las tensiones financieras, un factor que no es relevante para los hogares, ya que sus depósitos bancarios están asegurados por fondos de garantía de depósitos (dentro de ciertos límites). En segundo lugar, las cesiones temporales mantenidas por los OFI incluyen también operaciones interbancarias de cesión temporal —a menudo asociadas con la negociación electrónica— que se

1 Véase «The role of other financial intermediaries in monetary and credit developments in the euro area», Documento Ocasional n.º 75, BCE, octubre de 2007, p.17.

2 Sin embargo, a partir de junio de 2010, se podrán aislar las operaciones de cesión temporal efectuadas por las entidades de contrapartida central, tras la puesta en vigor de la actualización del Reglamento relativo al balance de las IFM (BCE/2008/32).

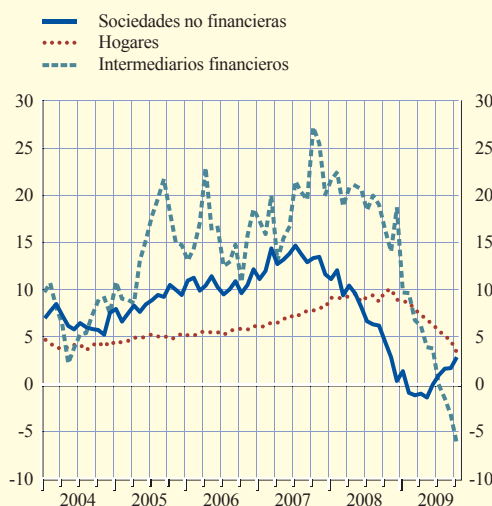
y que las operaciones de este tipo realizadas en el mercado interbancario y liquidadas en entidades de contrapartida central se incluyen en las tenencias de cesiones temporales en poder del sector OFI.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3, que incluye los depósitos a corto plazo y las cesiones temporales y que constituye el agregado monetario más amplio para el que se dispone de información fiable por sectores, cayó hasta el 3,4% en el tercer trimestre de 2009, desde el 5% del trimestre anterior. Esta disminución continuó en octubre, cuando la tasa de crecimiento interanual se situó en el 1,5%. La tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3 de los hogares, que representan la mayor contribución a la tasa de crecimiento interanual de los depósitos totales de M3, ha disminuido notablemente desde el segundo trimestre de 2009 y fue del 3,4% en octubre (véase gráfico 8). En cambio, la tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3 que obran en poder de las sociedades no financieras ha pasado a ser claramente positiva en los últimos meses.

Esta evolución de los depósitos por sectores está en consonancia con la fase actual del ciclo económico y con la configuración de los tipos de interés. De hecho, la moderación observada en los depósitos de los hogares puede explicarse por el hecho de que la renta de este sector presenta un desfase con respecto a la actividad económica —aunque se compensa, en parte, por los aumentos observados en la ratio de ahorro desde el tercer trimestre de 2008— y refleja parcialmente el desplazamiento de fondos desde activos monetarios hacia activos a más largo plazo. El impacto de la configuración de los tipos de interés sobre las salidas de fondos desde activos monetarios incluidos en M3 hacia instrumentos de mayor rentabilidad es más patente en el caso de los intermediarios financieros no monetarios (principalmente OIF, es decir, intermediarios financieros no monetarios distintos de las empresas de seguros y los fondos de pensiones), ya que la tasa de crecimiento interanual de las tenencias de activos monetarios de estos intermediarios se redujo significativamente hasta situarse en el -6,3% en octubre, frente al 5,1% y el -0,5% del segundo y tercer trimestres, respectivamente. El aumento de las tenencias de activos monetarios observado en el caso de las sociedades no financieras puede ser reflejo del hecho de que los flujos de caja tienden a mejorar en las fases iniciales de una recuperación y se utilizan después para reponer las reservas de liquidez. Sin embargo, también podría obedecer a una entrada de fondos como consecuencia de la mayor actividad de emisión de valores observada en los últimos meses.

Gráfico 8 Depósitos a corto plazo y cesiones temporales

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



Fuente: BCE.
Nota: Sector IFM, excluido el Eurosistema.

PRINCIPALES CONTRAPARTIDAS DE M3

En cuanto a las contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual del crédito total concedido por las IFM a residentes en la zona del euro continuó disminuyendo en el tercer trimestre de 2009, hasta situarse en el 3,3%, frente al 4,3% del trimestre anterior, antes de descender nuevamente hasta el 2,9%

en octubre (véase cuadro 1). Esta evolución obedeció a la significativa caída de la tasa de crecimiento interanual del crédito de las IFM al sector privado, que se vio compensada, en parte, por un notable aumento de la tasa de crecimiento interanual del crédito concedido a las Administraciones Públicas.

El significativo fortalecimiento de la tasa de crecimiento interanual del crédito de las IFM a las Administraciones Públicas (que ascendió al 15,2% en octubre) refleja, principalmente, las considerables y continuas entradas observadas en las tenencias de valores de deuda pública por parte del sector de las IFM, pero también (particularmente en octubre) las entradas a través de préstamos directos. Estas compras de valores de deuda pública están en consonancia con la conducta inversora típica de las entidades de crédito a lo largo del ciclo de tipos de interés. El aumento de la pendiente de la curva de rendimientos—cuando los costes de financiación implícitos en los tipos a corto plazo son reducidos en relación con el rendimiento que puede obtenerse de la deuda pública—permite a las IFM conseguir una rentabilidad estable, sin excesivo impacto en términos de requerimientos de capital o riesgo de crédito, en un entorno de considerable incertidumbre acerca de las perspectivas económicas futuras¹.

En cambio, la tasa de crecimiento interanual del crédito concedido por las IFM al sector privado continuó disminuyendo en el tercer trimestre, hasta el 1,6%, desde el 3,5% del trimestre anterior, antes de volver a reducirse y situarse en el 0,5% en octubre. La tasa de crecimiento interanual de las tenencias de valores distintos de acciones del sector privado por parte de las IFM disminuyó nuevamente, desde el 26,1% en el segundo trimestre, hasta el 20,6% en el tercer trimestre y el 16,4% en octubre. Esta bajada reflejó la moderación de los flujos de entrada mensuales observada desde comienzos de 2009 y puede explicarse por la reducción de las operaciones de titulización retenidas en el transcurso del año, tras la intensa actividad presenciada a finales de 2008. La tasa de crecimiento interanual de las tenencias de acciones y otras participaciones por parte de las IFM se mantuvo sin variaciones, en el -8,2%, en el tercer trimestre, antes de recuperarse y situarse en el -4,9% en octubre.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM al sector privado (el principal componente del crédito otorgado a este sector) también volvió a disminuir, hasta el 0,4% en el tercer trimestre, desde el 2,1% del trimestre anterior, antes de pasar a niveles negativos y situarse en el -0,8% en octubre (véase cuadro 1). Dado que las operaciones de titulización real (o fuera de balance) fueron más moderadas en el tercer trimestre y en octubre, fue menor la distorsión a la baja de los citados préstamos causada por el impacto de aquéllos que fueron dados de baja del balance. Sin embargo, sigue habiendo una diferencia de 1,1 puntos porcentuales entre la tasa de crecimiento interanual ajustada y la tasa sin ajustar, lo cual implica que, una vez tenido en cuenta este efecto, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado se ha mantenido ligeramente positiva.

La nueva desaceleración observada en el crecimiento interanual de los préstamos al sector privado en el tercer trimestre y en octubre puede atribuirse, principalmente, al descenso de los préstamos otorgados a las sociedades no financieras y a las instituciones financieras no monetarias, mientras que la caída anterior de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares se ha estabilizado en los últimos meses y, de hecho, el flujo mensual de préstamos a este sector es positivo desde mayo.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos otorgados a las sociedades no financieras cayó hasta el -1,2% en octubre, desde el 4,6% y el 1,1% del segundo y tercer trimestres, respectivamente. Esta disminución refleja las salidas mensuales registradas desde febrero, que se concentraron en los préstamos hasta cinco años, mientras que los flujos de préstamos a más de cinco años siguieron siendo positivos a

1 Véase el recuadro 1, titulado «Evolución reciente de la adquisición de valores de deuda pública de la zona del euro por parte de las IFM», en el Boletín Mensual de junio de 2009.

lo largo de este período. Estas diferencias entre los préstamos a más corto y a más largo plazo podrían reflejar un cierto cambio por parte de las empresas hacia fuentes de financiación a más largo plazo. Esta evolución también es coherente con el aumento observado en las emisiones de valores a largo plazo, lo cual podría indicar que las empresas (especialmente las más grandes) pueden haber sustituido los préstamos bancarios, próximos a su vencimiento, por la financiación en los mercados (para un análisis más detallado de la evolución de los préstamos y de la financiación por sectores, véanse las secciones 2.6 y 2.7).

En términos generales, el patrón de la evolución de los préstamos por sectores parece ser acorde con regularidades históricas y con las expectativas actuales en relación con la actividad económica real. El crecimiento de los préstamos reales a los hogares tiende a adelantarse al crecimiento del PIB real, mientras que el crecimiento de los préstamos otorgados a las sociedades no financieras tiende a ir con un cierto desfase con respecto al mismo. Por tanto, es probable que el endeudamiento de las empresas continúe siendo moderado durante algún tiempo, incluso después de haber alcanzado un punto de inflexión en términos de actividad económica, especialmente en un entorno que sigue estando caracterizado por una incertidumbre considerable en torno a las perspectivas económicas futuras².

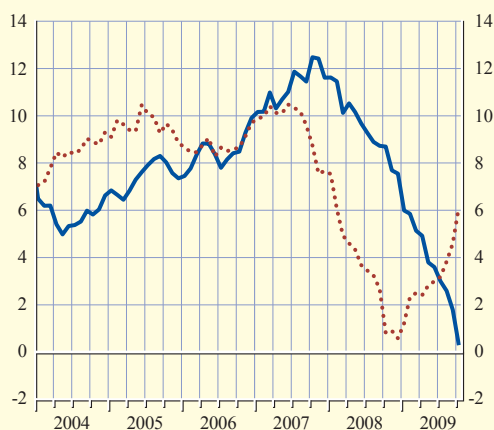
En cuanto a las demás contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM (excluidos capital y reservas) se elevó hasta el 6,2% en octubre, desde el 3,6% del tercer trimestre y el 2,7% del segundo trimestre (véase gráfico 9). En particular, los depó-

² Véase el recuadro 1, titulado «Préstamos al sector privado no financiero durante el ciclo económico en la zona del euro», en el Boletín Mensual de octubre de 2009.

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

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

- M3
- Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas)

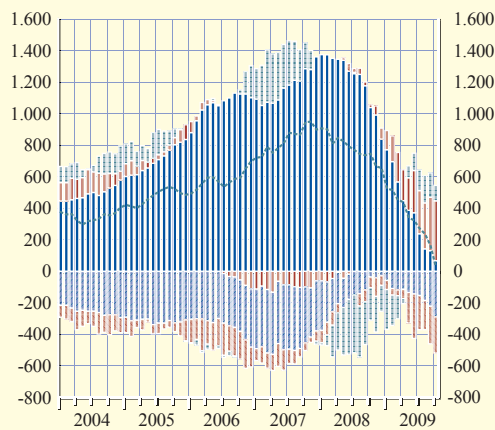


Fuente: BCE.

Gráfico 10 Contrapartidas de M3

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

- Crédito al sector privado (1)
- Crédito a las AAPP (2)
- Activos exteriores netos (3)
- Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas) (4)
- Otras contrapartidas (incluidos capital y reservas) (5)
- - - M3



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.

sitos a más largo plazo (es decir, los depósitos a más de dos años y los disponibles con preaviso superior a tres meses) se han beneficiado de la pronunciada pendiente de la curva de rendimientos, y han atraído parte de los fondos que han estado saliendo de los depósitos a corto plazo en los últimos trimestres. El flujo mensual pasó a ser negativo en octubre, pero fundamentalmente es consecuencia de la acusada reducción de las tenencias por parte de OIF en el contexto de la disminución de las operaciones de titulización, y oculta que continuó la acumulación de depósitos a largo plazo de los hogares, gracias a que su remuneración era relativamente favorable.

Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a más de dos años se mantuvo sin variación, en el 0,3%, en el tercer trimestre, antes de aumentar hasta el 3,2% en octubre (principalmente debido a efectos de base). Los flujos mensuales de los valores distintos de acciones a más largo plazo emitidos de las IFM adquiridos por los sectores tenedores de dinero continuaron siendo ligeramente negativos en octubre. Sin embargo, estas salidas enmascaran el hecho de que las emisiones netas de dichos instrumentos volvieron a ser positivas en octubre, cuando fueron comprados por las propias IFM. La tasa de crecimiento interanual del capital y las reservas aumentó en el tercer trimestre, hasta el 10,1%, desde el 10% del trimestre anterior, pero disminuyó de forma acusada en octubre, hasta situarse en el 7,2%, a pesar de haber registrado un flujo positivo moderado en dicho mes.

Por último, las entradas interanuales en la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM aumentaron hasta 155 mm de euros en el tercer trimestre, frente a la cifra de 110 mm de euros del trimestre anterior, pero después volvieron a disminuir hasta situarse en 98 mm de euros en octubre (véase gráfico 10). Estos flujos interanuales positivos ocultan el hecho de que tanto los activos como los pasivos exteriores continuaron reduciéndose en términos interanuales, siendo la contracción experimentada por los pasivos mayor que la registrada por los activos. Las citadas reducciones han contribuido en gran medida al desapalancamiento observado en los balances de las IFM en los últimos trimestres.

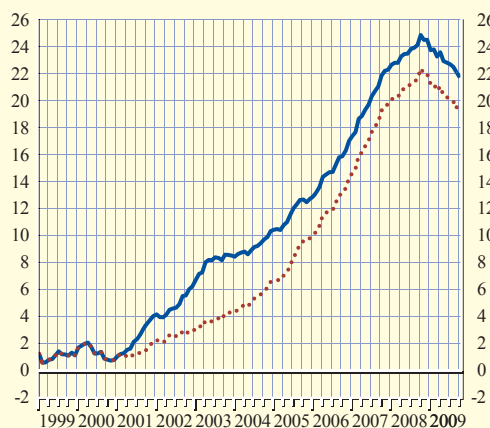
VALORACIÓN GENERAL DE LA SITUACIÓN DE LIQUIDEZ MONETARIA EN LA ZONA DEL EURO

Si se considera la evolución de las brechas monetarias nominal y real, la acumulación de liquidez monetaria en la zona del euro continuó disminuyendo en el tercer trimestre de 2009 (véanse gráficos 11 y 12). Estas medidas de la situación de liquidez deben interpretarse con cautela, ya que se basan en una valoración de tenencias de dinero de equilibrio, que siempre es incierta y especialmente en estos momentos. Ciertamente, las diferencias entre las distintas medidas de la brecha monetaria pueden tomarse como una indicación de la considerable incertidumbre existente en torno a la situación de liquidez en la zona del euro en la co-

Gráfico 11 Estimaciones de la brecha monetaria nominal¹⁾

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

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



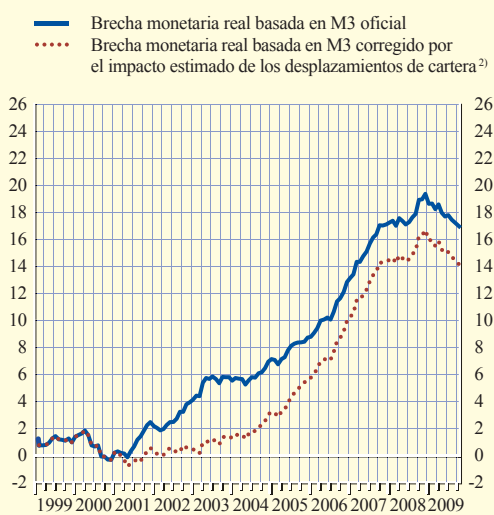
Fuente: BCE.

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

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

Gráfico 12 Estimaciones de la brecha monetaria real¹⁾

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



Fuente: BCE.

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

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

yuntura actual. No obstante estas matizaciones, las medidas apuntan a una clara acumulación de liquidez monetaria en los últimos años, y es poco probable que el período de crecimiento moderado de M3 observado desde finales de 2008 haya revertido en su totalidad la liquidez acumulada anteriormente.

En resumen, los datos más recientes indican que continuó el descenso paralelo observado en los últimos trimestres en el crecimiento de M3 y de los préstamos al sector privado, lo cual respalda la valoración de una expansión monetaria subyacente moderada y de reducidas presiones inflacionistas como consecuencia de la evolución monetaria. A este respecto, es importante señalar dos aspectos: (i) que la disminución del crecimiento de M3 se ve considerablemente afectada, en la actualidad, por la pendiente especialmente pronunciada de la curva de rendimientos y genera una sobrevaloración de la caída del crecimiento monetario subyacente, y (ii) que parte de la reducción puede deberse a la corrección parcial de desequilibrios acumulados con anterioridad.

2.2 INVERSIÓN FINANCIERA DE LOS SECTORES NO FINANCIEROS E INVERSORES INSTITUCIONALES

La tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera total de los sectores no financieros sólo aumentó ligeramente en el segundo trimestre de 2009, ocultando la fuerte inversión adicional por parte del sector de Administraciones Públicas y el repunte de la inversión financiera de los hogares. Los flujos interanuales de inversión en fondos de renta fija y de renta variable continuaron siendo negativos en el segundo trimestre, aunque los flujos trimestrales pasaron a niveles positivos, lo cual indica una mejora de la confianza de los inversores. La tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera de las empresas de seguros y los fondos de pensiones se incrementó en el segundo trimestre, pero siguió siendo reducida desde una perspectiva a más largo plazo.

SECTORES NO FINANCIEROS

En el segundo trimestre de 2009 (el más reciente para el que se dispone de datos), la tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera total de los sectores no financieros fue del 3,6%, ligeramente por encima del 3,5% registrado el trimestre anterior, pero todavía contenida si se considera el período transcurrido desde 1999 (véase cuadro 2). Esta evolución se debe, en particular, al aumento de la contribución de la inversión en «otros» instrumentos financieros (que incluye instrumentos como los préstamos entre empresas y el crédito comercial), así como a la mayor aportación de la inversión en acciones no cotizadas y otras participaciones. También es consecuencia de la menor contribución negativa de las participaciones en fondos de inversión. En cambio, la contribución de la inversión en efectivo y depó-

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

| | Saldo vivo en porcentaje de los activos financieros ¹⁾ | Tasas de crecimiento interanual | | | | | | | | | |
|--|---|---------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| | | 2007 | | 2007 | | 2008 | | 2008 | | 2009 | |
| | | I | II | III | IV | I | II | III | IV | I | II |
| Inversión financiera | 100 | 5,3 | 5,3 | 4,9 | 4,6 | 4,1 | 3,5 | 3,3 | 3,8 | 3,5 | 3,6 |
| Efectivo y depósitos | 25 | 7,4 | 7,9 | 7,4 | 7,1 | 6,9 | 5,5 | 5,5 | 6,6 | 6,8 | 6,3 |
| Valores distintos de acciones, excluidos derivados financieros | 6 | 6,6 | 5,1 | 3,9 | 4,3 | 4,2 | 4,6 | -5,2 | 7,4 | 4,7 | 1,2 |
| <i>De los cuales: A corto plazo</i> | 0 | 17,1 | 17,2 | 25,5 | 30,8 | 28,2 | 9,5 | -4,4 | 2,9 | -29,7 | -42,2 |
| <i>De los cuales: A largo plazo</i> | 5 | 5,6 | 3,8 | 1,7 | 1,8 | 1,5 | 4,1 | 6,5 | 7,9 | 9,3 | 6,4 |
| Acciones y otras participaciones, excluidas participaciones en fondos de inversión | 27 | 2,3 | 2,4 | 2,8 | 3,0 | 3,0 | 3,0 | 2,7 | 3,5 | 3,9 | 4,2 |
| <i>De las cuales: Acciones cotizadas</i> | 6 | 1,4 | 1,9 | 2,1 | 2,8 | 3,0 | 3,6 | 3,7 | 3,8 | 5,1 | 4,8 |
| <i>De las cuales: Acciones no cotizadas y otras participaciones</i> | 21 | 2,7 | 2,6 | 3,1 | 3,1 | 3,0 | 2,8 | 2,3 | 3,3 | 3,4 | 4,0 |
| Participaciones en fondos de inversión | 5 | 0,4 | 0,6 | -1,0 | -3,2 | -5,3 | -6,5 | -6,6 | -6,5 | -5,2 | -3,9 |
| Reservas técnicas de seguro | 16 | 6,6 | 6,5 | 5,9 | 5,5 | 5,0 | 4,6 | 4,3 | 3,5 | 3,3 | 3,4 |
| Otros ²⁾ | 21 | 8,3 | 7,9 | 7,5 | 6,8 | 5,4 | 4,5 | 4,0 | 3,8 | 1,5 | 2,7 |
| M3 ³⁾ | | 11,0 | 11,0 | 11,4 | 11,6 | 10,1 | 9,7 | 8,7 | 7,5 | 5,1 | 3,6 |

Fuente: BCE.

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

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

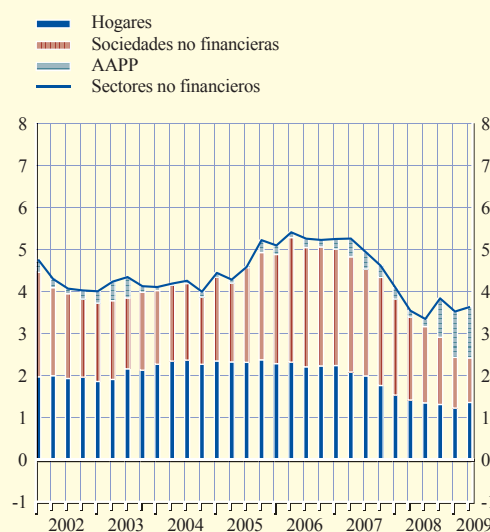
3) A fin de trimestre. El agregado monetario M3 incluye los instrumentos monetarios mantenidos por entidades de la zona del euro que no son IFM (es decir, los sectores no financieros y las instituciones financieras no monetarias) en IFM de la zona del euro y Administración Central.

sitos, valores distintos de acciones y acciones cotizadas disminuyó, mientras que la aportación de la inversión en reservas técnicas de seguro prácticamente no varió con respecto al trimestre anterior.

Por lo que respecta al detalle por sectores, el ligero aumento de la tasa de crecimiento de la inversión financiera total es consecuencia de la mayor contribución de los hogares, que fue contrarrestada, en gran medida, por un descenso de la aportación de las sociedades no financieras (véase gráfico 13). La contribución del sector de Administraciones Públicas volvió a incrementarse, dado que el sector público continuó acumulando grandes volúmenes de activos financieros. Estos resultados reflejan, principalmente, la concesión de préstamos y las compras de acciones y valores distintos de acciones en el contexto de las medidas aplicadas para garantizar la estabilidad del sector bancario. Además, la intensa actividad de emisiones de valores distintos de acciones en un entorno de subida de los déficits ha aumentado, probablemente, las tenencias de depósitos del sector público. Mientras que las tasas de crecimiento interanual de la inversión financiera de las sociedades no financieras y de los hogares se encuentran actualmente cercanas a sus niveles más bajos desde el comienzo de la tercera fase de la UEM, las correspondientes a la inversión

Gráfico 13 Inversión financiera de los sectores no financieros

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

financiera de las Administraciones Públicas se encuentran en niveles sin precedentes. Para obtener información más detallada sobre la evolución de la inversión financiera del sector privado, véanse las secciones 2.6 y 2.7.

INVERSORES INSTITUCIONALES

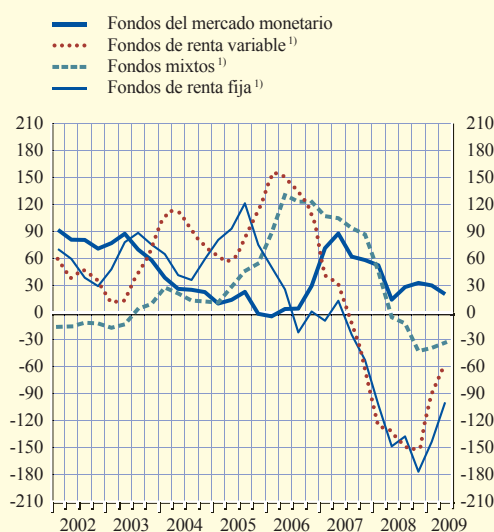
La disminución del valor de los activos totales de los fondos de inversión de la zona del euro (excluidos los fondos del mercado monetario) continuó ralentizándose en el segundo trimestre de 2009, con una tasa de crecimiento interanual del $-9,5\%$, frente al $-20,6\%$ del primer trimestre y el $-26,8\%$ del cuarto trimestre de 2008³.

No obstante, en términos intertrimestrales, el valor de los activos totales de los fondos de inversión aumentó el $10,8\%$ en el segundo trimestre de 2009, siendo el primer incremento desde 2007 a partir de datos sin desestacionalizar. Esta subida fue generalizada en las distintas clases de activos, pero se produjo principalmente por el aumento del valor de las tenencias de: (i) acciones y otras participaciones, y (ii) valores distintos de acciones, a más de un año. Los datos sobre transacciones apuntan a entradas positivas en los fondos de inversión en el segundo trimestre (la primera vez que se observa esta evolución desde mediados de 2007), pero la mayor parte del ascenso intertrimestral observado en el valor de los activos totales se debió a efectos de valoración positivos.

Los datos proporcionados por EFAMA⁴ sobre ventas netas de diversos tipos de fondos de inversión en el segundo trimestre de 2009 muestran que las salidas netas interanuales continuaron disminuyendo, de forma bastante acusada en el caso de los fondos de renta fija y de renta variable, y en una medida algo inferior en el caso de los fondos mixtos (véase gráfico 14). Al mismo tiempo, las salidas siguieron siendo mucho más cuantiosas en el caso de los fondos de renta fija y variable que en el de los fondos mixtos. Los fondos del mercado monetario fueron la única categoría que registró flujos interanuales positivos, aunque éstos descendieron moderadamente en comparación con el trimestre precedente.

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

(mm de euros)



Fuentes: BCE y EFAMA.

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

En general, la evolución del segundo trimestre indica que la inversión en fondos de inversión se benefició de la mejora de la confianza de los inversores y de la pronunciada pendiente de la curva de rendimientos. Este hecho fomentó un aumento de los desplazamientos desde activos monetarios más líquidos y seguros hacia activos a más largo plazo y, posiblemente, de mayor riesgo.

3 Debe señalarse que la muestra de diciembre de 2008 incluye una serie de fondos de inversión no supervisados, lo que ha supuesto un aumento de los activos totales de alrededor de 120 mm de euros. En consecuencia, las tasas de crecimiento interanual del cuarto trimestre de 2008 y del primero y segundo trimestres de 2009 infravaloran la disminución efectiva del valor de los activos totales.

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

La tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera total de las empresas de seguros y los fondos de pensiones aumentó hasta el 2,9% en el segundo trimestre de 2009, desde el 2,6% del trimestre anterior (véase gráfico 15). Este incremento estuvo determinado, principalmente, por la mayor contribución de la inversión en participaciones en fondos de inversión y, en menor medida, por la mayor aportación de los préstamos (incluidos en «otros» instrumentos financieros). Al mismo tiempo, la contribución de la inversión en valores distintos de acciones por parte de las empresas de seguros y los fondos de pensiones disminuyó con respecto al trimestre precedente, lo cual contrasta con la subida de las compras de estos instrumentos por parte de las IFM y OIF. Por tanto, parece que las empresas de seguros y los fondos de pensiones han pasado de las tenencias directas de valores a las tenencias indirectas a través de los fondos de inversión. El hecho de que el crecimiento de la inversión financiera total sea bastante modesto desde una perspectiva histórica (es decir, si se analiza el período desde 1999) refleja el descenso de la tasa de crecimiento de las reservas técnicas de seguro en el pasivo del balance. A este respecto, conviene señalar que, en general, las entradas interanuales en las reservas técnicas de seguro de los sectores tenedores de dinero no continuaron disminuyendo en el primero y segundo trimestres de 2009, tras el nivel muy reducido observado a finales de 2008.

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

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

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

2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

Los tipos de interés del mercado monetario con garantías y sin garantías continuaron descendiendo a todos los plazos en los tres últimos meses. Sin embargo, estas caídas han sido más débiles que las observadas en períodos anteriores. El diferencial entre los tipos de interés del mercado monetario con garantías y sin garantías siguió disminuyendo en los tres últimos meses, pero permaneció en cotas elevadas en comparación con los niveles observados antes del comienzo de las turbulencias de los mercados financieros en agosto de 2007.

Los tipos de interés del mercado monetario sin garantías volvieron a descender a casi todos los plazos en los tres últimos meses, aunque con menor intensidad que en el período comprendido entre octubre de 2008 y agosto de 2009. Esta evolución refleja la relajación adicional de las tensiones en los mercados monetarios en el contexto de las medidas de apoyo al crédito del BCE (incluidas, en particular, las operaciones de financiación a plazo más largo con vencimiento a un año llevadas a cabo el 24 de junio y el 30 de septiembre de 2009). El 2 de diciembre, los tipos EURIBOR a tres meses, a seis meses y a doce meses se situaron en el 0,72%, el 1,00% y el 1,24%, respectivamente, es decir, 9, 8 y 6 puntos básicos por debajo de los niveles observados el 3 de septiembre. Sin embargo el EURIBOR a un mes se mantuvo invariable, en el 0,48%.

En conjunto, el diferencial entre los tipos EURIBOR a doce meses y a un mes —un indicador de la inclinación de la pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario— se redujo 6 puntos básicos en dicho período, situándose en 76 puntos básicos el 2 de diciembre (véase gráfico 16).

El diferencial entre los tipos EURIBOR sin garantías y los tipos con garantías (como los tipos EUREPO o los derivados del índice del EONIA *swap*) continuó disminuyendo en dicho período, aunque a un ritmo más moderado que en los meses anteriores. Por lo que respecta a los tipos a tres meses, dicho diferencial se situó en 28 puntos básicos el 2 de diciembre, un descenso de 15 puntos básicos con respecto al nivel observado el 3 de septiembre. En general, a pesar de que estos diferenciales se han reducido de forma continua tras los máximos registrados en septiembre de 2008, siguen siendo relativamente amplios en comparación con los niveles alcanzados antes del comienzo de las turbulencias de los mercados financieros en agosto de 2007 (véase gráfico 17).

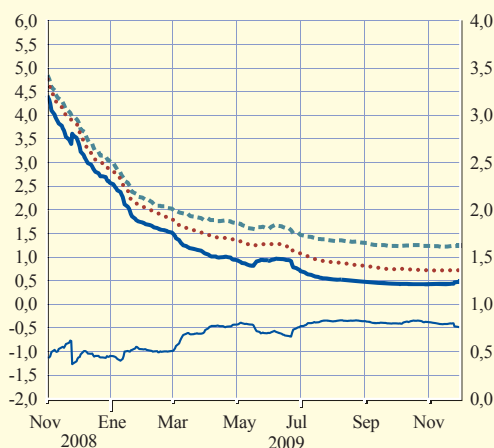
El 2 de diciembre, los tipos de interés implícitos en los precios de los futuros del EURIBOR a tres meses con vencimiento en marzo, junio y septiembre de 2010 se situaron en el 0,875%, el 1,175% y el 1,455%, respectivamente, lo que representa disminuciones de aproximadamente 12, 14 y 19 puntos básicos, respectivamente, en comparación con los niveles observados el 3 de septiembre (véase gráfico 18). La volatilidad implícita obtenida de las opciones sobre futuros del EURIBOR a tres meses con vencimiento en diciembre de 2009 también disminuyó en los tres últimos meses (véase gráfico 19).

El BCE ha seguido prestando un amplio respaldo a los mercados monetarios mediante algunas operaciones para inyectar liquidez a distintos plazos. Además de las operaciones a un año realizadas el 24 de junio y el 30 de septiembre de 2009, también llevó a cabo operaciones a una semana, un período de mantenimiento, a tres meses y a seis meses. La participación en las operaciones a menos de un año ha

Gráfico 16 Tipos de interés del mercado monetario

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

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

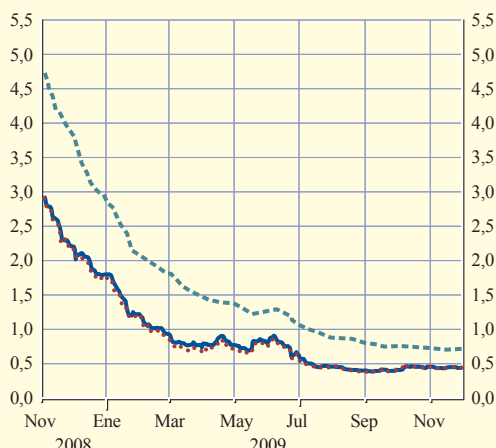


Fuentes: BCE y Reuters.

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

(en porcentaje; datos diarios)

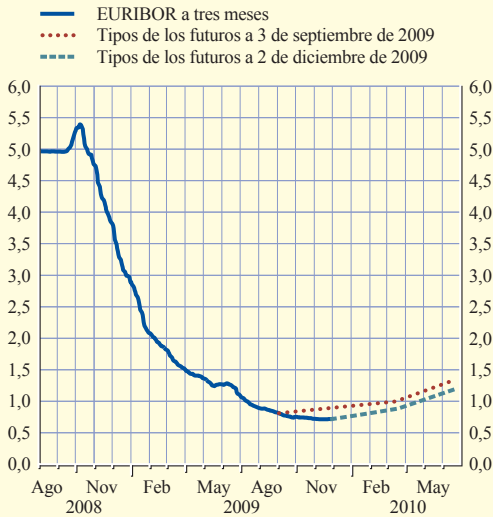
- EUREPO a tres meses
- Swap de índices a un día, a tres meses
- - - EURIBOR a tres meses



Fuentes: BCE, Bloomberg y Reuters.

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

(en porcentaje; datos diarios)



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

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

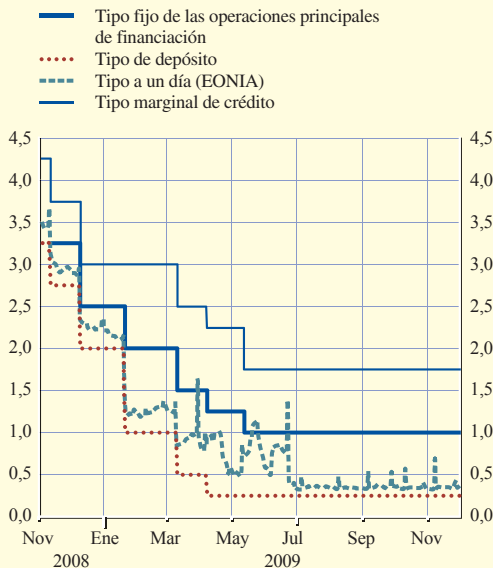
(en porcentaje; en puntos básicos; datos diarios)



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

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

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

caído significativamente desde junio de 2009. El EONIA se ha mantenido relativamente estable desde el 24 de junio, situándose menos de 10 puntos básicos por encima del tipo de la facilidad de depósito, con excepcionales repuntes relacionados con las operaciones para drenar liquidez el último día del período de mantenimiento. El 2 de diciembre, el EONIA se situó en el 0,349%. Esta evolución es reflejo del gran exceso de liquidez en circulación tras la operación de financiación a plazo más largo con vencimiento a un año llevada a cabo el 24 de junio, en la cual se adjudicaron 442 mm de euros, que fue seguida por otra operación a un año de menor cuantía, llevada a cabo el 30 de septiembre, en la cual se adjudicaron 75 mm de euros. Las operaciones a un año se realizaron mediante el procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena, en consonancia con el resto de operaciones de inyección de liquidez del Eurosistema. La abundancia de liquidez de la zona del euro está siendo absorbida, en parte, por un recurso diario considerable a la facilidad de depósito (véase gráfico 20).

Recuadro 3

SITUACIÓN DE LIQUIDEZ Y OPERACIONES DE POLÍTICA MOENTARIA EN EL PERÍODO COMPRENDIDO ENTRE EL 12 DE AGOSTO Y EL 10 DE NOVIEMBRE DE 2009

En este recuadro se describe la gestión de la liquidez realizada por el BCE durante los tres períodos de mantenimiento de reservas que finalizaron el 8 de septiembre, el 13 de octubre y el 10 de noviembre de 2009. En dichos períodos, el BCE siguió aplicando las medidas no convencionales adoptadas en octubre de 2008 para hacer frente a la intensificación de la crisis financiera.

De hecho, las operaciones de financiación denominadas en euros siguieron realizándose mediante procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena, con una lista ampliada de activos de garantía y con vencimientos que oscilaban entre una semana y un año. En este contexto, el 30 de septiembre se realizó la segunda operación de financiación a plazo más largo (OFPML) con vencimiento a un año. Para esta operación, presentaron pujas 589 entidades de contrapartida y, como resultado, se adjudicaron 75 mm de euros. En comparación, en la primera operación a plazo de un año, realizada en junio, se adjudicaron 442 mm de euros. Al mismo tiempo, el Eurosistema siguió efectuando compras en el marco de su programa de adquisiciones de bonos garantizados (*covered bonds*). El 10 de noviembre, dichas compras ascendían ya a 21,9 mm de euros. En el marco de este programa, los bancos centrales del Eurosistema se proponen adquirir bonos garantizados por un total de 60 mm de euros entre el 6 de julio de 2009 y finales de junio de 2010.

El 24 de septiembre, el Consejo de Gobierno del BCE decidió —de acuerdo con otros bancos centrales, incluida la Reserva Federal— continuar sus operaciones de provisión de liquidez en dólares estadounidenses a una semana hasta enero de 2010. Estas operaciones seguirán ejecutándose previa presentación de garantías admisibles en las operaciones del Eurosistema en procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con plena adjudicación. El Consejo de Gobierno decidió asimismo, de acuerdo con el Banco Nacional de Suiza, seguir realizando operaciones *swap* de provisión de liquidez en francos suizos a una semana hasta el 31 de enero de 2010. La financiación en moneda extranjera que proporciona el Eurosistema se obtiene mediante *swaps* de divisas con los correspondientes bancos centrales.

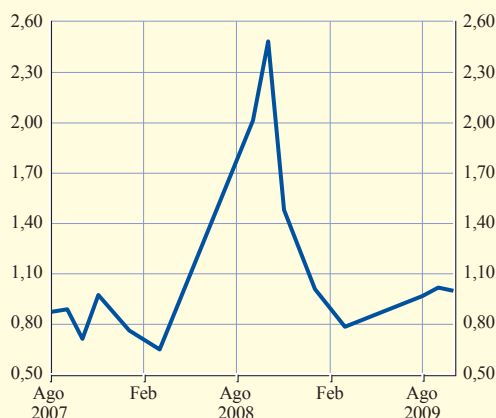
Necesidades de liquidez del sistema bancario

En los tres períodos de mantenimiento de reservas considerados, las necesidades de liquidez de las entidades de crédito —definidas como la suma de los factores autónomos, las exigencias de reservas y el exceso de reservas (es decir, los saldos en cuenta corriente por encima de las exigencias de reservas)— ascendieron, en promedio, a 591 mm de euros, lo que representa una disminución de 7 mm de euros con respecto a la media de los tres períodos de mantenimiento anteriores.

En promedio, los factores autónomos se redujeron ligeramente hasta 372,6 mm de euros (véase

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

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



Fuente: BCE.

gráfico B), desde los 380,2 mm de euros registrado en los tres períodos de mantenimiento anteriores. Las exigencias de reservas disminuyeron, en promedio, otros 3,2 mm de euros hasta situarse en 213,8 mm de euros. El exceso de reservas registró, en promedio, un ligero aumento en los dos primeros períodos de mantenimiento, continuando así los incrementos observados en julio y agosto, y se redujo ligeramente en el período de mantenimiento que finalizó el 10 de noviembre. En conjunto, el exceso de reservas se situó en torno a 0,1 mm de euros por debajo de las cifras registradas en los tres períodos de mantenimiento precedentes (véase gráfico A).

El recurso neto a la facilidad de depósitos se fue reduciendo progresivamente a lo largo del período considerado, pasando de una media de 136,4 mm de euros en el período de mantenimiento que finalizó el 8 de septiembre a una media de 86,2 mm de euros en el período de mantenimiento que concluyó el 10 de noviembre (en conjunto, para los tres períodos de mantenimiento analizados, el recurso neto a la facilidad de depósitos ascendió, en promedio, a 110,5 mm de euros). Esta caída refleja un descenso gradual del total de operaciones de financiación vivas tras la liquidación de 442 mm de euros el 25 de junio en la primera operación a un año.

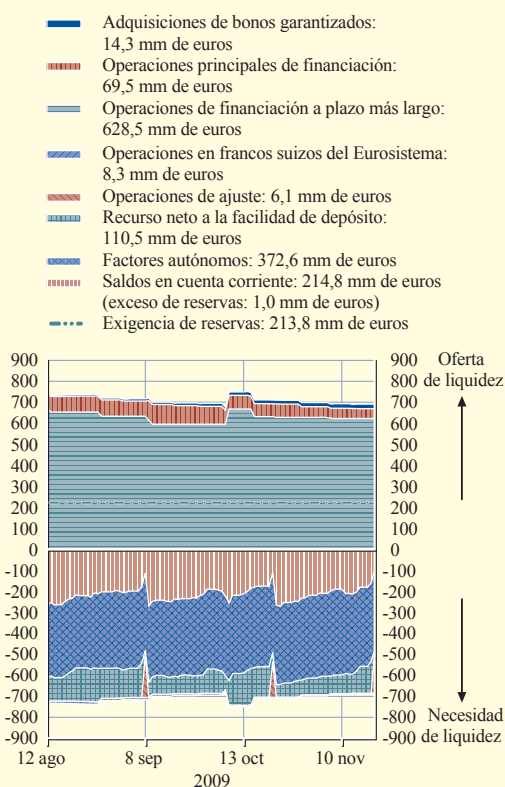
Durante el período considerado, el nivel de participación en la operación de ajuste de absorción de liquidez realizada por el Eurosistema el último día de cada período de mantenimiento fue relativamente estable (véase gráfico B). La absorción media de estas tres operaciones fue de unos 185 mm de euros. En comparación, la absorción media en los tres períodos de mantenimiento anteriores fue de 264 mm de euros. El recurso a la facilidad marginal de crédito ascendió, en promedio, a 0,3 mm de euros durante el período considerado, unos 0,5 mm de euros menos que en los tres períodos de mantenimiento precedentes.

Oferta de liquidez y tipos de interés

El volumen de operaciones de financiación vivas ascendió, en promedio, a 683 mm de euros en los tres períodos de mantenimiento considerados, frente a los 711 mm de euros contabilizados en los tres períodos de mantenimiento anteriores (que incluyen el 25 de junio de 2009, fecha en que se liquidó la primera OFPML a un año y en la que el volumen de financiación vivo alcanzó un máximo histórico de 897 mm de euros). La caída con respecto a este máximo continuó en cada uno de los tres períodos de mantenimiento considerados, reduciéndose el volumen de operaciones de financiación vivas desde los 702 mm de euros registrados en el período que finalizó el 8 de septiembre hasta 683 mm de euros y 666 mm de euros en los dos períodos de mantenimiento siguientes.

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

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



Fuente: BCE.

Al igual que en los tres períodos de mantenimiento anteriores, la operación principal de financiación a una semana sólo representó un porcentaje limitado y decreciente (entre el 8% y el 10%) de la financiación total viva. De hecho, el saldo vivo medio de las operaciones principales de financiación semanales se redujo constantemente en los tres períodos de mantenimiento considerados, pasando de 74,8 mm de euros en el período de mantenimiento que finalizó el 8 de septiembre a 52,3 mm de euros en el período de mantenimiento que concluyó el 10 de noviembre. Al mismo tiempo, mientras que en la segunda OFPML a un año se adjudicaron 75 mm de euros el 30 de septiembre, el saldo vivo medio de las OFPML a tres y seis meses se redujo hasta 113 mm de euros en los períodos de mantenimiento considerados, frente a una media de 224 mm de euros en los tres períodos de mantenimiento anteriores.

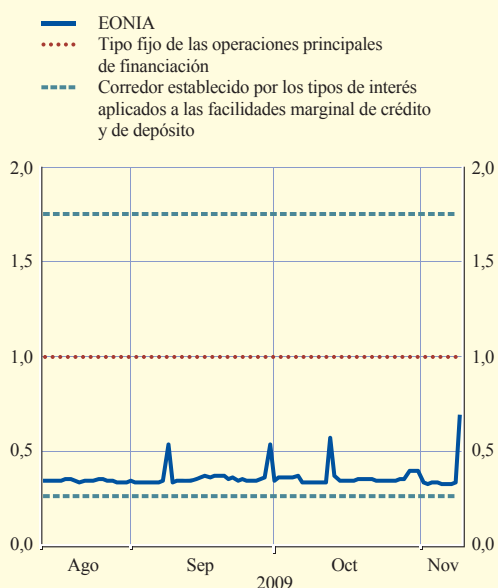
Por lo que respecta al programa de adquisiciones de bonos garantizados del Eurosistema, durante el período considerado se compraron, en promedio, bonos por valor de 176 mm de euros, situándose el valor total de las compras liquidadas en 21,9 mm de euros el 10 de noviembre. Como resultado de esta actividad y del ligero descenso observado en las necesidades de liquidez del sistema bancario de la zona del euro, se produjo un exceso medio de liquidez de 112 mm de euros en dicho período, cifra inferior a la media observada en los tres períodos de mantenimiento anteriores.

Los principales tipos de interés del BCE no han experimentado variaciones desde el 13 de mayo de 2009, situándose el tipo de interés de las operaciones principales de financiación en el 1%, el de la facilidad marginal de crédito en el 1,75% y el de la facilidad de depósito en el 0,25%. El EONIA se mantuvo, en general, estable durante los tres períodos de mantenimiento considerados, situándose, en promedio, en el 0,358%, un nivel próximo al del tipo de interés de la facilidad de depósito (véase gráfico C), frente al 0,464% registrado en los tres períodos de mantenimiento anteriores.

El 3 de noviembre, el EONIA registró un mínimo histórico situándose en el 0,324%. Además, el diferencial entre el EURIBOR a tres meses y el tipo *swap* a tres meses del EONIA —que indica el nivel de riesgo de crédito y de liquidez— siguió reduciéndose durante el período considerado, situándose en promedio en torno a 35 puntos básicos, frente a los 48 puntos básicos registrados en los tres períodos de mantenimiento anteriores y los 64 puntos básicos del período de mantenimiento anterior a la quiebra de Lehman Brothers a mediados de septiembre de 2008. Tras producirse la quiebra, el 12 de octubre de 2008 el diferencial registró un máximo de 186 puntos básicos. Durante todo el período considerado, el EONIA se situó en un nivel más alto el último día de cada período de mantenimiento, cuando el BCE realizó su operación ordinaria de ajuste para absorber liquidez, lo cual es coherente con el comportamiento observado en los tres períodos de mantenimiento anteriores.

Gráfico C El EONIA y los tipos de interés del BCE

(tipos de interés diarios, en porcentaje)



Fuente: BCE.

2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

En los tres últimos meses, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo disminuyó, en general, en torno a 10 puntos básicos en la zona del euro y en Estados Unidos. Los anuncios de datos macroeconómicos positivos realizados durante ese período no parecen haberse traducido en un aumento del rendimiento de la deuda pública a largo plazo. Las tasas de inflación implícitas a largo plazo de la zona del euro experimentaron escasos cambios en comparación con los niveles de finales de agosto. En los mercados de renta fija privada, la persistente tendencia hacia la reducción de la aversión al riesgo se reflejó, en particular, en un nuevo estrechamiento de los diferenciales de renta fija privada emitida por las sociedades no financieras. Sin embargo, los diferenciales de renta fija privada de las instituciones financieras se ampliaron ligeramente, al aumentar la inquietud del mercado respecto a la solvencia de dichas instituciones.

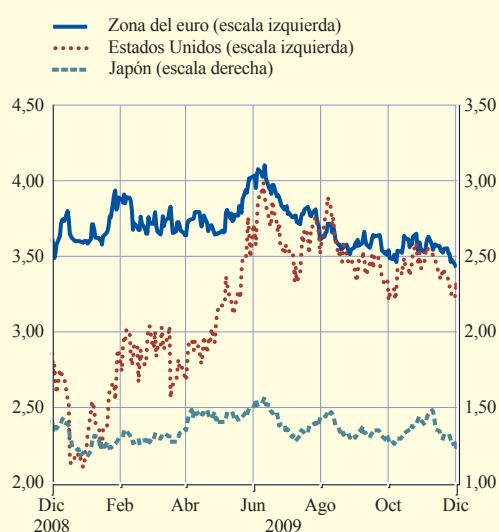
Entre finales de agosto y el 2 de diciembre, el rendimiento de la deuda pública a diez años de la zona del euro disminuyó, en general, en torno a 10 puntos básicos, situándose en el 3,4%, (véase gráfico 21). En Estados Unidos, el rendimiento de los bonos a largo plazo se redujo también unos 10 puntos básicos, hasta situarse en el 3,3%. En consecuencia, el diferencial entre el rendimiento nominal de la deuda pública a diez años en Estados Unidos y en la zona del euro se mantuvo prácticamente sin cambios en -10 puntos básicos. En Japón, el rendimiento de la deuda pública a diez años descendió también unos 10 puntos básicos, situándose en el 1,2% a principios de diciembre.

Los anuncios de datos macroeconómicos generalmente positivos realizados en los tres últimos meses, reflejo de una revisión al alza de las perspectivas de crecimiento económico tanto en la zona del euro como en Estados Unidos, no parecen haberse traducido en un aumento del rendimiento de la deuda pública a largo plazo. Por otro lado, durante este período se realizaron importantes emisiones para financiar los extensos planes de estímulo fiscal puestos en marcha en la zona del euro y Estados Unidos, lo que debe haber contribuido también a elevar el rendimiento de la deuda pública a largo plazo, que se encuentra en niveles históricamente bajos en la zona del euro y todavía en niveles reducidos en Estados Unidos. En particular, el rendimiento de los bonos estadounidenses a largo plazo parece situarse muy por debajo de las expectativas de crecimiento nominal en horizontes más dilatados.

La falta de respuesta del rendimiento ante la importancia de las emisiones se explica por el hecho de que éstas hayan suscitado una elevada demanda en los tres últimos meses. Ello se debió a varios factores. En primer lugar, persisten los temores del mercado respecto a la fragilidad de la recuperación económica, y la búsqueda de una mayor rentabilidad en un entorno económico que mejora gradualmente no se ha plasmado del todo en un despla-

Gráfico 21 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.

miento de fondos hacia la renta variable. En segundo lugar, la pronunciada pendiente actual de la curva de rendimientos y la resultante búsqueda de una mayor rentabilidad en los plazos más largos están ejerciendo nuevamente presiones a la baja en esos plazos. En tercer lugar, no puede descartarse que el reducido rendimiento observado actualmente pueda ser también reflejo, en parte, de los elevados volúmenes de liquidez disponible. Durante la mayor parte de 2009, las IFM de la zona del euro realizaron abultadas compras de valores distintos de acciones emitidos por las Administraciones Públicas de la zona del euro. Ello se explica, en parte, por la pendiente de la curva de rendimientos, aunque refleja también el impacto de algunos factores adicionales, como el proceso de desapalancamiento llevado a cabo actualmente por las entidades de crédito de la zona del euro y la abundante disponibilidad de liquidez.

La incertidumbre de los participantes en el mercado respecto a la evolución a corto plazo del rendimiento de la deuda pública, medida por la volatilidad implícita de los mercados de renta fija, permaneció en general estable entre finales de agosto y finales de octubre tanto en la zona del euro como en Estados Unidos. Posteriormente, la volatilidad implícita disminuyó ligeramente en noviembre, aunque al final del mes el anuncio por parte de un *holding* estatal de Dubai de que solicitaría una moratoria para el reembolso de su deuda volvió a suscitar temores respecto a la solvencia de los mercados de deuda mundiales. En general, la volatilidad de los mercados de renta fija se mantiene actualmente por encima de los niveles anteriores a las turbulencias financieras.

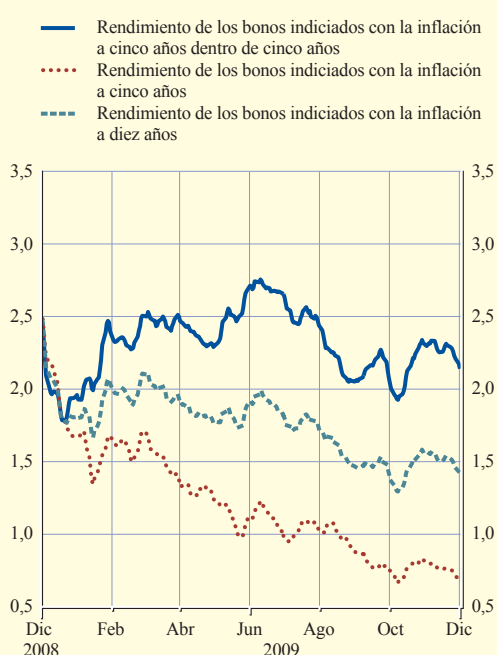
La renovada inquietud del mercado en torno a la solvencia y fortaleza de las finanzas públicas de los países de la zona del euro se tradujo en una elevación de los seguros de riesgo de crédito de la mayor parte de esos países, lo que se reflejó también en la ampliación de sus diferenciales de deuda soberana a diez años frente a Alemania. Esta ampliación fue particularmente acentuada en el caso de Grecia, tras la rebaja de la calificación crediticia de la deuda soberana de ese país realizada por algunas agencias de calificación y el anuncio de revisiones al alza de su ratio de déficit.

Al final del período considerado, el 2 de diciembre, el rendimiento de los bonos a largo plazo indicados con la inflación de la zona del euro se mantuvo en niveles cercanos a los observados a finales de agosto (véase gráfico 22). A comienzos de diciembre, el rendimiento de los bonos a diez años indicados con la inflación de la zona del euro se situó en torno al 1,4%. Sin embargo, durante el período analizado el rendimiento real en los plazos más cortos disminuyó unos 220 puntos básicos, hasta situarse en el 0,7% a primeros de diciembre, por lo que la pendiente de la curva de rendimientos reales de la zona del euro aumentó ligeramente.

Al final del período examinado, las tasas de inflación implícitas *spot* a cinco y a diez años se situaron en torno al 1,8% y al 2,2%, respectivamente, generalmente en línea con los valores registrados

Gráfico 22 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)



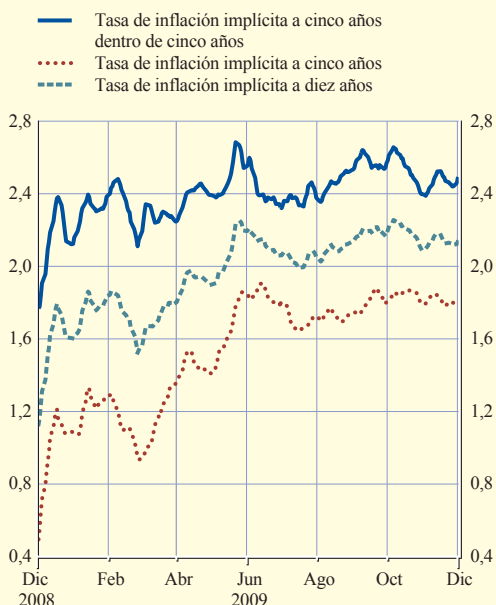
Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

a finales de agosto de 2009. A principios de diciembre, la tasa de inflación implícita *forward* a cinco años dentro de cinco años y el tipo de interés *forward* de los *swaps* a cinco años dentro de cinco años indicados con la inflación se situaron, en ambos casos, en el 2,6%, prácticamente sin cambios con respecto a los niveles de finales de agosto. En general, los datos de los mercados financieros siguen sugiriendo que las expectativas de inflación se mantienen firmemente ancladas. Hasta el momento, no existen evidencias de un aumento significativo de las expectativas de inflación o de las primas de riesgo de inflación. Las recientes fluctuaciones de las tasas de inflación implícitas pueden atribuirse a la volatilidad del mercado. Tal y como se ha venido indicando en el pasado, la volatilidad relativamente elevada de las tasas de inflación implícitas y de los tipos de interés de los *swaps* indicados con la inflación está relacionada, principalmente, con la normalización en curso, aunque incompleta, de la situación de liquidez en todos los plazos y con los desequilibrios entre la oferta y la demanda en el mercado de productos indicados con la inflación en el horizonte de diez años. En el recuadro 4 se ofrece un análisis más detallado de las distorsiones que presentan actualmente las tasas de inflación implícitas.

Entre finales de agosto y el 2 de diciembre, la curva de tipos de interés *forward* implícitos a un día de la deuda pública de la zona del euro se revisó ligeramente al alza en los plazos más largos y a la baja en los plazos medios (véase gráfico 24). Persiste una elevada incertidumbre respecto a las perspectivas de crecimiento a medio y largo plazo.

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

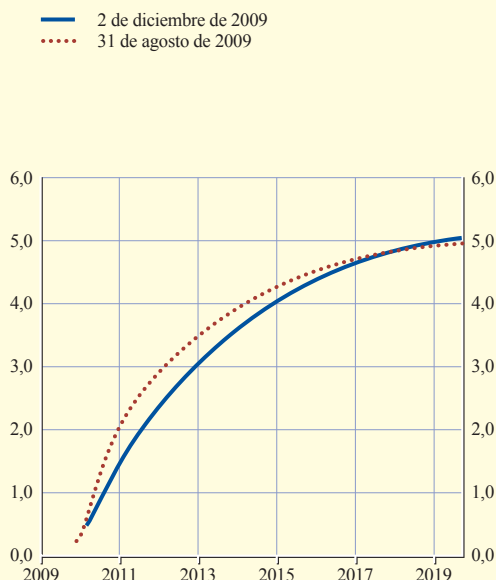
(en porcentaje; medias móviles de cinco días de datos diarios; datos desestacionalizados)



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

Gráfico 24 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.

En los mercados de renta fija privada, los diferenciales de los valores de renta fija de alta calidad con calificación crediticia más baja y de los valores de grado especulativo continuaron estrechándose hasta mediados de octubre. Al mismo tiempo, se siguió observando una importante emisión de deuda en el sector privado, lo que sugiere nuevamente que la financiación bancaria está siendo sustituida, en cierta medida, por la financiación de mercado, en un contexto de mejores expectativas respecto a las perspectivas económicas y de normalización de la situación en esos mercados. A mediados de octubre, los diferenciales de renta fija privada del sector no financiero se habían normalizado completamente, volviendo a valores generalmente en línea con los registrados antes de las turbulencias financieras. Los diferenciales de renta fija privada del sector financiero se estrecharon rápidamente, aunque se mantuvieron muy por encima de los niveles anteriores a las turbulencias financieras. En la segunda mitad de octubre, la perspectiva de que se fuese retirando la ayuda estatal o de que las políticas monetarias de las economías desarrolladas se fuesen endureciendo antes de lo previsto suscitó temores respecto a la sostenibilidad de la recuperación. Sin embargo, las declaraciones de los líderes mundiales aportaron cierta tranquilidad a los mercados financieros de renta fija privada, hasta que las pérdidas bancarias anunciadas por la Comisión Europea reavivaron los temores del mercado respecto a la solvencia del sector bancario de la zona del euro. Los diferenciales de renta fija privada de las instituciones financieras con calificación crediticia más baja (incluso de algunas de las clasificadas como de grado especulativo) aumentaron en noviembre. Además, el anuncio por parte de un *holding* estatal de Dubai de que solicitaría una moratoria de seis meses para el reembolso de su deuda contribuyó a ampliar los diferenciales de renta fija privada del sector financiero.

Recuadro 4

VALORACIÓN DE LA EVOLUCIÓN RECIENTE DE LAS TASAS DE INFLACIÓN IMPLÍCITAS FORWARD A LARGO PLAZO

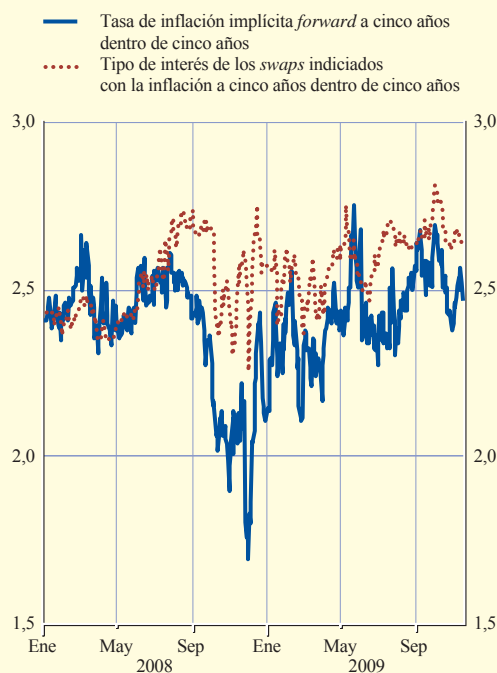
La sección 2.4 de la «Evolución económica y monetaria» del Boletín Mensual contribuye al seguimiento periódico que se realiza de los indicadores financieros de las expectativas de inflación a largo plazo. Desde la intensificación de las turbulencias financieras en otoño de 2008, en esta sección se ha puesto de relieve que el aumento de la volatilidad de las tasas de inflación implícitas *forward* a largo plazo (BEIR) ha reflejado las fuertes perturbaciones registradas en el mercado de productos indicados con la inflación. Pese a la progresiva normalización de los mercados de renta fija observada en 2009, recientemente, las tasas de inflación implícitas *forward* a largo plazo han estado fluctuando en torno al 2,5%, un nivel relativamente elevado, e incluso se situaron próximas al 2,7% los primeros días de octubre de 2009 (véase gráfico 23 del texto principal). Por otra parte, los tipos *forward* comparables obtenidos de los *swaps* indicados con la inflación también alcanzaron niveles del 2,8% aproximadamente en las mismas fechas (véase gráfico A). El Consejo de Gobierno del BCE, mientras sigue realizando un estrecho seguimiento de la evolución de estos indicadores, ha subrayado que, no obstante, las expectativas de inflación a medio y a largo plazo permanecen firmemente ancladas.

En este recuadro se considera brevemente la situación del mercado y se llega a la conclusión de que los niveles de las tasas de inflación implícitas *forward* a largo plazo siguen siendo acordes con una situación de firme anclaje de las expectativas de inflación y de estabilidad de las primas de riesgo de inflación. Aunque las distorsiones debidas a los distintos niveles de liquidez de los mercados están desapareciendo gradualmente, continúan afectando en distinto grado a los diferentes segmentos de la curva de tasas de inflación implícitas, así como al cálculo de las tasas de inflación implícitas *forward* a largo plazo.

La descomposición de las tasas de inflación implícitas en expectativas de inflación y primas de riesgo de inflación sigue siendo una tarea compleja. No obstante, los modelos de estructura temporal pueden aportar información sobre los factores que afectan a estas tasas. El gráfico B muestra una estimación basada en un modelo de la tasa de inflación implícita *forward* a largo plazo de la zona del euro junto con la tasa observada, así como los residuos del modelo que reflejan la diferencia entre ambas. También muestra el nivel implícito de las expectativas de inflación (del mercado) en la tasa de inflación implícita *forward* a largo plazo estimada¹. En primer lugar, desde el inicio de las turbulencias financieras, las tasas de inflación implícitas *forward* a largo plazo basadas en modelos (línea azul discontinua) han sido mucho menos volátiles que las tasas observadas. En segundo lugar, las expectativas de inflación a largo plazo también han permanecido bastante estables y se han mantenido por debajo del 2%, aunque próximas a este nivel. Por último, los residuos del modelo explican una parte considerable de la volatilidad de las tasas de inflación implícitas *forward* a largo plazo observadas, más que variaciones de la prima de riesgo de inflación estimada. Además, recientemente, los residuos del modelo han pasado a ser positivos. Esto podría deberse al prolongado descenso de los rendimientos de los bonos indicados con la inflación en 2009 (actualmente, el rendimiento real del bono a diez años se sitúa en torno al 1,5%), ejerciendo mecánicamente presiones al alza sobre las tasas de inflación implícitas a largo plazo (tanto *spot* como *forward*). Estas pronunciadas fluctuaciones de los rendimientos reales son resultado, fundamentalmente, de factores técnicos de mercado, en particular de consideraciones relacionadas con la liquidez, y no de la evolución de los fundamentos macroeconómicos². La evidencia reciente obtenida de encuestas sobre expectativas de inflación confirma esta valoración³.

Gráfico A Tasas de inflación implícitas *forward* a largo plazo y tipos de interés *forward* a largo plazo de los *swaps* indicados con la inflación

(en porcentaje)



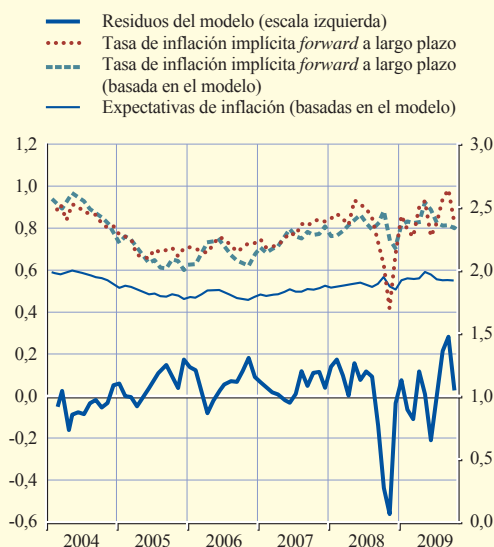
Fuentes: Reuters, Bloomberg y cálculos del BCE.

A partir de la estructura temporal de los tipos de interés de los *swaps* indicados con la inflación puede obtenerse más evidencia sobre las distorsiones existentes en los distintos plazos de las tasas de inflación implícitas. En el gráfico C se muestran dos tipos *forward* de los *swaps* indicados con la

- 1 El modelo de estructura temporal utilizado es relativamente parecido al de A. Ang, G. Bekaert y M. Wei (2008), «The Term Structure of Real Rates and Expected Inflation», *Journal of Finance*, 63(2), pp. 797-849. Concretamente, el modelo se estima utilizando los rendimientos nominales de la deuda pública a cinco años y a diez años, los rendimientos reales de la deuda pública a tres, cinco y diez años, la inflación medida por el IAPC y las expectativas de inflación a largo plazo (dentro de seis a diez años) obtenidas de las encuestas de Consensus Economics.
- 2 En cambio, los residuos del modelo pasaron a ser bastante negativos en otoño de 2008, reflejando el acusado aumento de los rendimientos reales resultante de la venta de bonos indicados con la inflación (los rendimientos reales de los bonos a diez años se situaron por encima del 3% a principios de noviembre de 2008), contribuyendo con ello a presionar a la baja las tasas de inflación implícitas a largo plazo y, en particular, la tasa a cinco años dentro de cinco años observada.
- 3 Véase el recuadro titulado «Resultados de la encuesta a expertos en previsión económica correspondientes al cuarto trimestre de 2009» en el Boletín Mensual de noviembre de 2009.

Gráfico B Desagregación basada en un modelo de las tasas de inflación implícitas a cinco años dentro de cinco años, para la zona del euro

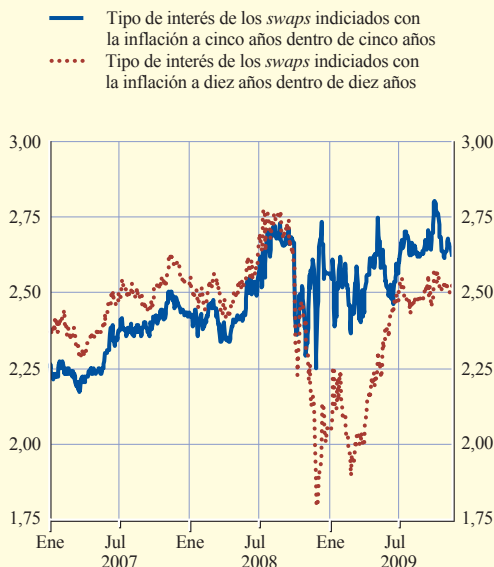
(en porcentaje)



Fuentes: Reuters, Consensus Economics y cálculos del BCE.

Gráfico C Tipos de interés *forward* a largo plazo de los *swaps* indicados con la inflación

(en porcentaje)



Fuentes: Bloomberg y cálculos del BCE.

inflación a largo plazo, el tipo a cinco años dentro de cinco años, y el tipo a diez años dentro de diez años. En horizontes temporales tan largos se puede suponer que el nivel de las expectativas de inflación incorporado en los tipos *forward* es acorde en esa misma medida con el objetivo de estabilidad de precios del banco central. Sin embargo, cuanto más prolongado es el horizonte, mayor es la incertidumbre (y, por consiguiente, el riesgo), de forma que cuanto más alejado sea el horizonte, mayor debería ser el tipo *forward*. Aunque lo anterior era válido antes de que las turbulencias financieras se agudizaran, en otoño de 2008, tras la quiebra de Lehman Brothers y la falta de liquidez registrada en el mercado de productos indicados con la inflación, la concentración de la demanda de protección de la inflación en torno al horizonte de referencia, diez años, hizo que el tipo *forward* a cinco años dentro de cinco años, se situara por encima del tipo *forward* a diez años dentro de diez años. Aunque, en los últimos meses, el diferencial entre estos dos tipos *forward* a largo plazo se ha normalizado en cierta medida, todavía sigue en territorio negativo, lo que sugiere que la normalización todavía no es completa (véase gráfico D).

En cuanto al futuro, es posible que las condiciones de liquidez en el mercado de productos indicados con la inflación de la zona del euro sigan mejorando en los próximos meses. Después de que, en el primer semestre de 2009, no existiera prácticamente oferta de bonos indicados con la inflación, los Tesoros Públicos han reanudado recientemente la emisión de este tipo de valores, y se espera que en 2010 se intensifique. Por otra parte, si la situación de liquidez continúa mejorando, la volatilidad de las tasas de inflación implícitas debería seguir disminuyendo. Dicho esto, el plazo en el que se producirá esta mejora y la manera en que se propagará a toda la curva de tasas de inflación implícitas siguen siendo inciertos en estos momentos. Por tanto, todavía cabe esperar cierta volatilidad en las tasas de inflación implícitas *forward*, como consecuencia principalmente de esos ajustes técnicos.

En síntesis, la volatilidad, así como los elevados niveles observados recientemente en las tasas de inflación implícitas *forward* a largo plazo y en los tipos de los *swaps* indicados con la inflación no parecen reflejar un cambio significativo en las expectativas de inflación a largo plazo, sino que más bien parecen estar relacionados con factores técnicos de mercado, concretamente con la normalización en curso, aunque todavía incompleta, de las condiciones de liquidez en todos los plazos de vencimiento y con los desequilibrios entre la oferta y la demanda en el mercado de productos indicados con la inflación, especialmente en el horizonte a diez años. No obstante, es esencial continuar realizando un estrecho seguimiento de estos indicadores.

Gráfico D Diferencial entre el tipo de interés de los *swaps* indicados con la inflación a diez años dentro de diez años, y el tipo de interés de los *swaps* indicados con la inflación a cinco años dentro de cinco años

(en puntos básicos)



Fuentes: Bloomberg y cálculos del BCE.

2.5 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

La tendencia al alza que venían mostrando los precios de las acciones en los mercados bursátiles de la zona del euro desde marzo de 2009 se debilitó a partir de mediados de octubre. Los factores determinantes de esta evolución reciente parecen ser la preocupación del mercado respecto a la fortaleza de la recuperación y a la fragilidad del sector financiero. Al mismo tiempo, la incertidumbre de los mercados de renta variable medida por la volatilidad implícita obtenida de los precios de las opciones, que había ido disminuyendo durante la mayor parte del año, interrumpió esta tendencia, aunque se mantiene en valores muy inferiores a los observados en la fase más aguda de las turbulencias financieras.

En la zona del euro y en Estados Unidos las cotizaciones bursátiles, medidas por el índice Dow Jones EURO STOXX y el índice Standard & Poor's 500 subieron un 3,9% y un 8,7%, respectivamente, entre finales de agosto y el 2 de diciembre. La evolución de los últimos meses sugiere que la tendencia al alza observada desde marzo de 2009 parece haberse detenido en la zona del euro y haber sido menos pronunciada en Estados Unidos. Pese a la publicación de datos macroeconómicos en general favorables y de datos positivos sobre las expectativas de beneficios, la inquietud del mercado respecto a la fortaleza de la recuperación y a la solvencia del sector financiero parece haber estado en el origen de la evolución reciente de los precios de las acciones. Durante el mismo período, en Japón las cotizaciones bursátiles, medidas por el índice Nikkei 225, registraron una fuerte caída, que se cifró en un 8,8%.

La tendencia al alza que los precios de las acciones venían mostrando desde marzo del presente año se detuvo a mediados de octubre. La subida de las cotizaciones observada entre finales de agosto y mediados de octubre fue consecuencia de la publicación de datos macroeconómicos mejores de lo previsto que confirmaban el proceso de recuperación económica, lo que provocó una revisión al alza de las perspectivas de crecimiento en la zona del euro y en el resto del mundo. La confianza de los inversores se

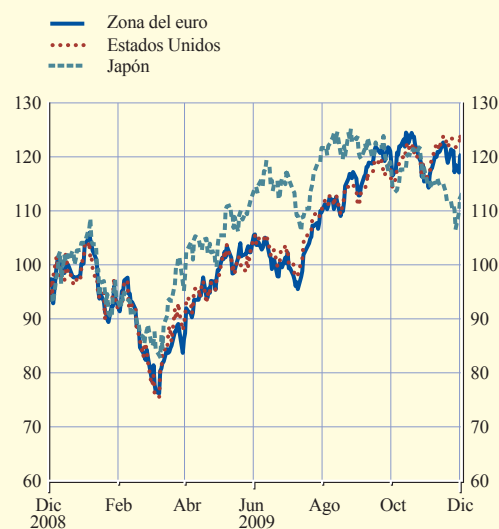
vio estimulada por la revisión al alza de la valoración de los sectores bancarios de la zona del euro y de Estados Unidos por parte de los principales participantes en el mercado. A mediados de octubre, el temor de que la ayuda estatal proporcionada en las economías desarrolladas se retirase antes de lo previsto y la preocupación por la solvencia del sector financiero impulsaron fuertes caídas de los precios de las acciones e incrementaron la volatilidad en la segunda mitad de octubre a ambos lados del Atlántico. Estos temores se disiparon, en parte, cuando los líderes mundiales reunidos en la cumbre del G20 aseguraron que mantendrían esta ayuda para favorecer la recuperación económica. Sin embargo, cuando los precios de las acciones volvieron a bajar en la segunda mitad de noviembre, se vio que persisten los temores del mercado respecto a la solvencia del sector financiero y la incertidumbre en torno al ritmo de recuperación.

Hacia finales de noviembre, tras el anuncio por parte de un *holding* estatal de Dubai de que solicitaría una moratoria de seis meses para el reembolso de su deuda, los precios de las acciones cayeron. Más que reflejar la exposición de la zona del euro y de Estados Unidos al posible impago de la citada deuda, los participantes en el mercado interpretaron que este acontecimiento era reflejo de la fragilidad del actual entorno económico y de la realización de beneficios.

La volatilidad de los mercados de renta variable, medida por la volatilidad implícita obtenida de las opciones sobre acciones (véase gráfico 26), siguió reduciéndose entre finales de agosto y mediados de octubre, alcanzando valores en línea con la media histórica observada desde 1999. Sin embargo, los mercados de renta variable se ven todavía afectados por la incertidumbre sobre el probable ritmo de

Gráfico 25 Índices bursátiles

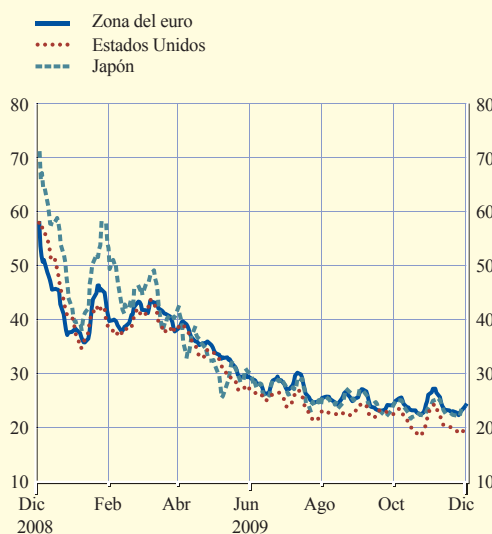
(índice: 1 de diciembre de 2008 = 100; datos diarios)



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

Gráfico 26 Volatilidad implícita de los mercados de renta variable

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



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

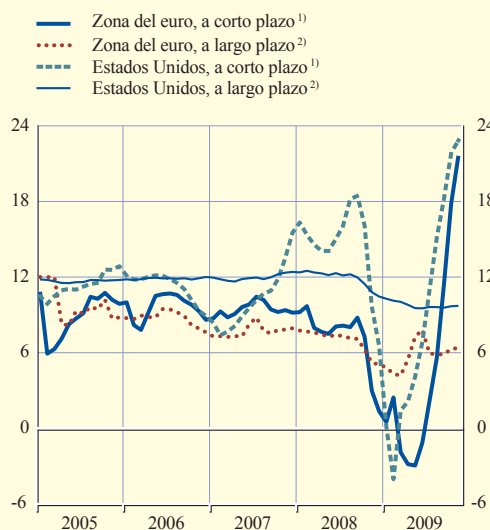
recuperación y, en particular, por la solvencia del sector bancario, para el que se prevén elevadas pérdidas el año próximo, según comunicó la Comisión Europea a comienzos de noviembre.

En los tres últimos meses, los precios de las acciones han mostrado disparidades entre sectores tanto entre la zona del euro como en Estados Unidos. Hasta mediados de octubre todos los sectores registraron elevados beneficios en ambas áreas económicas. Sin embargo, a partir de mediados de octubre, esta situación positiva cambió. En Estados Unidos, los precios de las acciones bajaron en el sector financiero y registraron menores ganancias en el sector no financiero, mientras que se redujeron ligeramente en la zona del euro. Con todo, la evolución positiva de los precios de las acciones del sector no financiero en los tres últimos meses no ha sido igual en todos los subsectores. En particular, las cotizaciones bursátiles de los subsectores de tecnología y de servicios públicos bajaron más que las del sector financiero (véase cuadro 3).

Los beneficios efectivos de las empresas incluidas en el índice Standard & Poor's 500 siguieron siendo negativos, aunque mejoraron ligeramente en todos los sectores. En la zona del euro, los beneficios efectivos se mantuvieron también en valores negativos. La reciente publicación de datos macroeconómicos favorables se reflejó también en la evolución de las expectativas de beneficios en los tres últimos meses (véase gráfico 27). Se registró una revi-

Gráfico 27 Crecimiento esperado de los beneficios empresariales por acción en Estados Unidos y en la zona del euro

(en porcentaje; datos mensuales)



Fuentes: Thomson Financial Datastream y cálculos del BCE.

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

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

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

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

(porcentaje de los precios a fin de período)

| | EURO STOXX | Materias primas | Servicios de consumo | Bienes de consumo | Petróleo y gas | Financiero | Sanidad | Industrial | Tecnología | Telecomunicaciones | Agua, gas, electric. |
|--|------------|-----------------|----------------------|-------------------|----------------|------------|---------|------------|------------|--------------------|----------------------|
| Participación del sector en la capitalización bursátil (datos a fin de período) | 100,0 | 8,5 | 6,1 | 11,9 | 7,6 | 27,7 | 4,0 | 12,3 | 4,2 | 8,1 | 9,7 |
| Variación de los precios (datos a fin de período) | | | | | | | | | | | |
| 2008 III | -12,1 | -25,0 | -5,9 | 0,1 | -22,9 | -11,1 | -6,3 | -17,4 | -9,9 | -1,3 | -14,6 |
| 2008 IV | -21,2 | -26,0 | -7,7 | -19,1 | -17,8 | -35,0 | -9,2 | -18,5 | -22,8 | -2,1 | -13,5 |
| 2009 I | -14,0 | -13,6 | -8,3 | -11,5 | -5,9 | -20,1 | -7,4 | -14,0 | -9,5 | -8,8 | -21,0 |
| 2009 II | 16,4 | 19,8 | 3,3 | 17,7 | 9,7 | 34,2 | 3,9 | 18,0 | 15,8 | 0,0 | 9,0 |
| 2009 III | 20,7 | 21,8 | 14,9 | 15,8 | 7,3 | 32,4 | 14,2 | 26,4 | 13,6 | 14,7 | 14,9 |
| Octubre 2009 | -4,6 | -2,9 | -5,7 | 0,6 | -1,4 | -6,8 | -2,6 | -5,7 | -10,7 | -0,9 | -7,4 |
| Noviembre 2009 | 1,5 | 8,6 | 3,3 | 0,5 | 0,4 | -0,9 | 2,6 | 3,3 | 2,1 | 1,1 | 0,5 |
| 31 ago 2009 - 02 dic 2009 | 3,9 | 15,4 | 4,4 | 8,8 | 5,1 | -0,5 | 9,6 | 6,8 | -5,5 | 7,7 | -2,5 |

Fuentes: Thomson Financial Datastream y cálculos del BCE.

sión al alza de las expectativas de beneficios a corto plazo en Estados Unidos, como consecuencia de las mejores perspectivas de ganancias en los sectores financiero y no financiero. En la zona del euro, las expectativas de beneficios a corto plazo mejoraron también en los tres últimos meses. Sin embargo, las expectativas de beneficios a largo plazo de las empresas de la zona del euro se mantuvieron sin cambios en los niveles observados al inicio del tercer trimestre de 2009.

2.6 FLUJOS FINANCIEROS Y POSICIÓN FINANCIERA DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS

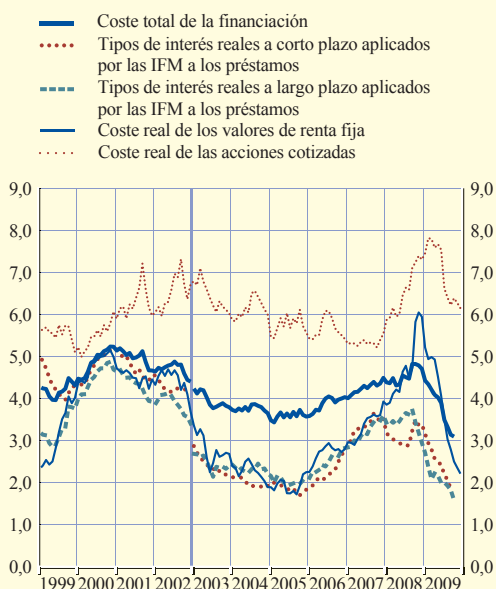
El coste medio real de la financiación de las sociedades no financieras de la zona del euro se redujo considerablemente en el tercer trimestre de 2009, continuando con la tendencia a la baja observada desde el cuarto trimestre de 2008. Esta nueva disminución de los costes de financiación se debe principalmente a los acusados descensos del coste de la financiación en los mercados y en menor medida, de la reducción de los tipos de interés aplicados por las entidades a los préstamos y créditos. En este contexto, la emisión de valores distintos de acciones por parte de las sociedades no financieras continuó aumentando, mientras que la financiación bancaria siguió disminuyendo.

CONDICIONES DE FINANCIACIÓN

El coste real de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro —calculado ponderando el coste de las distintas fuentes de financiación a partir de sus saldos vivos, corregido de efectos de valoración⁵— cayó hasta situarse en el 3,1% en el tercer trimestre de 2009, una reducción de 75 puntos básicos con respecto al segundo trimestre (véase gráfico 28). Tanto los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a los préstamos como los costes de financiación mediante valores de renta fija disminuyeron en términos reales en ese período. Los recortes de los tipos de interés bancarios fueron reflejo, principalmente, de la continuación de la transmisión gradual de las modificaciones de los tipos de interés oficiales del BCE a los clientes bancarios de la zona. Los tipos de interés reales a corto plazo aplicados por las IFM se redujeron 57 puntos básicos en el tercer trimestre de 2009, mientras que los tipos de interés reales a largo plazo aplicados por el citado sector disminuyeron 19 puntos básicos. Por otro lado, el coste real de las acciones y de los valores de renta fija descendió alrededor de 130 puntos básicos en ese mismo período, como consecuencia del aumento de la confianza de los inversores relacionado con la publicación de noticias económicas positivas. Desde una perspectiva a más largo plazo, el coste real

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

(en porcentaje; datos mensuales)



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

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

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

total de todos los componentes de la financiación de las sociedades no financieras de la zona del euro se situó en el nivel más bajo registrado desde 1999.

En el cuadro 4 se muestran las variaciones de los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela y de los tipos a tres meses del mercado monetario (EURIBOR), así como el rendimiento de la deuda pública a dos y a siete años. En épocas normales, la evolución de los costes de financiación a corto plazo de las entidades de crédito resulta influida, fundamentalmente, por las fluctuaciones de los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario (EURIBOR), mientras que los tipos a más largo plazo aplicados por las entidades a los préstamos y créditos suelen reflejar la evolución de los rendimientos de la deuda pública. Dado que los tipos de interés de mercado resultan afectados por las modificaciones de los tipos de interés oficiales del BCE, es importante que las decisiones de política monetaria queden reflejadas también en los tipos que las entidades de crédito aplican a los préstamos que otorgan a los hogares y a las empresas. Como queda patente en el cuadro, los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a los nuevos préstamos a más corto plazo a las sociedades no financieras se redujeron entre junio y septiembre de 2009, 30 puntos básicos en el caso de los préstamos por importes reducidos y 50 puntos básicos en el de los préstamos por importes elevados. En ese mismo período, los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario experimentaron un descenso de 45 puntos básicos, debido, fundamentalmente, a la normalización gradual de las condiciones en los mercados interbancarios. La encuesta sobre préstamos bancarios de octubre de 2009⁶ confirmó que el acceso de las entidades de crédito a la financiación en los mercados y la situación de liquidez de las entidades habían mejorado en cierta medida, lo que había contribuido a la relajación de los criterios de aprobación de los préstamos a empresas.

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

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

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

| (en porcentaje; en puntos básicos) | | | | | | | Variaciones en puntos básicos hasta oct. 2009 ¹⁾ | | |
|---|-------------|------------|-----------|------------|-------------|-------------|---|-------------|-------------|
| | 2008 III | 2008 IV | 2009 I | 2009 II | 2009 Sep | 2009 Oct | 2008 Jul | 2009 Jul | 2009 Sep |
| Tipos de interés aplicados por las IFM | | | | | | | | | |
| Descubiertos en cuenta de las sociedades no financieras | 6,91 | 6,24 | 5,08 | 4,55 | 4,25 | 4,19 | -255 | -15 | -6 |
| Préstamos a las sociedades no financieras hasta un millón de euros | | | | | | | | | |
| Sin fijación del tipo y con período inicial de fijación del tipo hasta un año | 6,34 | 5,38 | 4,03 | 3,64 | 3,36 | 3,33 | -293 | -23 | -3 |
| Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años | 5,64 | 5,32 | 4,74 | 4,49 | 4,16 | 4,18 | -135 | -14 | 2 |
| Préstamos a las sociedades no financieras por importe superior a un millón de euros | | | | | | | | | |
| Sin fijación del tipo y con período inicial de fijación del tipo hasta un año | 5,62 | 4,28 | 2,85 | 2,57 | 2,06 | 2,14 | -330 | -23 | 8 |
| Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años | 5,64 | 4,76 | 3,87 | 3,64 | 3,64 | 3,62 | -193 | -28 | -2 |
| Pro memoria | | | | | | | | | |
| Tipo de interés a tres meses del mercado monetario | 5,03 | 3,26 | 1,63 | 0,77 | 0,77 | 0,74 | -422 | -24 | -3 |
| Rendimiento de la deuda pública a dos años | 4,09 | 2,62 | 1,74 | 1,68 | 1,28 | 1,39 | -322 | -1 | 11 |
| Rendimiento de la deuda pública a siete años | 4,14 | 3,28 | 3,38 | 3,53 | 3,10 | 3,06 | -155 | -21 | -4 |

Fuente: BCE.

1) Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo.

líneas generales, con la evolución del mecanismo de transmisión en el pasado⁷. Los tipos de interés aplicados por las entidades a los préstamos a largo plazo por importes reducidos descendieron más de 30 puntos básicos, mientras que los aplicados a los préstamos por importe superior a 1 millón de euros a este sector se redujeron menos de 10 puntos básicos, en promedio, en el tercer trimestre de 2009.

Los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a los préstamos a las sociedades no financieras continuaron su tendencia a la baja en octubre de 2009, en algunos casos con reducciones más acusadas que las registradas en los tipos de mercado correspondientes.

El pronunciado descenso del coste real de la financiación mediante valores de renta fija refleja también el estrechamiento de los diferenciales de los valores de renta fija privada, que miden la diferencia entre los rendimientos de los valores de renta fija privada y los de la deuda pública. Estos diferenciales comenzaron a reducirse a principios de 2009. En el tercer trimestre, disminuyeron en todas las categorías de calificación crediticia, y siguieron estrechándose en octubre y noviembre, retrocediendo hasta situarse en o por debajo de los niveles registrados en agosto de 2008 (es decir, poco antes del aumento generalizado de los diferenciales cuando se intensificó la crisis). Los descensos que se produjeron en este período fueron más pronunciados para los bonos con calificación crediticia baja y, en particular, para los bonos de grado especulativo. Por ejemplo, entre agosto de 2008 y noviembre de 2009, los diferenciales de los bonos de alta rentabilidad y los bonos con calificación BBB de la zona del euro disminuyeron unos 70 puntos básicos, mientras que los bonos con calificación AA retrocedieron hasta niveles similares a los registrados en agosto de 2008 (véase gráfico 29). Factores como la menor percepción del riesgo y la disminución de la aversión al riesgo en los mercados podrían haber influido en los descensos observados recientemente.

FLUJOS DE FINANCIACIÓN

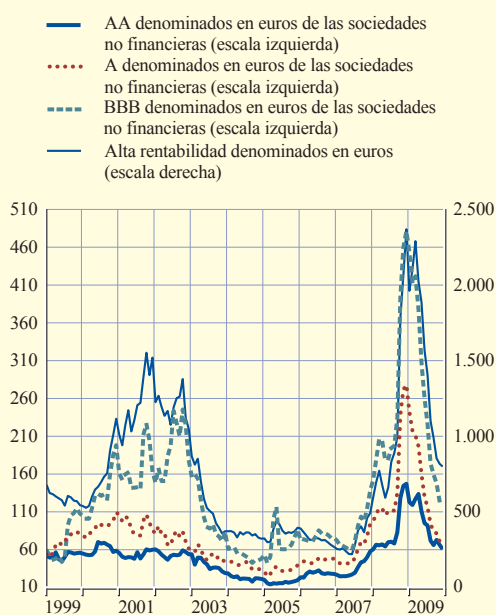
La mayor parte de los indicadores de rentabilidad de las sociedades no financieras de la zona del euro apuntan a que esta experimentó una acusada disminución en el tercer trimestre de 2009. La tasa de crecimiento interanual de los beneficios por acción de las sociedades no financieras cotizadas de la zona del euro siguió disminuyendo, desde el -27,3% de junio de 2009 hasta el -34,8% de noviembre de 2009 (véase gráfico 30). De cara al futuro, las actuales expectativas de beneficios futuros de los mercados apuntan a cierta mejora, aunque en general se espera que el crecimiento de los beneficios por acción de las sociedades no financieras siga siendo negativo hasta mediados de 2010.

La tasa de crecimiento interanual real de la financiación externa de las sociedades no financieras (que incluye los préstamos concedidos por las IFM, los valores distintos de acciones y las acciones cotizadas) se redujo

⁷ Véase el artículo titulado «Evolución reciente del proceso de transmisión a los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito en la zona del euro», en el Boletín Mensual de agosto de 2009.

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

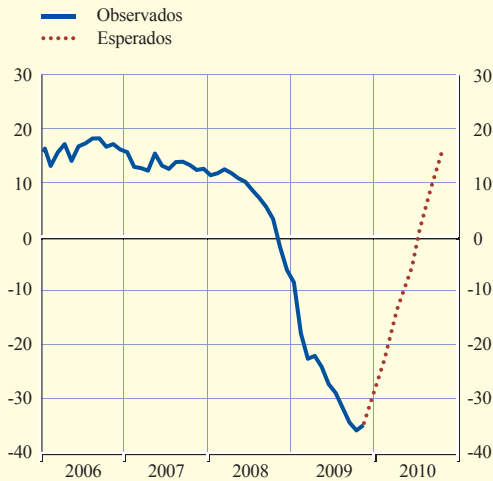
(en puntos básicos; medias mensuales)



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

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

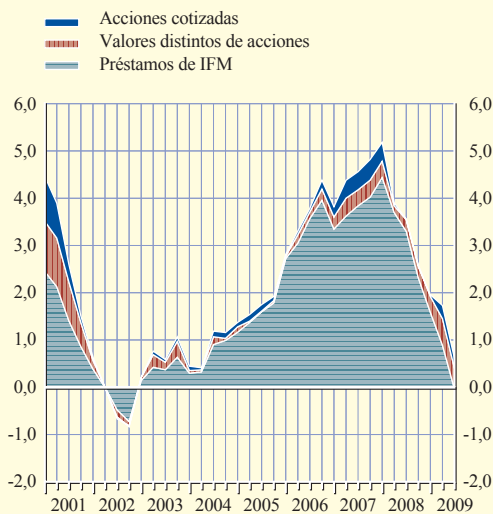
(en porcentaje; datos mensuales)



Fuentes: Thomson Financial Datastream y cálculos del BCE.

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

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

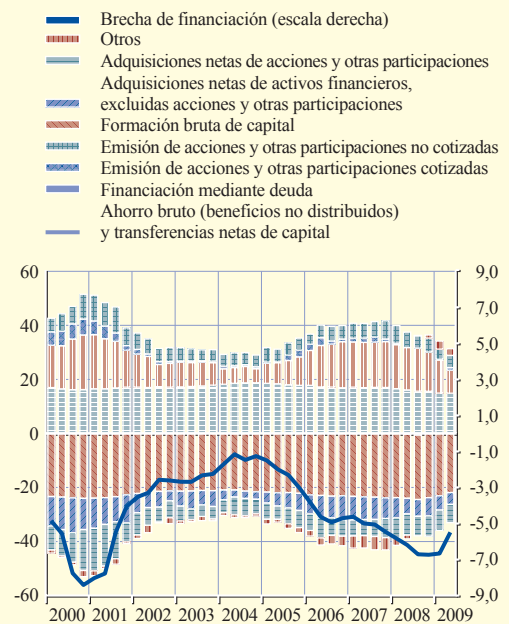
1) La tasa de crecimiento interanual real se define como la diferencia entre la tasa de crecimiento interanual registrada y el deflactor del PIB.

hasta el 0,7% en el tercer trimestre de 2009, desde el 1,7% del trimestre precedente (véase gráfico 31). Este descenso se debió fundamentalmente a la considerable disminución de la contribución de los préstamos de las IFM, que cayó hasta situarse próxima a cero en el tercer trimestre, desde el 0,9% del segundo trimestre, mientras que la de la financiación mediante valores distintos de acciones y mediante la emisión de acciones cotizadas sólo disminuyó ligeramente, 0,5 y 0,2 puntos porcentuales, respectivamente.

En el gráfico 32 se presentan los componentes que integran el ahorro, la financiación y la inversión de las empresas de la zona, según figuran en las cuentas de la zona del euro, de los que se dispone de datos hasta el segundo trimestre de 2009. Por primera vez desde mediados de 2004, la brecha de financiación, principalmente la diferencia entre los gastos en in-

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

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



Fuente: Cuentas de la zona del euro.

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

versión real y financiera y la financiación interna y externa, ha disminuido hasta situarse en el 5,5% del valor añadido total del sector no financiero. Como se ve en el gráfico, la mayor parte de la financiación interna y externa se utilizó para financiar inversiones reales (formación bruta de capital fijo), mientras que la participación de la inversión financiera fue menor. La adquisición neta de activos financieros, incluidas acciones, descendió en el segundo trimestre de 2009, ya que las sociedades no financieras volvieron a reducir sus adquisiciones netas de acciones cotizadas.

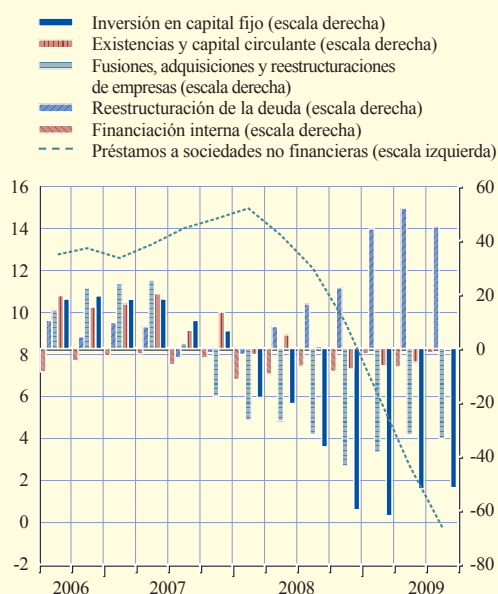
El crecimiento de los préstamos bancarios a las sociedades no financieras pasó a ser negativo y se redujo hasta situarse en el -0,1% al final del tercer trimestre de 2009, la primera caída interanual desde que empezaron a registrarse datos en 1999 (véase cuadro 5). En octubre de 2009, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras volvió a disminuir, hasta el -1,2%. Esta prolongada desaceleración es acorde, en líneas generales, con regularidades cíclicas, habida cuenta de las reducciones pasadas del gasto en capital y la incertidumbre existente en torno a las perspectivas económicas. Aunque el descenso de la tasa de crecimiento interanual continuó siendo generalizado a todos los plazos, fue especialmente pronunciado en el caso de los préstamos a más corto plazo. Por ejemplo, las tasas de crecimiento interanual de los préstamos hasta un año, de uno a cinco años, y a más de cinco años, se situaron en el -11,6%, el 0,9% y el 3,8%, respectivamente, en octubre de 2009. Las diferencias observadas en esta evolución podrían apuntar a que las empresas están sustituyendo, en cierta medida, los préstamos a corto plazo por préstamos a largo plazo.

Aunque, como se señalaba en la encuesta sobre préstamos bancarios de octubre de 2009, la reducción del endurecimiento de los criterios de aprobación aplicados a los préstamos y líneas de crédito a las empresas siguió disminuyendo sustancialmente en el tercer trimestre de 2009, lo que hizo que el endurecimiento neto casi se interrumpiera, la evidencia empírica sugiere que las modificaciones de los criterios influyen en la evolución del crecimiento del crédito con un desfase de tres a cuatro trimestres. Adicionalmente, la evidencia empírica sugiere que los préstamos a las sociedades no financieras suelen tender a ir considerablemente a la zaga del ciclo económico. Por tanto, es probable que la financiación mediante préstamos de las empresas siga siendo moderada durante un tiempo después de que el ciclo económico haya cambiado, y muy especialmente en un entorno en el que la incertidumbre económica todavía es elevada.

Según los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios, factores de demanda, como la disminución de la inversión en capital fijo y de las operaciones de fusión y adquisición, afectaron negativamente a la demanda de préstamos de las sociedades no financieras (véase gráfico 33). Datos recientes recopilados por el BCE sobre préstamos al citado sector por rama de actividad apuntan también a que se ha producido una desaceleración de los préstamos a empresas impulsada fundamentalmente por la demanda durante el período de turbulencias (véase recuadro 5).

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

(tasas de variación interanual; en porcentaje neto)



Fuente: BCE.

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

Cuadro 5 Financiación de las sociedades no financieras

| (variaciones porcentuales; fin de trimestre) | Tasas de crecimiento interanual | | | | |
|---|---------------------------------|------------|------------|-------------|-------------|
| | 2008 | 2008 | 2009 | 2009 | 2009 |
| | III | IV | I | II | III |
| Préstamos de IFM | 12,1 | 9,5 | 6,2 | 2,7 | -0,2 |
| Hasta un año | 9,8 | 6,8 | -0,5 | -5,8 | -10,2 |
| De uno a cinco años | 17,5 | 14,0 | 11,0 | 7,2 | 2,3 |
| Más de cinco años | 11,4 | 9,4 | 8,1 | 85,9 | 4,5 |
| Valores distintos de acciones | 7,4 | 3,4 | 6,0 | 7,3 | 9,0 |
| A corto plazo | 22,3 | 9,4 | 14,3 | 17,1 | -10,7 |
| A largo plazo, <i>de los cuales</i> ¹⁾ | 4,8 | 2,2 | 4,5 | 5,5 | 13,0 |
| A tipo fijo | 3,5 | 2,6 | 5,2 | 6,8 | 17,6 |
| A tipo variable | 12,6 | 2,6 | 4,6 | 2,1 | -0,7 |
| Acciones cotizadas | 1,0 | 0,1 | 0,0 | -0,1 | 0,4 |
| Pro memoria ²⁾ | | | | | |
| Total financiación | 4,0 | 3,7 | 3,2 | 2,7 | - |
| Préstamos a sociedades no financieras | 9,8 | 8,5 | 6,7 | 3,9 | - |
| Reservas técnicas de seguro ³⁾ | 0,7 | 0,5 | 0,5 | 0,6 | - |

Fuentes: BCE, Eurostat y cálculos del BCE.

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

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

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

3) Incluye las reservas de los fondos de pensiones.

Cuando los flujos de crédito a las sociedades no financieras comenzaron a disminuir en el segundo semestre de 2008, las empresas aumentaron su recurso a la financiación mediante valores de renta fija. Datos recientes sobre la emisión de valores distintos de acciones por el sector de sociedades no financieras sugieren que la tasa de crecimiento interanual volvió a incrementarse en el tercer trimestre de 2009, hasta el 9%, en comparación con el 7,2% del segundo trimestre. Dos factores parecen haber contribuido a proporcionar un incentivo para que las sociedades no financieras aumenten la emisión de este tipo de valores. En primer lugar, la mejora observada en el coste total de la financiación mediante valores de renta fija, superior a la de los costes de la financiación mediante préstamos bancarios desde finales de 2008, ha hecho que la primera modalidad de financiación resulte más adecuada y, en segundo lugar, las sociedades no financieras (principalmente las grandes empresas) parecen haber estado sustituyendo la financiación bancaria por la financiación en los mercados, como consecuencia de la aplicación de unos criterios restrictivos en la aprobación de préstamos y créditos. En cuanto a los préstamos bancarios, la emisión de valores distintos de acciones fue mucho más intensa en los plazos más largos, y la tasa de crecimiento interanual se situó en el 23,1% al final del segundo trimestre. Datos más recientes de proveedores comerciales muestran que la emisión también se mantuvo en niveles elevados en octubre y noviembre, registrándose volúmenes considerables de emisiones de bonos con calificación crediticia baja y de bonos de empresas de sectores cíclicos.

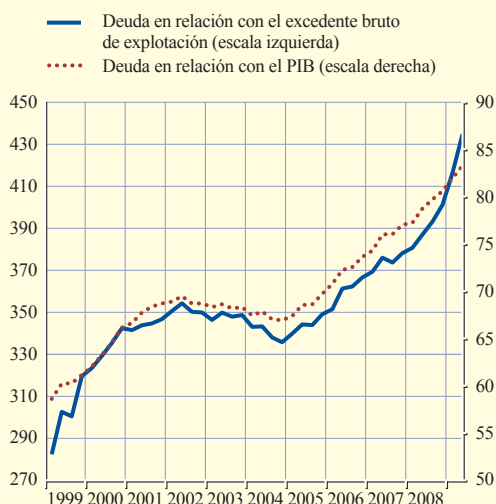
La tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras aumentó hasta el 0,4% en el tercer trimestre de 2009, favorecida por la positiva evolución de los mercados de valores.

POSICIÓN FINANCIERA

La combinación de unos flujos moderados de financiación externa y la caída de la financiación interna ha provocado nuevos aumentos de los ratios de endeudamiento de las sociedades no financieras en tér-

Gráfico 34 Ratios de endeudamiento del sector de sociedades no financieras

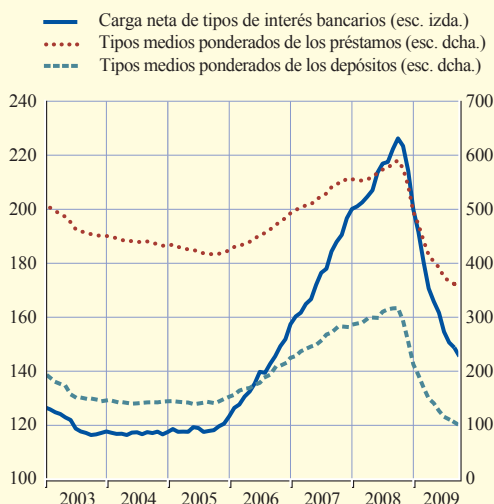
(en porcentaje)



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

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

(puntos básicos)



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

minos del PIB y del excedente bruto de explotación, que alcanzaron máximos históricos en el segundo trimestre de 2009 (véase gráfico 34). Como consecuencia de la significativa reducción de los tipos de interés aplicados a los préstamos bancarios y de los tipos de mercado, la carga de intereses de las sociedades no financieras continuó disminuyendo en el tercer trimestre de 2009, situándose en niveles registrados a finales de 2006 (véase gráfico 35). En general, el elevado nivel de endeudamiento y la carga de intereses asociada señalan la necesidad de que este sector realice algunas reestructuraciones de sus balances en los próximos meses, lo que podría influir negativamente en la recuperación económica. El considerable nivel de endeudamiento del sector de sociedades no financieras también podría explicar el creciente número de quiebras de empresas observado y esperado.

Recuadro 5

EVOLUCIÓN DE LOS PRÉSTAMOS DE LAS IFM A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS POR RAMA DE ACTIVIDAD

Como parte de sus estadísticas monetarias, el BCE publica periódicamente agregados mensuales de los préstamos otorgados por las instituciones financieras monetarias (IFM) a las sociedades no financieras. En 2009, el BCE ha elaborado por primera vez estimaciones trimestrales para la zona del euro con una desagregación de los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras por rama de actividad con arreglo a la clasificación NACE ^{1,2}. Este nuevo conjunto de estadísticas sirve para comprender

1 NACE Revisión 2 es la clasificación estadística de las actividades económicas en la Comunidad Europea. Todos los Estados miembros utilizan esta nomenclatura en distintas estadísticas. Para más información, véase http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/nace_rev2/introduction.
 2 Los datos se refieren a saldos vivos a fin de trimestre, y están disponibles a partir del primer trimestre de 2003.

mejor la evolución de los préstamos a empresas en la zona del euro y valorar sus implicaciones para la política monetaria. En particular, los datos más detallados sobre préstamos pueden proporcionar información sobre la evolución del crédito por rama específica de actividad.

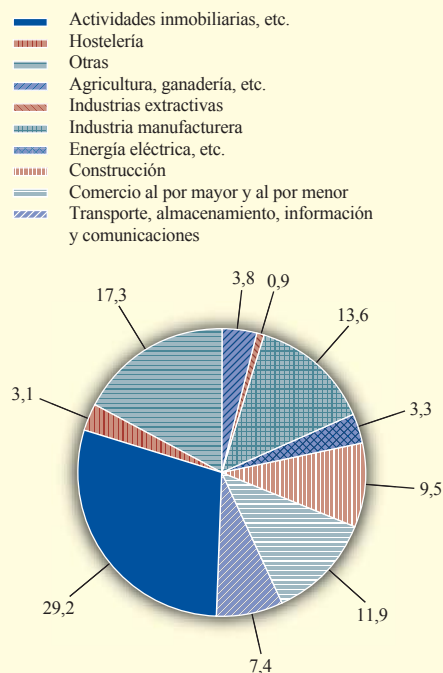
Los préstamos a las sociedades no financieras se dividen en diez grupos principales de actividad, como se muestra en el gráfico A. Estas estadísticas deben interpretarse con cautela. Aunque las estadísticas del BCE sobre préstamos agregados de las IFM a las sociedades no financieras se elaboran de acuerdo con criterios armonizados en los distintos países de la zona del euro, la división por rama de actividad se basa en datos disponibles a escala nacional (obtenidos, por ejemplo, de centrales de información de riesgos o de encuestas) que no están totalmente armonizados y que, en parte, son estimaciones. Tanto la cobertura como el nivel de detalle pueden ser diferentes en los diversos países.

Además, por definición, el sector de sociedades no financieras excluye las empresas sin personalidad jurídica propia, como los pequeños comerciantes o los médicos. Por otra parte, los préstamos pueden ser contraídos por unidades institucionales que con frecuencia incluyen unidades que realizan distintas actividades incluidas en la NACE, lo que hace que las nuevas desagregaciones de préstamos no sean directamente comparables con otras estadísticas que realmente se basan en la clasificación NACE, como el valor añadido o el empleo por actividad económica.

El gráfico A muestra que, en 2007³, los préstamos relacionados con actividades inmobiliarias (es decir, alquiler de inmuebles comerciales y similares) constituían la mayor parte del crédito otorgado por las IFM a las sociedades no financieras, seguido por la industria manufacturera, el comercio, la construcción y el transporte y la información. Una parte significativa del crédito concedido por las IFM al citado sector también es asignado a «otras»⁴. En cuanto a la participación de las ramas de actividad en el valor añadido bruto, las actividades inmobiliarias y actividades relacionadas, así como el sector de la construcción, tienen un ponderación menor si se compara con su participación en el crédito total concedido a las sociedades no financieras, mientras que la industria manufacturera,

Gráfico A Participación de los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras, por ramas de actividad seleccionadas

(distribución porcentual)



Fuente: BCE.

Notas: Saldos vivos correspondientes al cuarto trimestre de 2007. Desagregación según la NACE Rev. 2. Agricultura, ganadería, etc., incluye silvicultura y pesca; energía eléctrica, etc., incluye el suministro de gas, vapor y aire acondicionado, así como el suministro de agua, actividades de saneamiento, gestión de residuos y descontaminación; comercio al por mayor y al por menor incluye reparación de vehículos de motor y motocicletas; actividades inmobiliarias, etc., incluye actividades profesionales, científicas y técnicas, así como actividades administrativas y servicios auxiliares; otras se refiere a todas las demás actividades, excluidas las actividades financieras y de seguros y la Administración Pública y defensa.

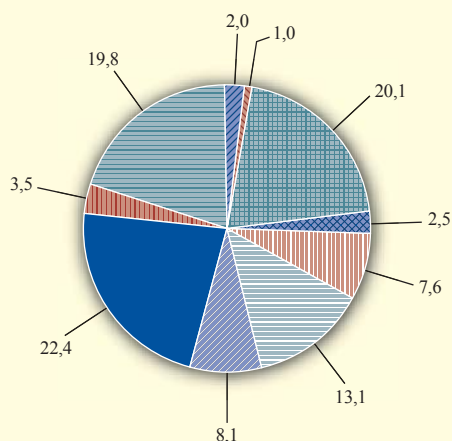
3 Este es el año más reciente para el que se dispone de una desagregación del valor añadido bruto por rama de actividad. Las cifras sobre préstamos hasta mediados de 2009 indican una participación de las ramas de actividad similar a la de 2007.

4 Esta categoría incluye todas las demás actividades, excepto las actividades financieras y de seguros, así como la Administración Pública y defensa, ya que estas empresas no suelen pertenecer al sector de sociedades no financieras.

Gráfico B Participación en el valor añadido bruto, por ramas de actividad seleccionadas

(distribución porcentual)

- Actividades inmobiliarias, de alquiler y comerciales, etc.
- Hostelería
- Otras
- Agricultura, ganadería, etc.
- Industrias extractivas
- Industria manufacturera
- Energía eléctrica, suministro de gas y agua
- Construcción
- Comercio al por mayor y al por menor
- Transporte, almacenamiento, y comunicaciones



Fuente: Eurostat.

Notas: A precios corrientes, 2007. Desagregación según la NACE Rev. 1.1. Actividades inmobiliarias, de alquiler y comerciales corregidas por el valor imputado de los servicios de alquiler de viviendas ocupadas por sus propietarios (disponible únicamente para un número limitado de países). Agricultura, ganadería, etc., incluye caza, silvicultura y pesca; comercio al por mayor y al por menor incluye reparación de vehículos de motor y motocicletas, efectos personales y artículos de uso doméstico; otras se refiere a todas las demás actividades, excluidas las actividades financieras y de seguros y la Administración Pública y defensa.

la moderación de los préstamos hipotecarios otorgados a los hogares, sino que también ha contribuido a que se produzca una acusada desaceleración del crédito al sector inmobiliario. No obstante, aunque varias ramas de actividad como la industria manufacturera, el comercio, el transporte, la información y la construcción registraron reducciones del volumen de préstamos en el primer semestre de 2009, las tasas de crecimiento interanual del crédito a las sociedades no financieras en el sector inmobiliario todavía se mantuvieron positivas.

por ejemplo, tiene una ponderación relativamente mayor (véase gráfico B).

Desde el comienzo de la crisis financiera se ha observado una caída general de las tasas de crecimiento interanual del crédito de las IFM a las sociedades no financieras en todas las ramas de actividad, especialmente después de que la crisis se intensificara a finales de 2008 (véase gráfico C). Aunque estas tasas se mantuvieron en niveles sostenidos hasta el segundo semestre de 2008 en el caso de la industria manufacturera y del comercio y el transporte, en las actividades inmobiliarias y en la construcción ya disminuyeron en el primer semestre del año. El descenso general observado en las tasas de crecimiento interanual del crédito reflejó una caída aún más pronunciada de la tasa de crecimiento interanual del valor añadido de las respectivas ramas de actividad (véase gráfico D), lo que apunta a que la desaceleración del crédito a las empresas estuvo impulsada principalmente por la demanda durante el período de turbulencias⁵.

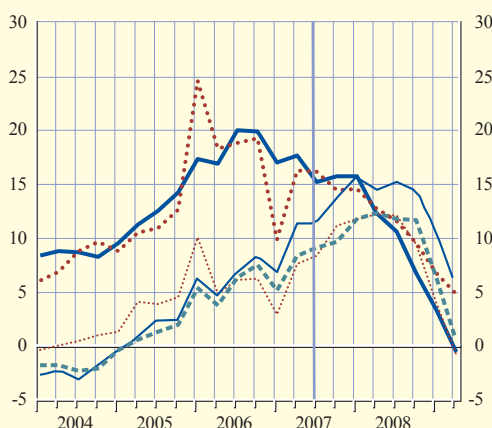
Cabe destacar algunos aspectos del período anterior a la crisis. Especialmente en el caso de las ramas de actividad relacionadas con la edificación (las actividades inmobiliarias y la construcción), los máximos registrados en las tasas de crecimiento del crédito en 2006 se debieron al auge del mercado de la vivienda experimentado en algunos países de la zona del euro. En consecuencia, el estallido de la burbuja inmobiliaria en estos países no sólo ha quedado reflejado en

5 Para un análisis más detallado, véase el recuadro titulado «Comparación de la actual recesión de la economía de la zona del euro, y de sus dos ramas de actividad principales, con anteriores períodos de recesión», en el Boletín Mensual de abril de 2009.

Gráfico C Crecimiento de los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras, por ramas de actividad seleccionadas

(tasas de variación interanual)

— Construcción
 Actividades inmobiliarias, etc.
 - - - - Industria manufacturera, etc.
 — Industria manufacturera, etc., incluida energía eléctrica
 Comercio y transporte



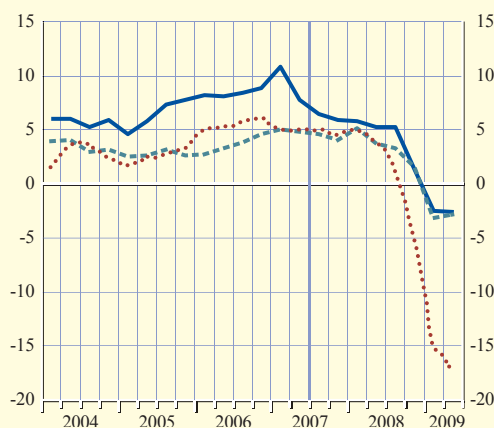
Fuente: BCE.

Notas: Desagregación según la NACE Rev. 2. Actividades inmobiliarias, etc., incluye actividades profesionales, científicas y técnicas, así como actividades administrativas y servicios auxiliares; industria manufacturera, etc. incluye industrias extractivas; industria manufacturera, etc., incluida energía eléctrica incluye el suministro de gas, vapor y aire acondicionado, así como el suministro de agua, actividades de saneamiento, gestión de residuos y descontaminación; comercio y transporte incluye comercio al por mayor y al por menor, reparación de vehículos de motor y motocicletas, así como transporte, almacenamiento, información y comunicaciones. La línea vertical azul indica el comienzo del período de turbulencias.

Gráfico D Crecimiento de los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras, por ramas de actividad seleccionadas

(tasas de variación interanual)

— Construcción
 Industria manufacturera, etc., incluida energía eléctrica
 - - - - Comercio y transporte



Fuente: Eurostat.

Notas: Desagregación según la NACE Rev. 1.1. A precios corrientes. Industria manufacturera, etc., incluida energía eléctrica incluye el suministro de gas, vapor y aire acondicionado, así como el suministro de agua, actividades de saneamiento, gestión de residuos y descontaminación; comercio y transporte incluye comercio al por mayor y al por menor, reparación de vehículos de motor y motocicletas, efectos personales y artículos de uso doméstico, así como transporte, almacenamiento y comunicaciones. La línea vertical azul indica el comienzo del período de turbulencias.

2.7 FLUJOS DE FINANCIACIÓN Y POSICIÓN FINANCIERA DEL SECTOR HOGARES

Las condiciones de financiación de los hogares continuaron mejorando en el tercer trimestre de 2009, registrándose nuevos descensos de los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a los préstamos y créditos y una nueva disminución del endurecimiento de los criterios aplicados para la aprobación de préstamos. La tasa de crecimiento interanual del endeudamiento de los hogares se estabilizó, ya que la evolución a corto plazo se recuperó en el tercer trimestre, impulsada por los constantes flujos mensuales positivos observados en los préstamos para adquisición de vivienda. El nivel de endeudamiento de este sector se mantuvo estable, en general, mientras que su carga por intereses volvió a reducirse.

CONDICIONES DE FINANCIACIÓN

La transmisión de los anteriores recortes de los tipos de interés oficiales del BCE y la reducción de los tipos de interés del mercado monetario y del rendimiento de los bonos provocaron un nuevo descenso de los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda en el tercer trimestre de 2009 (véase gráfico 36). Este descenso fue menor que el observado en el trimestre anterior, y fue más evidente en los préstamos a tipo de interés variable y con período inicial de fijación del tipo hasta un año, que registraron un nuevo mínimo en septiembre y se situaron aproximadamente

300 puntos básicos por debajo del máximo registrado en octubre de 2008. La estructura temporal de los tipos aplicados a los préstamos para adquisición de vivienda siguió caracterizándose por un considerable diferencial positivo entre los tipos de los préstamos con período inicial de fijación largo (es decir, más de cinco años) y aquellos con período inicial de fijación corto (esto es, hasta un año), que continuaron desplazando las nuevas operaciones hacia préstamos con un período inicial de fijación del tipo más corto.

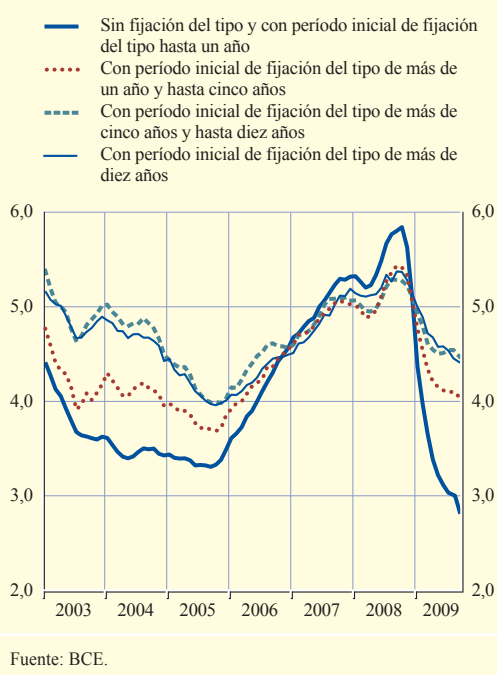
En el tercer trimestre de 2009, los tipos de interés aplicados por las IFM al crédito al consumo continuaron descendiendo en el caso de los tipos a más largo plazo (esto es, a más de cinco años). En cambio, los tipos a corto plazo (es decir, los tipos aplicados a los préstamos a tipo de interés variable y con período inicial de fijación del tipo hasta un año) dejaron de caer y, en promedio, aumentaron. Los tipos de interés de los préstamos con período inicial de fijación del tipo de más de un año y hasta cinco años también se incrementaron, aunque se mantuvieron por debajo de los aplicados a los préstamos con otros períodos iniciales de fijación del tipo.

Los diferenciales entre los tipos de interés a corto y a largo plazo aplicados a los nuevos préstamos para adquisición de vivienda y los tipos de mercado a plazos similares experimentaron un leve ascenso, en promedio, en el tercer trimestre. En el caso del crédito al consumo, los diferenciales de los tipos a corto plazo registraron un acusado aumento en el citado trimestre, mientras que los de los tipos a largo plazo se incrementaron ligeramente.

Los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios de octubre de 2009 indican que el porcentaje neto de entidades que señaló que se había producido un endurecimiento de los criterios aplicados para la aprobación de préstamos y créditos volvió a disminuir en el tercer trimestre, tanto en lo que respecta a los préstamos para adquisición de vivienda como al crédito al consumo y otros préstamos. Las expectativas relativas a la actividad económica en general, las perspectivas del mercado de la vivienda y una valoración menos negativa de los riesgos relativos a las garantías solicitadas continuaron siendo los principales factores que contribuyeron a este descenso. En el caso de los préstamos para adquisición de vivienda, el menor endurecimiento neto de los criterios se llevó a cabo mediante una reducción de los márgenes (tanto de los préstamos con un nivel medio de riesgo como de los de mayor riesgo), así como mediante la disminución del endurecimiento de las condiciones no relacionadas con el precio. Los márgenes del crédito al consumo y otros préstamos también descendieron, aunque en menor medida para los préstamos de mayor riesgo. Por último, según la valoración de las entidades, la demanda neta de préstamos para adquisición de vivienda aumentó de nuevo en el tercer trimestre, tras haberse tornado positiva en el trimestre precedente, mientras que la demanda neta de crédito al consumo y otros préstamos siguió descendiendo, aunque mucho menos.

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

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



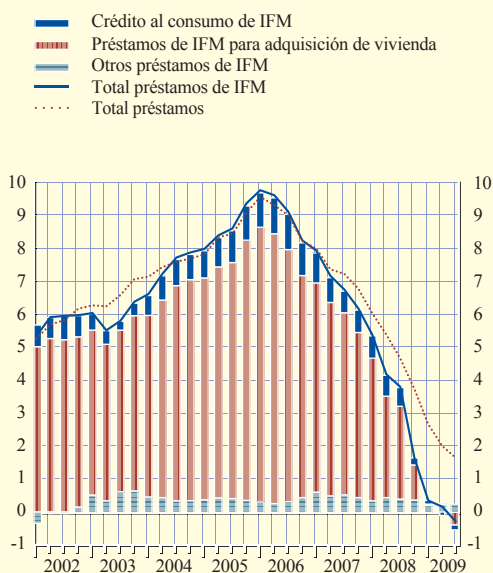
FLUJOS DE FINANCIACIÓN

En el segundo trimestre de 2009 (el más reciente para el que se dispone de datos de las cuentas integradas de la zona del euro), la tasa de crecimiento interanual del total de préstamos a los hogares volvió a disminuir y se situó en el 2%, frente al 2,7% del trimestre precedente. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos otorgados por las instituciones financieras no monetarias a este sector se mantuvo elevada, en el 13,9%, aunque se moderó. No obstante, en gran medida, esta evolución no es atribuible a nuevos préstamos originados por instituciones financieras no monetarias, sino más bien al efecto de las operaciones de titulización fuera de balance (en las que los préstamos se eliminan y, por tanto, se dan de baja del balance de las IFM, y posteriormente se contabilizan como préstamos de otros intermediarios financieros), que fueron especialmente intensas en el cuarto trimestre de 2008 y que, por tanto, siguen influyendo en la tasa de crecimiento interanual. Los datos disponibles sobre préstamos de las IFM y operaciones de titulización apuntan a un nuevo descenso de la tasa de crecimiento interanual del total de préstamos a hogares en el tercer trimestre de 2009 (véase gráfico 37), aunque los flujos mensuales fueron intensos hacia el final del tercer trimestre.

En octubre, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM a los hogares fue del -0,1%, sin variaciones con respecto a la media del tercer trimestre. Al mismo tiempo, la evolución a corto plazo, medida por la tasa de crecimiento trimestral anualizada, mejoró considerablemente durante el tercer trimestre, y dicha tasa aumentó hasta situarse en el 2,6% en octubre. Esto se debió a los flujos mensua-

Gráfico 37 Total de préstamos concedidos a los hogares

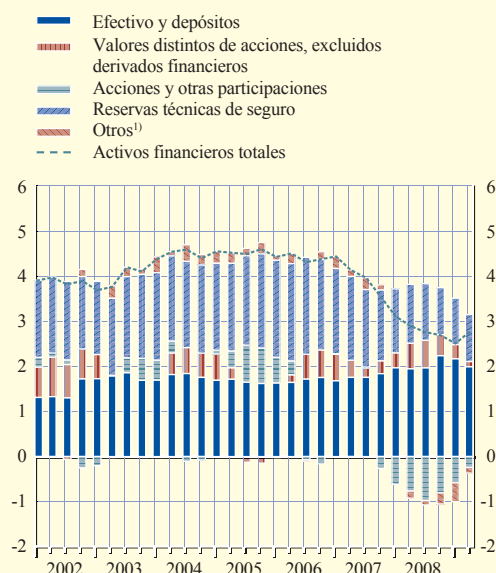
(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales; fin de trimestre)



Fuente: BCE.
Notas: El total de préstamos comprende los préstamos a hogares concedidos por todos los sectores institucionales, incluido el resto del mundo. El total de préstamos concedidos a los hogares en el tercer trimestre de 2009 se ha estimado a partir de las operaciones que figuran en las estadísticas monetarias y bancarias. Para más información sobre las diferencias en el cálculo de las tasas de crecimiento entre préstamos de las IFM y total de préstamos, véanse las notas técnicas pertinentes.

Gráfico 38 Inversión financiera de los hogares

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: BCE y Eurostat.
1) Incluye préstamos y otras cuentas pendientes de cobro.

les positivos observados desde mayo de 2009 en los préstamos a hogares, lo que confirma la valoración de que la anterior tendencia a la baja de la tasa de crecimiento interanual se está frenando.

Los flujos positivos registrados recientemente en los préstamos de las IFM y la estabilización de la tasa de crecimiento interanual parecen ser acordes con regularidades anteriores, según las cuales el endeudamiento de los hogares tiende a mejorar al principio del ciclo económico. Al mismo tiempo, estas mejoras pueden seguir siendo limitadas por el momento, dado que los mercados de la vivienda y la actividad económica todavía están sujetos a considerable incertidumbre y que el nivel de endeudamiento de este sector ha seguido siendo elevado en comparación con ciclos anteriores.

Dentro de los préstamos de las IFM a los hogares, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos para adquisición de vivienda se incrementó hasta situarse en el $-0,2\%$ en octubre, frente al $-0,6\%$ de septiembre (y el $-0,3\%$, en promedio, del tercer trimestre), como consecuencia de la entrada mensual más elevada registrada desde la intensificación de las turbulencias financieras en septiembre de 2008. El crédito al consumo continuó disminuyendo y registró una tasa de crecimiento interanual del $-1,3\%$ en octubre, desde el -1% del tercer trimestre, mientras que la tasa de crecimiento interanual de otros préstamos aumentó ligeramente ese mes, hasta el $1,6\%$, desde el $1,4\%$ del tercer trimestre.

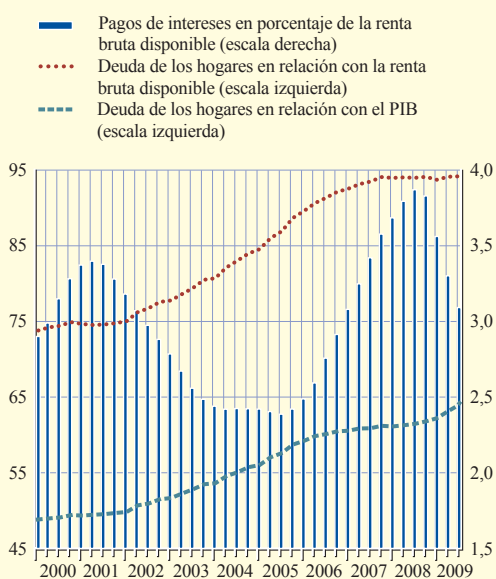
En cuanto al activo del balance del sector hogares de la zona que figura en las cuentas de la zona del euro, la tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera total aumentó hasta situarse en el $2,8\%$ en el segundo trimestre de 2009 (frente al $2,5\%$ del primer trimestre), la primera vez que se observa un incremento desde principios de 2007 (véase gráfico 38). La inversión de este sector en depósitos continuó siendo la contribución positiva más importante, si bien disminuyó ligeramente, ya que la acumulación de depósitos a corto plazo por parte de este sector se redujo, en un contexto con una acusada pendiente de la curva de rendimientos. A este respecto, la mejora observada en la tasa de crecimiento interanual de la inversión total en el segundo trimestre fue consecuencia, principalmente, de la contribución menos negativa de las tenencias de acciones y otras participaciones, dado que los mercados de valores están mejorando y la aversión al riesgo está disminuyendo.

POSICIÓN FINANCIERA

La moderación de las necesidades de financiación de los hogares en los últimos trimestres implica la estabilización del endeudamiento de este sector. La deuda en relación con la renta disponible de los hogares se ha mantenido próxima al 94% desde finales de 2007, y se estima que permaneció en torno a ese nivel en el tercer trimestre de 2009 (véase gráfico 39). En cambio, se estima que la deuda en relación con el PIB de este sector aumentó moderadamente en el tercer trimestre, como consecuen-

Gráfico 39 Endeudamiento y pagos de intereses de los hogares

(en porcentaje)



Fuentes: BCE y Eurostat.

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

cia del hecho de que la actividad económica general muestra un patrón cíclico más acusado que la renta de los hogares. Al mismo tiempo, se estima que la carga de intereses de los hogares volvió a descender hasta situarse en el 3,1% de la renta disponible en el tercer trimestre, frente al 3,3% del trimestre precedente. Esta estabilidad de la deuda en relación con la renta refleja fundamentalmente el impacto de la disminución de los tipos de interés de los préstamos bancarios, particularmente de los préstamos a tipo de interés variable.

3 PRECIOS Y COSTES

Según el avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC se situó en el 0,6% en noviembre, frente al -0,1% de octubre. En línea con las expectativas anteriores, la inflación se tornó positiva, tras mantenerse en valores negativos durante cinco meses. El aumento de la inflación medida por el IAPC general observado en los últimos meses fue reflejo, en gran medida, de los efectos de base al alza derivados de la caída de los precios internacionales de las materias primas en el segundo semestre de 2008. Se espera que la inflación vuelva a aumentar en los próximos meses, como resultado, principalmente, de estos efectos de base al alza. De cara al futuro, en el horizonte temporal relevante para la política monetaria se espera que la inflación se mantenga en una senda moderada y que los precios, los costes y los salarios continúen registrando un crecimiento contenido, debido a la lenta recuperación de la demanda en la zona del euro y en otros países. Según las proyecciones macroeconómicas de diciembre de 2009 elaboradas por los expertos del Eurosistema, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se situará en el 0,3% en 2009, entre el 0,9% y el 1,7% en 2010, y entre el 0,8% y el 2% en 2011. Los riesgos para las perspectivas de inflación están, en general, equilibrados.

3.1 PRECIOS DE CONSUMO

La tasa de inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se tornó positiva en noviembre, tras situarse durante cinco meses en valores negativos, que alcanzaron un mínimo del -0,7% en julio de 2009. Según el avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC se elevó al 0,6% en noviembre, desde el -0,1% de octubre. Aunque no se han publicado todavía las estimaciones oficiales del detalle del IAPC de noviembre, se sabe que, al igual que en octubre, el resultado de noviembre se vio afectado por un fuerte efecto de base al alza del componente energético, como consecuencia de la caída que experimentaron los precios del petróleo en los mercados internacionales doce meses antes. De hecho, las tasas de inflación negativas observadas entre junio y octubre de 2009 habían sido ampliamente anticipadas y se debieron, principalmente, a la contribución del componente energético del IAPC (véanse cuadro 6 y gráfico 40).

Por sectores, la tasa de variación interanual del componente energético del IAPC aumentó hasta el -8,5% en octubre de 2009, el último mes para el que se dispone de datos desagregados, desde el -14,4%

Cuadro 6 Evolución de los precios

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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

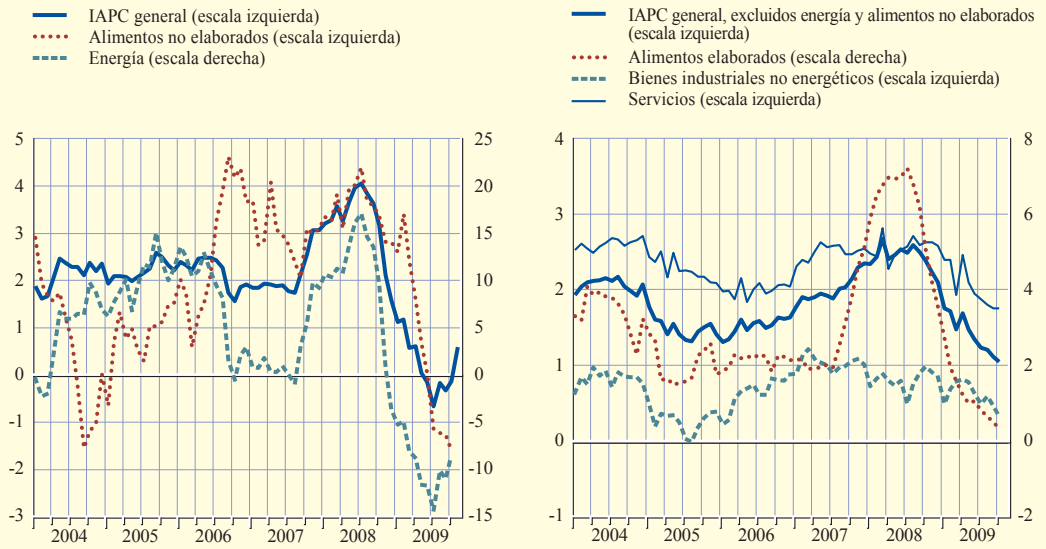
Fuentes: Eurostat, BCE y cálculos del BCE basados en datos de Thomson Financial Datastream.

Nota: El índice de los 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 noviembre del 2009 corresponde a una estimación preliminar de Eurostat.

Gráfico 40 Desagregación del IAPC por principales componentes

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

de julio. Desde agosto, la tendencia general al alza de la tasa de variación interanual del componente energético del IAPC estuvo determinada, en gran medida, por los efectos de base al alza derivados de la caída de los precios del crudo en el segundo semestre de 2008. La volatilidad de las partidas energéticas del IAPC observada en los últimos meses ha sido resultado de la interacción de estos efectos de base con las variaciones actuales de los precios del crudo. La pendiente ascendente de las series de tasas de variación interanual de los precios energéticos del IAPC observada desde agosto de 2009 es consecuencia del ascenso de la tasa de variación interanual de los precios de los productos energéticos derivados del petróleo (como la gasolina, el gasóleo y los combustibles para calefacción) y del descenso de las tasas de variación interanual de los precios de las partidas energéticas no derivadas del petróleo (como la electricidad y el gas), que tienden a seguir los precios del petróleo con cierto retraso. De cara al futuro, se espera que la evolución reciente de los precios del crudo y los efectos de base al alza eleven la tasa de variación interanual del componente energético del IAPC en los próximos meses.

La inflación en los precios de los alimentos continuó disminuyendo en los últimos meses, desde el máximo del 6,1% alcanzado a mediados de 2008 hasta el -0,4% de octubre de 2009, el nivel más bajo registrado desde el inicio de la serie en 1990 (véase el cuadro 5.1 de la sección de «Estadísticas de la zona del euro»). El descenso de la inflación en los precios de los alimentos se debió, principalmente, al traslado a los consumidores de las anteriores caídas de los precios de las materias primas alimentarias y a la fuerte competencia en los precios al por menor de los alimentos, en un contexto de debilidad de la demanda de consumo. Además, unos importantes efectos de base a la baja contribuyeron a moderar la inflación en los precios de los alimentos hasta julio de 2009, aunque desde entonces estos efectos han sido generalmente neutros. La tasa de variación interanual del componente de alimentos no elaborados del IAPC de la zona del euro se situó en el -1,6% en octubre, manteniéndose en valores negativos por cuarto mes consecutivo. Estos considerables descensos pueden atribuirse no sólo a los efectos de las condiciones meteorológicas sobre las frutas y hortalizas, sino también a la desaceleración de la tasa de variación interanual de los precios de la carne, tras la inversión de la perturbación que afectó a los pre-

cios internacionales de los alimentos el año pasado. En los últimos meses, la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos elaborados ha mantenido también la tendencia a la baja iniciada a mediados de 2008. Este descenso, que situó la inflación en los precios de los alimentos elaborados en el 0,3% en octubre, ha reflejado la caída de las tasas de variación interanual de la mayor parte de las partidas, especialmente las más expuestas a la evolución de los precios de las materias primas, como los cereales, los productos lácteos y los aceites. De cara al futuro, la inflación interanual en los precios de los alimentos disminuirá probablemente hasta un mínimo, para volver a subir en los próximos meses, debido, en parte, a efectos de base al alza.

Si se excluyen los alimentos y la energía, que representan cerca del 30% de la cesta del IAPC, la inflación medida por el IAPC ha mostrado una tendencia descendente gradual en los dos últimos años, como reflejo de la evolución de los precios de sus dos componentes de bienes industriales no energéticos y de servicios, que está determinada, en gran medida, por factores internos, como los salarios y los márgenes (véase el recuadro titulado «Tendencias recientes del IAPC excluidos los alimentos y la energía», en el Boletín Mensual de octubre de 2009). En octubre de 2009, la tasa de inflación de este agregado se situó en el 1,2%, frente a la media del 1,6% registrada en el primer semestre del año.

El descenso de la tasa de variación interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos, que se venía observando desde el inicio de 2008, se acentuó en los meses de verano. En octubre de 2009, la inflación en los bienes industriales no energéticos se situó en el 0,3%, frente a la media del 0,7% registrada en el primer semestre del año. Aunque en el pasado la reducción de la tasa de inflación de este componente del IAPC se debió, fundamentalmente, a la evolución de los precios de los bienes de consumo duradero, el descenso observado más recientemente estuvo determinado por un mayor número de partidas. Impulsada por la caída de los precios de los automóviles, la inflación en los bienes de consumo duradero alcanzó un mínimo histórico del -1% en septiembre y octubre de 2009. La evolución de los precios de los automóviles de la zona del euro se ha visto notablemente afectada por la recesión económica, tanto es así que los concesionarios de automóviles ofrecieron grandes descuentos para estimular la débil demanda de consumo. La inflación en el subcomponente de bienes de consumo no duradero ha seguido también disminuyendo tras la inversión, en el segundo trimestre de 2009, de su anterior tendencia al alza, que se mantuvo durante más de tres años. Esta evolución parece haber sido el resultado de la atonía de la demanda, ya que la mayor parte de las partidas de este subcomponente se han visto también afectadas por esta tendencia a la baja. Sin embargo, la inflación del 1,6% que registró el subcomponente de bienes de consumo no duradero en octubre de 2009 está muy por encima de las tasas de inflación de los subcomponentes de bienes de consumo duradero y semiduradero. La tasa de variación interanual del subcomponente de bienes de consumo semiduradero ha seguido recientemente una tendencia a la baja, aunque ha mostrado bastante volatilidad, como consecuencia de las rebajas estacionales de textiles. Es probable que la tasa de variación interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos vuelva a descender en los próximos meses e incluso que se sitúe en valores negativos, al menos durante el período de rebajas de invierno a comienzos de 2010, dado que las tasas de variación interanual de los precios de importación de los bienes de consumo (excluidos los alimentos y el tabaco) y de los precios industriales de estos bienes han disminuido de forma significativa. No se espera que la demanda y la capacidad de fijación de precios de las empresas aumenten en un futuro próximo y, en el contexto del deterioro de los mercados de trabajo, no es probable que la evolución de los salarios ejerza importantes presiones al alza sobre los costes.

Tras registrar variaciones moderadas en sus principales subcomponentes, la inflación en los precios de los servicios, que disminuyó en el primer semestre de 2009, se ha mantenido en general estable en los últimos meses, situándose en octubre de 2009 en el 1,8%, sin cambios con respecto a la media del tercer

trimestre de 2009. En los dos últimos años, los precios de los servicios han estado determinados, principalmente, por las contribuciones de los servicios recreativos y personales y, en menor medida, por las de los servicios de transporte (véase el cuadro 5.1 de la sección de «Estadísticas de la zona del euro»). Tras alcanzar un nivel máximo a mediados de 2008, ambas contribuciones han seguido desde entonces una trayectoria descendente. Sin embargo, en los últimos meses, esta tendencia a la baja se ha moderado. La reducción de la tasa de variación interanual de los precios de los servicios recreativos y personales ha sido consecuencia, básicamente, de la disminución de las contribuciones de los servicios de hostelería, vacaciones organizadas y alojamiento. Estos últimos llevaban cinco meses consecutivos en valores negativos. La grave recesión económica parece haber tenido como consecuencia la reducción del gasto de consumo de servicios no esenciales. Es probable que el consiguiente debilitamiento de la demanda de estos servicios haya impulsado a las empresas a trasladar a los consumidores las reducciones de los costes de los bienes intermedios, especialmente los relacionados con los precios de los alimentos y la energía. La contribución decreciente del subcomponente de servicios de transporte ha seguido reflejando casi enteramente la evolución de la partida de transporte aéreo de pasajeros del IAPC, debido a la menor demanda de viajes aéreos de negocios y de vacaciones. Por el contrario, la contribución negativa de los servicios de comunicación, que se venía observando desde hacía mucho tiempo, parece haber disminuido, dado que la tasa de variación interanual de este subcomponente se ha vuelto cada vez menos negativa. De cara al futuro, es probable que, en un contexto de consumo moderado, el comportamiento de los precios de los servicios no esenciales seguirá ejerciendo presiones a la baja sobre la inflación en los precios de los servicios en los próximos meses.

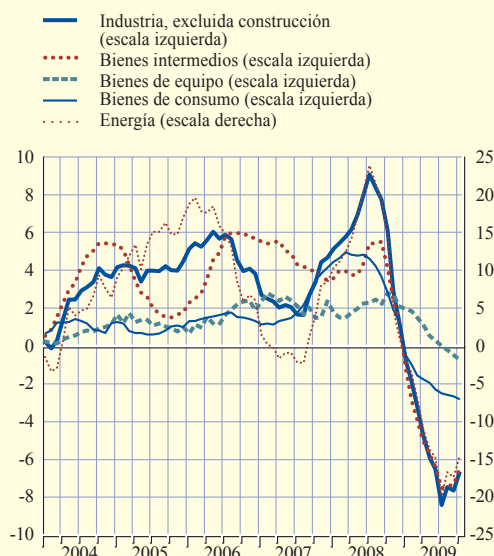
3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

Las presiones a la baja sobre los precios a lo largo de la cadena de suministro se han moderado en los últimos meses. En efecto, la tasa de variación interanual de los precios industriales, excluida la construcción, ha subido en relación con el nivel mínimo del $-8,4\%$ alcanzado en julio de 2009. La evolución reciente de las tasas de variación interanual de los precios industriales ha reflejado, en gran medida, la del componente energético, resultado de la interacción entre los efectos de base al alza, derivados de la caída de los precios del crudo en el segundo semestre de 2008, y la evolución reciente de estos precios. En los últimos meses, las tasas de variación interanual de otros componentes de los precios industriales se han mantenido más estables, aunque en niveles muy reducidos, debido a los bajos costes de los bienes intermedios y a la debilidad de la demanda de productos industriales. De cara al futuro, la evolución a corto plazo, como cambios en la media móvil de tres meses, y los efectos de base al alza sugieren que las presiones a la baja sobre los precios industriales volverán a disminuir, lo que se deduce también de la evolución de los indicadores de las encuestas, que señalan una tendencia hacia la estabilización en la evolución de los precios industriales.

En octubre, la tasa de variación interanual de los precios industriales, excluida la construcción, se elevó hasta el $-6,7\%$, desde el $-7,6\%$ del mes anterior. Esta evolución estuvo determinada, en gran medida, por los componentes de energía y de bienes intermedios. Debido a un fuerte efecto de base al alza y a un aumento intermensual de los precios industriales de la energía, la tasa de variación interanual del componente energético aumentó hasta el $-14,4\%$ en octubre, desde el $-17,3\%$ del mes precedente. Si se excluyen la energía y la construcción, la inflación interanual en los precios industriales ascendió al $-3,9\%$ en octubre, aunque sus componentes mostraron un comportamiento dispar. La tasa de variación interanual de los precios de los bienes intermedios volvió a subir, mientras que 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 bajar (véase gráfico 41).

Gráfico 41 Desagregación de los precios industriales

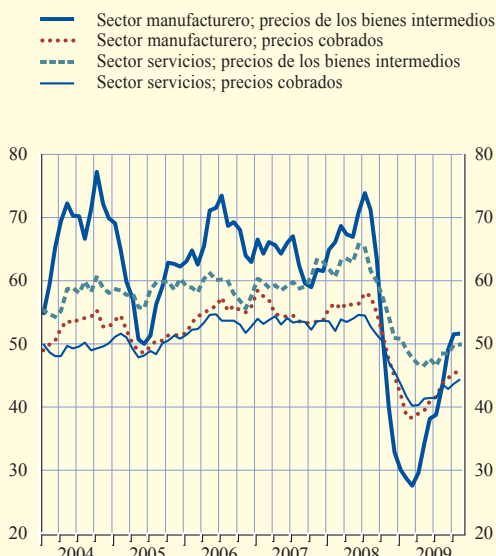
(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

(índices de difusión; datos mensuales)



Fuente: Markit.

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

La información relativa a los últimos meses procedente de las encuestas sobre fijación de precios por parte de las empresas indica una moderación general de las presiones a la baja sobre los precios (véase gráfico 42). Por lo que se refiere a la encuesta a los directores de compras, todos los índices de precios volvieron a subir en noviembre. En particular, el índice de precios de los bienes intermedios en el sector manufacturero, que ya se había situado por encima de 50 en octubre, se elevó nuevamente en noviembre, indicando una subida de los precios de los bienes intermedios por segunda vez consecutiva en los últimos doce meses. El índice relativo al sector servicios se situó en 50 en noviembre, señal de estabilidad de los costes para los proveedores de servicios. En opinión de los encuestados, el aumento de los precios de las materias primas fue el factor determinante del incremento de los costes de los bienes intermedios en ambos sectores. Los índices de precios cobrados en los sectores de manufacturas y de servicios se mantuvieron por debajo de 50, por lo que siguen apuntando a que las empresas están dispuestas a rebajar sus precios, aunque a un ritmo más lento que antes, para estimular las ventas de bienes y servicios ante la debilidad de la demanda.

3.3 INDICADORES DE COSTES LABORALES

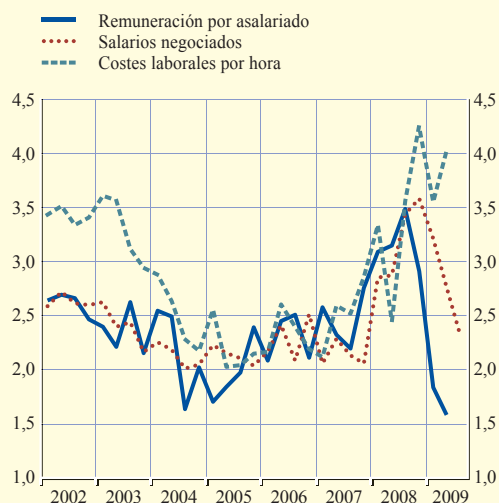
El crecimiento de los costes laborales, que había alcanzado valores máximos a finales de 2008, ha disminuido notablemente en el transcurso de 2009, como resultado de un menor crecimiento de los salarios y de la reducción de las horas trabajadas. La evolución de estas dos variables ha originado algunas 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 43 y cuadro 7).

La tasa de crecimiento interanual de los salarios negociados de la zona del euro, el único indicador de costes laborales actualmente disponible para el tercer trimestre de 2009, volvió a descender, hasta el 2,3%, en ese trimestre, desde el 2,8% del trimestre anterior. Este acentuado descenso confirmó que el crecimiento de los salarios negociados de la zona del euro se mantiene en la senda descendente que empezó a mostrar al inicio de 2009, tras alcanzar unos valores máximos en el cuarto trimestre del año precedente. Dado que este indicador refleja el principal componente de los salarios pactado anticipadamente en los convenios colectivos, su evolución reciente muestra que el deterioro de la situación de los mercados de trabajo de la zona del euro influye cada vez más en el resultado de las negociaciones salariales. Las menores subidas salariales pactadas en los nuevos convenios colectivos han estado reflejando la menor capacidad de negociación de los trabajadores, como consecuencia de la fuerte contracción de la actividad económica, del marcado aumento del desempleo y del acusado descenso de la inflación. A cambio de la seguridad del empleo, se ha reducido el crecimiento del componente salarial de la remuneración y se han implantado horarios de trabajo más flexibles. Puesto que este indicador tiende a responder a cambios en la situación económica con cierto retraso, ya que la duración media de los contratos laborales en la zona del euro es aproximadamente de dos años, es probable que la tasa de crecimiento interanual de los salarios negociados vuelva a descender en los próximos trimestres, a medida que los contratos antiguos vayan siendo sustituidos gradualmente por contratos nuevos en los que se pacten aumentos salariales más reducidos tanto en el sector privado como en el público.

La tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado descendió desde el 1,8% del primer trimestre de 2009 hasta el 1,6% del segundo trimestre, una desaceleración que se observó de forma generalizada en todos los países de la zona del euro. Esta tasa alcanzó el nivel más bajo registrado desde el inicio de la UEM, y se ha mantenido desde entonces en torno a 1 punto porcentual por debajo de su media. La nueva moderación de la tasa de crecimiento interanual de este indicador fue resultado del menor crecimiento de los salarios, de la reducción de las horas de trabajo y de recortes en los compo-

Gráfico 43 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

Cuadro 7 Indicadores de costes laborales

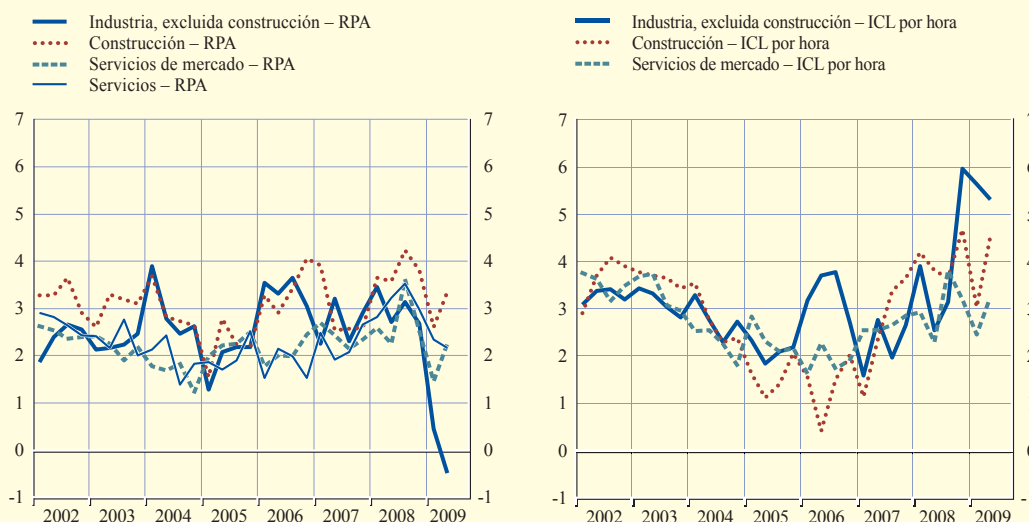
(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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

Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

Gráfico 44 Evolución de los costes laborales por sectores

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

nentes flexibles de las remuneraciones, como las primas. La información procedente de varias fuentes muestra que las empresas han reducido sus costes laborales por medio de distintas medidas¹. Ello ha provocado una notable deriva salarial negativa, debido a que la tasa de crecimiento de la remuneración por asalariado ha sido inferior a la de los salarios negociados². La desagregación por sectores indica que la desaceleración del crecimiento de la remuneración por asalariado observada en el segundo trimestre de 2009 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 (véase gráfico 44).

En contraste con el descenso de la remuneración por asalariado, 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 de 2009, lo que supuso un ligero repunte con respecto a las tasas más reducidas registradas en el primer trimestre del año. La persistencia de un fuerte crecimiento de los costes laborales por hora refleja los convenios colectivos anteriores y el 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 remuneración. Dado que el sector industrial se vió particularmente afectado por estas medidas de ajuste, en el segundo trimestre de 2009 la tasa de crecimiento interanual de los costes laborales por hora aumentó más en este sector. Además, el hecho de que la Semana Santa cayera en el segundo trimestre en 2009 (frente al primer trimestre en 2008) contribuyó a reducir las horas trabajadas en términos interanuales, lo que elevó los costes laborales por hora en el segundo trimestre de 2009.

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 de 2009.

2 El término deriva salarial se refiere a la parte del crecimiento de la remuneración por asalariado que no se explica por el crecimiento de los salarios negociados y/o de las cotizaciones sociales (véase el recuadro titulado «Evolución reciente de la deriva salarial en la zona del euro», en el Boletín Mensual de octubre de 2006).

En el segundo trimestre de 2009, la tasa de crecimiento interanual de la productividad por asalariado experimentó un menor descenso (3,1%) que en el primer trimestre (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 la tasa de crecimiento interanual de los costes laborales unitarios, que bajó al 4,8% en el segundo trimestre de 2009, desde el 5,8% del primer trimestre. Considerando que la tasa media de crecimiento interanual de los costes laborales unitarios registrada desde el inicio de la UEM ha sido del 1,8%, su nivel actual sigue siendo muy alto. Sin embargo, se espera que el crecimiento de los costes laborales unitarios vuelva a moderarse, ya que es probable que se produzca un nuevo descenso de la remuneración por asalariado y una mejora de la productividad (véase el recuadro 7 titulado «Evolución reciente de la productividad en la zona del euro»).

3.4 EVOLUCIÓN DE LOS BENEFICIOS EMPRESARIALES

En el primer semestre de 2009, el crecimiento de los beneficios empresariales disminuyó considerablemente, manteniendo la tendencia a la baja observada desde mediados de 2007. Según los datos de contabilidad nacional, la tasa de crecimiento interanual de los beneficios de la zona del euro se redujo un 8,4% en el segundo trimestre de 2009, estabilizándose en su mínimo histórico, tras registrar una fuerte contracción de magnitud similar en el primer trimestre. La contracción observada en el segundo trimestre de 2009 fue consecuencia de la caída de la actividad económica (volumen) y del descenso del margen por unidad de producto (véase gráfico 45). Los beneficios por unidad de producto disminuyeron, como resultado, principalmente, del acusado crecimiento de los costes laborales unitarios impulsado por el nivel relativamente elevado de los salarios y por las políticas de acumulación de trabajo implantadas por las empresas de la zona del euro durante la reciente recesión.

Por lo que se refiere a la evolución registrada en las principales ramas de actividad (industria y servicios de mercado), la contracción del crecimiento de los beneficios registrada en el segundo trimestre de 2009 fue particularmente pronunciada en la industria, como resultado de la mayor caída de la actividad en este sector, debido a su carácter más cíclico y a su mayor exposición a la evolución económica exterior. Durante el mismo período, el crecimiento de los beneficios se redujo también en los servicios de mercado, por primera vez desde el inicio de la serie en 1996.

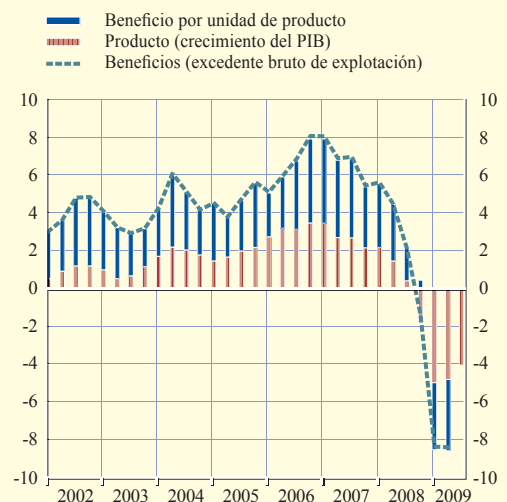
Haciendo abstracción de los datos de contabilidad nacional disponibles, el descenso de los costes laborales unitarios debería contribuir a la recuperación de los márgenes con respecto a los reducidos niveles registrados en el primer semestre de 2009.

3.5 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

En los próximos meses, las perspectivas de inflación interanual medida por el IAPC seguirán es-

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

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

tando determinadas, principalmente, por los efectos de base al alza derivados de la caída de los precios de las materias primas en el segundo semestre de 2008. Al mismo tiempo, la evolución de las variables fundamentales de la economía debería incidir sobre el comportamiento del IAPC. Posteriormente, en el horizonte temporal relevante para la política monetaria se espera que la inflación se mantenga en una senda moderada y que los precios, los costes y los salarios continúen registrando un crecimiento contenido, debido a la lenta recuperación de la demanda en la zona del euro y en otros países. Según las proyecciones macroeconómicas de diciembre de 2009 elaboradas por los expertos del Eurosistema, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se situará en el 0,3% en 2009, entre el 0,9% y el 1,7% en 2010, y entre el 0,8% y el 2% en 2011. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de septiembre de 2009 elaboradas por los expertos del BCE, se espera que la inflación no experimente cambios significativos en 2010. Las previsiones de los organismos internacionales actualmente disponibles son prácticamente similares.

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 cinco trimestres de contracción, el crecimiento del PIB real de la zona del euro retornó a territorio positivo en el tercer trimestre de 2009. Los indicadores de opinión más recientes sugieren un crecimiento positivo y sostenido del PIB real en el último trimestre de 2009. En el corto plazo, el crecimiento económico debería beneficiarse de la contribución positiva de las existencias, del incremento de las exportaciones, así como de las importantes medidas de estímulo macroeconómico que se están aplicando y de las adoptadas para restablecer el funcionamiento del sistema financiero. No obstante, algunos de los factores en que se basa la recuperación son de carácter temporal y se espera que la economía de la zona del euro crezca a un ritmo moderado en 2010, pues es probable que se vea afectada por el proceso de corrección de los balances que se está llevando a cabo actualmente en los sectores financieros y no financieros, tanto dentro como fuera de la zona del euro. Los riesgos para estas perspectivas siguen estando prácticamente equilibrados.

En general, esta evaluación es acorde con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2009. Según estas proyecciones, el crecimiento medio anual del PIB real se situará entre el -4,1% y el -3,9% en 2009, entre el +0,1% y el +1,5% en 2010, y entre el +0,2% y el +2,2% en 2011. El intervalo para 2010 se ha revisado al alza con respecto a las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de septiembre de 2009. Las previsiones efectuadas por organismos internacionales están prácticamente en línea con las proyecciones elaboradas por los expertos del Eurosistema de diciembre de 2009.

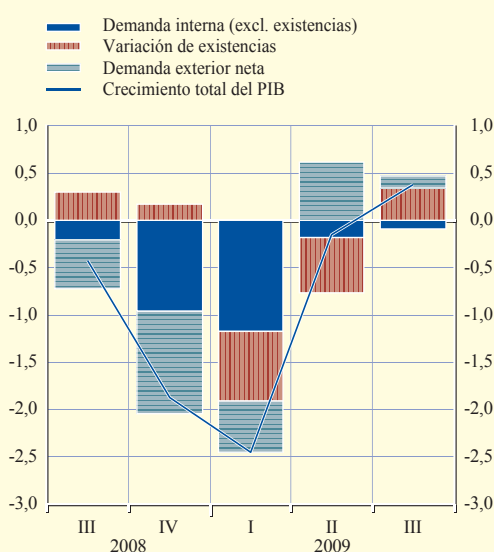
4.1 PIB REAL Y COMPONENTES DE LA DEMANDA

Tras contraerse durante cinco trimestres consecutivos, el crecimiento del PIB real de la zona del euro retornó a territorio positivo en el tercer trimestre de 2009. Los indicadores de opinión más recientes sugieren que el crecimiento del PIB real siguió siendo positivo en el último trimestre de 2009. Esta evolución debería considerarse en el contexto de la pronunciada caída de la actividad en la zona del euro durante la última parte de 2008 y comienzos de 2009. En ese momento, el descenso observado en el crecimiento del PIB real se debió, fundamentalmente, a un retroceso de la confianza a nivel mundial que afectó de forma generalizada a todos sus componentes. La demanda exterior se redujo significativamente al debilitarse la actividad en las economías avanzadas y verse cada vez más afectados los mercados emergentes por las turbulencias financieras. La demanda interna también se moderó. El consumo siguió siendo débil, debido al empeoramiento de las perspectivas del mercado de trabajo, al endurecimiento de las condiciones de concesión de crédito y a la caída de la riqueza financiera. La inversión también se redujo como consecuencia del descenso de la demanda, de unas condiciones de financiación más restrictivas y de la menor rentabilidad de las empresas. La contribución de las existencias al crecimiento del PIB de la zona del euro fue positiva en el segundo semestre de 2008, ya que las empresas aumentaron su *stock*. Lo anterior podría atribuirse a que las empresas se vieron sorprendidas por la rapidez y la amplitud de la desaceleración de la demanda tanto exterior como interna.

Sin embargo, el ritmo de la contracción de la actividad en la zona del euro se desaceleró de forma acusada en la primavera y en los meses de verano de 2009, como resultado, principalmente, de la mejora observada en las exportaciones. El gasto de los hogares comenzó a estabilizarse, debido, en parte, a las medidas fiscales adoptadas. La inversión también pareció estabilizarse. Al mismo tiempo, las empresas redujeron el nivel de existencias, recortando la producción de forma más drástica de lo que la contracción esperada de la demanda habría requerido. Por consiguiente, la contribución de las existencias al crecimiento del PIB real fue negativa en el primer y segundo trimestres de 2009.

Gráfico 46 Crecimiento del PIB real y contribuciones

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



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

La contracción de la actividad en la zona del euro se detuvo en el tercer trimestre de 2009. Según la primera estimación de Eurostat, publicada el 3 de diciembre, el PIB real de la zona del euro se incrementó un 0,4%, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre, frente al descenso del 0,2% observado en el segundo trimestre (véase gráfico 46). La recuperación del PIB real de la zona del euro en el tercer trimestre queda explicada por las contribuciones positivas de las existencias y, en menor medida, de la demanda exterior neta y del consumo público, contrarrestadas parcialmente por la contracción del consumo privado y de la inversión.

Los datos disponibles procedentes de las encuestas de opinión indican que el crecimiento del PIB real de la zona del euro seguirá siendo positivo en el último trimestre de 2009, alentado, principalmente, por una contribución positiva de las existencias de carácter cíclico y por la fortaleza de las exportaciones. De cara al futuro, algunos de los factores que estimularon temporalmente el crecimiento en el segundo semestre de 2009 deberían

perder fuerza. En el siguiente apartado se examina la evolución de la demanda con mayor detalle.

CONSUMO PRIVADO

El consumo privado se redujo sustancialmente a finales de 2008 y comienzos de 2009, debido al empeoramiento de las perspectivas del mercado de trabajo, al endurecimiento de las condiciones de concesión de crédito y a la caída de la riqueza financiera. En el segundo trimestre de 2009, el gasto de los hogares se estabilizó, como consecuencia, en parte, del aumento de las ventas de automóviles, que se beneficiaron de las ayudas públicas concedidas para incentivar a los consumidores a sustituir los vehículos antiguos por otros nuevos.

A pesar de la desaceleración de la actividad económica, la renta real disponible de los hogares se ha visto relativamente poco afectada, debido, sobre todo, a tres factores principales. En primer lugar, según distintos indicadores, los salarios han seguido creciendo a tasas elevadas, pese a la marcada contracción de la actividad. Esta rigidez de los salarios puede atribuirse, en gran medida, a la duración de los convenios colectivos (véase sección 3). En segundo lugar, el atesoramiento de trabajo y las ayudas públicas para ajustar la jornada laboral también respaldaron el empleo y, por lo tanto, la renta disponible. En tercer lugar, la baja inflación registrada en 2009 constituye un factor adicional que ha contribuido a la resistencia de la renta real disponible.

Como consecuencia del aumento de la incertidumbre, tanto económica como financiera, durante el periodo de turbulencias, el ahorro de los hogares en la zona del euro ha aumentado sustancialmente este año. La tasa de ahorro de los hogares se elevó hasta el 15,4% en el segundo trimestre de 2009, es decir, 1,3 puntos porcentuales por encima de la tasa registrada hace un año (véase recuadro 6).

El gasto de los hogares mantuvo su moderación en el tercer trimestre de 2009. Según la primera estimación de Eurostat, el crecimiento del consumo privado se contrajo ligeramente, cayendo un 0,2%, en

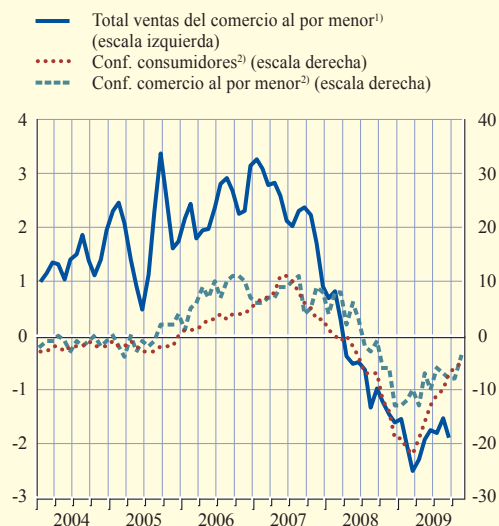
tasa intertrimestral, en el tercer trimestre. Los datos relativos a las ventas del comercio al por menor para el tercer trimestre confirman que el gasto de los hogares estaba estancado. En términos intertrimestrales, las ventas al por menor cayeron un 0,5% en el tercer trimestre. A causa del efecto decreciente de los incentivos fiscales para la adquisición de automóviles en algunos países, las matriculaciones de automóviles también se redujeron en el tercer trimestre, aunque siguieron registrando un fuerte crecimiento del 2,9%, en tasa intertrimestral.

Los datos de las encuestas relativas al cuarto trimestre muestran la probabilidad de que el consumo privado mantenga su moderación en los próximos meses. La confianza del comercio al por menor y la confianza de los consumidores han aumentado recientemente, pero aún se mantienen en niveles reducidos (véase gráfico 47). La recuperación de la confianza de los consumidores es atribuible, principalmente, a la mejora observada en la valoración de los consumidores sobre la situación económica general y a las opiniones algo menos pesimistas sobre el desempleo. La percepción de los hogares de su situación financiera y de su ahorro sólo mejoró marginalmente durante el mismo periodo. Conviene señalar que el nivel de confianza existente sigue estando por debajo de su media de largo plazo desde 1985, lo que sugiere que, actualmente, los consumidores de la zona del euro se sienten muy inseguros sobre la fortaleza y la sostenibilidad de la recuperación económica.

En lo que se refiere al futuro, se observa que el consumo privado mantendría su moderación a lo largo de 2010, aunque se espera que la baja inflación y las transferencias públicas sostengan la renta real.

Gráfico 47 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 6

COMPORTAMIENTO DE LOS HOGARES DE LA ZONA DEL EURO EN MATERIA DE AHORRO

Las cuentas integradas de la zona del euro muestran que el ahorro de los hogares ha aumentado este año de forma significativa¹. En este recuadro se analizan los posibles factores determinantes del comportamiento reciente del ahorro en la zona del euro y su evolución probable en el futuro.

Determinantes teóricos del comportamiento de los hogares en materia de ahorro

La teoría señala varios factores determinantes de las decisiones de consumo y de ahorro de los hogares y resulta difícil establecer una clara distinción entre ellos. Un principio fundamental es que las

¹ Véase el recuadro titulado «Cuentas integradas de la zona del euro del segundo trimestre de 2009», en el Boletín Mensual de noviembre de 2009. Los últimos datos de cuentas integradas publicados abarcan hasta el segundo trimestre de 2009.

personas basan su consumo en la renta real que esperan recibir a lo largo de toda su vida. A este respecto, el ahorro de los hogares es una manera de suavizar el patrón de gasto ante variaciones de la renta en un horizonte dilatado (por ejemplo, ahorrando para la jubilación) y en períodos más cortos (en caso de fluctuaciones temporales o inesperadas de la renta).

Sin embargo, las fluctuaciones de la renta pueden no ser el único determinante de variaciones en el ahorro. En algunos hogares, los niveles de ahorro se ven afectados por la evolución de su riqueza financiera y no financiera, dado que el aumento de valor de sus tenencias netas de activos representa una importante fuente adicional de poder adquisitivo presente y futuro. Otros hogares disponen de pocos activos financieros y pueden encontrar dificultades para acceder al crédito. Estos hogares pueden verse obligados a gastar sus recursos corrientes, independientemente de cuáles

puedan ser sus ingresos en el futuro. El ahorro puede verse afectado también por el grado de incertidumbre en torno a la renta futura (por ejemplo, en relación con las perspectivas de empleo), ya que ello puede inducir a los hogares a mantener mayores reservas de efectivo para hacer frente a futuras reducciones imprevistas de la renta, lo que se conoce como «ahorro por motivo de precaución»².

Asimismo, es probable que las decisiones y actuaciones de otros agentes económicos influyan en las decisiones de ahorro de los hogares. Por ejemplo, importantes consecuencias pueden derivarse de cambios en las finanzas públicas: un aumento de la deuda pública puede inducir a los hogares a ajustar sus ahorros, al menos parcialmente, para hacer frente a un posible aumento de su deuda tributaria en el futuro, lo que ha venido en denominarse «comportamiento ricardiano».

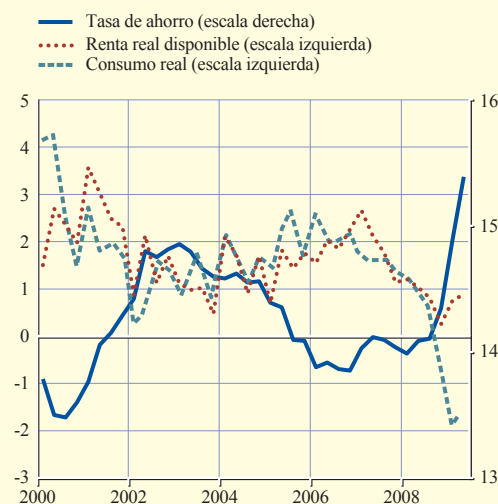
Evolución reciente del ahorro de los hogares de la zona del euro

El ahorro de los hogares de la zona del euro ha aumentado este año de forma acusada. La tasa de ahorro de los hogares ascendió al 15,4% en el segundo trimestre de 2009 (en términos de suma móvil de cuatro trimestres), situándose 1,3 puntos porcentuales por encima del nivel del año precedente (véase gráfico A). El aumento de la tasa de ahorro contribuyó al descenso del consumo. En efecto, en el segundo trimestre de 2009 el gasto nominal de los hogares se redujo casi un 2% con respecto al registrado el año anterior.

El incremento de la tasa de ahorro no concuerda con el concepto de suavización del consumo ante una disminución de la renta. Un factor relevante que puede haber influido en las decisiones de ahorro de los hogares en 2009 es la incertidumbre en torno a las perspectivas futuras. La reciente crisis financiera se ha

Gráfico A Renta, consumo y ahorro de los hogares

(tasas de variación interanual; porcentaje de renta disponible)



Fuentes: Eurostat y BCE.

2 El impacto del desempleo sobre el ahorro de los hogares puede ser ambiguo. Un aumento del paro supone una reducción de la renta disponible de los hogares, lo que puede mermar su capacidad de ahorro. Sin embargo, un mayor nivel de desempleo origina también una mayor incertidumbre, lo que puede inducir a los hogares a incrementar el ahorro por motivo de precaución, al menos de forma temporal.

caracterizado por un pronunciado incremento de la incertidumbre en 2009 respecto a las perspectivas económicas de la zona del euro³. La seguridad del empleo ha sido motivo de especial preocupación para los hogares. A lo largo del año pasado, el empleo ha registrado un notable descenso y, a mediados de 2009, el desempleo se situaba en la zona del euro 2 puntos porcentuales por encima de los niveles de principios de 2008. Pese a observarse una ligera mejora de la confianza en los seis últimos meses, la encuesta de la Comisión Europea sobre la confianza de los consumidores pone de relieve la persistente inquietud de los hogares respecto a la evolución del desempleo en la zona del euro.

También es posible que los hogares hayan ahorrado más al revisar a la baja sus expectativas respecto a sus ingresos futuros. De hecho, puede que el deterioro de las expectativas de flujos de rentas no salariales esté afectando ya a la riqueza de los hogares. Concretamente, los hogares podrían esperar un descenso permanente de su riqueza inmobiliaria en vista de la corrección de los mercados de la vivienda en curso en muchos países de la zona del euro.

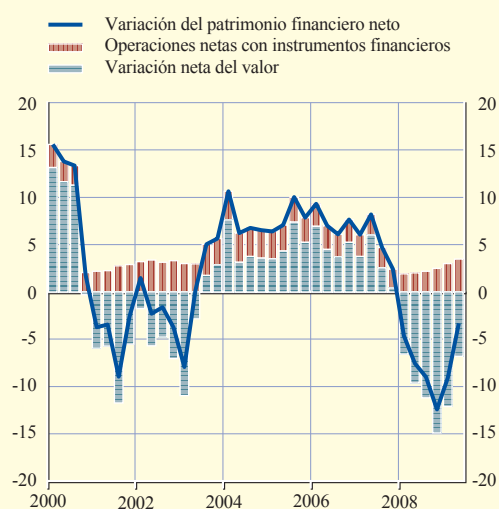
Además, al bajar el precio de las acciones en los mercados de renta variable a lo largo de 2008 y a principios de 2009, la riqueza financiera de los hogares ha disminuido sensiblemente, aunque la reciente recuperación de los mercados financieros apunta a una ligera mejora (véase gráfico B).

Además de afectar a la riqueza de los hogares, la crisis financiera puede haber limitado también el consumo al reducir la capacidad de endeudamiento de los hogares. Según la encuesta del Eurosistema sobre préstamos bancarios en la zona del euro, los criterios de aprobación del crédito a los hogares se han endurecido considerablemente desde el inicio de las turbulencias financieras. Ello puede haber impulsado a los consumidores a incrementar el ahorro y reducir los niveles de endeudamiento, especialmente si el actual entorno financiero ha suscitado inquietud entre los hogares respecto a la situación de sus balances.

Otra fuente de incertidumbre es el impacto de los fuertes aumentos de los déficits públicos observados desde que estallara la crisis financiera. Según las cuentas integradas de la zona del euro, la necesidad de financiación de las Administraciones Públicas creció hasta el 3,9% del PIB en el segundo trimestre de 2009 (en flujos acumulados de los cuatro últimos trimestres), lo que supone un aumento próximo a 3 puntos porcentuales en un año. Se espera que los déficits públicos vuelvan a elevarse a corto plazo y que se mantengan en niveles altos durante bastante tiempo. El saneamiento presupuestario que se lleve a cabo en el futuro, mediante un aumento de los impuestos o una reducción del gasto público, afectará probablemente a la renta de los hogares en los próximos años. Esta perspectiva puede haber inducido a los hogares a aumentar el ahorro por adelantado.

Gráfico B Patrimonio financiero neto de los hogares

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y BCE.

3 Véase el recuadro titulado «Incertidumbre y perspectivas económicas de la zona del euro», en el Boletín Mensual de agosto de 2009; y el recuadro titulado «Resultados de la encuesta del BCE a expertos en previsión económica correspondientes al cuarto trimestre de 2009», en el Boletín Mensual de noviembre de 2009.

Diferencias entre los países de la zona del euro

Mientras que la mayor parte de los factores que han configurado el ahorro agregado de la zona del euro se han observado también en los distintos países, su importancia relativa parece haber variado, por lo que la evolución reciente del ahorro de los hogares ha presentado diferencias significativas entre los países de la zona del euro⁴. En un extremo, el ahorro ha aumentado de forma muy acusada en España e Irlanda. El marcado deterioro de la situación de los mercados de trabajo, con pronunciados aumentos del desempleo, unido a fuertes caídas de los precios de la vivienda, ha impulsado a los hogares a ajustar sustancialmente sus niveles de ahorro⁵. El endeudamiento relativamente elevado de los hogares puede haber acentuado la inquietud respecto a la necesidad de ajustar los balances en esos países. Además, la situación de las finanzas públicas ha empeorado notablemente en ambos países.

En el otro extremo, algunos países casi no han sufrido cambios en su tasa de ahorro en los dos últimos años. Por ejemplo, en Alemania la tasa de ahorro se ha mantenido prácticamente sin cambios durante las turbulencias financieras. En este caso, un factor relevante puede haber sido la reacción relativamente moderada del mercado de trabajo ante la recesión actual. Los subsidios a la reducción de las horas trabajadas, de los sistemas de redistribución del tiempo de trabajo y de las horas extraordinarias parecen haber amortiguado el impacto de la desaceleración de la actividad sobre el desempleo. A corto plazo, pueden haber contribuido a sostener las rentas, reducir la incertidumbre y la inseguridad laboral y fomentar el consumo. Además, al igual que en otros países, en Alemania el Gobierno ha puesto en marcha un plan de sustitución de vehículos, que ofrece incentivos a la adquisición de automóviles, lo que ha sostenido también el consumo y ha moderado posiblemente el ahorro en los últimos trimestres⁶.

Perspectivas de ahorro de los hogares

Se espera que la tasa de ahorro de los hogares de la zona del euro vuelva a aumentar en el segundo semestre de 2009. En el contexto de una marcada incertidumbre en torno a la fortaleza y sostenibilidad de la recuperación económica, y de la previsión de nuevos ajustes en los mercados de trabajo (con la perspectiva de que el desempleo siga creciendo en el próximo año), es probable que los hogares continúen ahorrando por motivo de precaución, como protección frente a la posibilidad de un menor crecimiento de la renta en el futuro.

Persiste una considerable incertidumbre respecto a la evolución del ahorro de los hogares. A medida que la recuperación se consolide y que las rentas se recuperen, sería de esperar que los hogares redujeran ligeramente sus ahorros. Sin embargo, es probable que el ahorro de los hogares se mantenga de forma continuada en niveles más altos que antes de la recesión, por ejemplo, si la crisis ha llevado a los hogares a preocuparse más que antes por las perspectivas de renta o si les ha inducido a intentar reajustar sus balances y reducir su nivel de endeudamiento. Además, tras el pinchazo de la burbuja en algunos mercados de activos, puede que los hogares valoren ahora de forma más realista su riqueza actual. Por último, los hogares pueden seguir manteniendo un elevado nivel de ahorro, si temen que el creciente endeudamiento público y los abultados déficits públicos incrementen la presión

4 Dado que no se han publicado todavía los datos oficiales de tasas de ahorro de 2008 y del primer semestre de 2009 para todos los países de la zona del euro, el análisis se basa en estimaciones.

5 Para un análisis más detallado de las implicaciones de las medidas relativas a los mercados de trabajo adoptadas en distintos países, véase el recuadro titulado «Relaciones entre el producto y el desempleo en la zona del euro», en el Boletín Mensual de octubre de 2009, y el recuadro titulado «Ajustes del mercado de trabajo durante la actual contracción de la actividad económica», en el Boletín Mensual de junio de 2009.

6 Véase el recuadro titulado «Los efectos de los planes de sustitución de automóviles en los países de la zona del euro», en el Boletín Mensual de octubre de 2009.

fiscal que tengan que soportar en el futuro. Estos temores ponen de manifiesto la importancia de que los Gobiernos de la zona del euro definan estrategias de salida y de saneamiento fiscal creíbles para corregir los crecientes desequilibrios presupuestarios.

INVERSIÓN

La inversión agregada se ha contraído sustancialmente desde comienzos de 2008 a causa de la debilidad de la demanda, la escasa confianza empresarial, el crecimiento negativo de los ingresos, el nivel históricamente bajo de utilización de la capacidad productiva y el endurecimiento de los criterios de aprobación del crédito. En el tercer trimestre, la inversión realizó una nueva aportación negativa al crecimiento del PIB real, contrayéndose un 0,4%, en tasa intertrimestral. No obstante, este descenso de la inversión fue inferior al 1,7% observado en el segundo trimestre.

La evolución de la inversión es fácil de entender si se analiza en términos de sus dos componentes principales: inversión en construcción e inversión, excluida la construcción. La inversión en construcción, que incluye los inmuebles residenciales y comerciales, representa casi la mitad de la inversión total, por lo que la evolución de esta variable tiene una influencia significativa en la inversión agregada. El crecimiento de la inversión en construcción se ha mantenido en territorio negativo desde el segundo trimestre de 2008, debido al exceso de capacidad existente en algunos países, a las restricciones de financiación crediticia y a la moderación de los precios de los inmuebles residenciales y comerciales.

La inversión, excluida la construcción, (principalmente, en activos destinados a su utilización en la producción de bienes y servicios) también ha caído de forma acusada durante la desaceleración económica, ya que la debilidad de la demanda hizo descender la rentabilidad, las presiones sobre la capacidad productiva disminuyeron y el endurecimiento de los criterios de aprobación del crédito aumentó los costes de financiación y redujo la disponibilidad de fondos.

De cara al futuro, la debilidad relativa de la demanda y el aumento de la incertidumbre acerca de la evolución futura de los precios de los inmuebles residenciales y comerciales seguirán afectando, con toda probabilidad, a la inversión en construcción durante los próximos trimestres. Los indicadores de opinión más recientes confirman estas perspectivas. Por ejemplo, el indicador de confianza de la construcción de la encuesta a los directores de compras sólo ha aumentado de forma moderada en los últimos meses, y sigue situándose muy por debajo de su media de largo plazo. Del mismo modo, se prevé que las perspectivas de debilidad de la demanda, tanto exterior como interna, incidan negativamente en la inversión, excluida la construcción. Además, es probable que la reducida utilización de la capacidad productiva atenúe la necesidad de las empresas de acumular activos utilizados en la producción. Por otra parte, es probable que la esperada normalización en los mercados financieros contribuya a mantener los costes de financiación en niveles reducidos en el futuro próximo y que, por lo tanto, ayude a sostener la inversión.

En resumen, es de prever que la inversión agregada de la zona del euro mantenga su moderación a causa de la baja utilización de la capacidad productiva y de la debilidad de la demanda. La recuperación de la inversión siempre ha sido especialmente lenta y gradual durante los períodos en los que una crisis financiera ha intensificado la recesión económica¹. Sin embargo, se espera que el ritmo de contracción de la inversión se reduzca en los próximos doce meses.

¹ Véase el artículo titulado «La última recesión en la zona del euro en un contexto histórico», en el Boletín Mensual de noviembre de 2009.

CONSUMO PÚBLICO

El crecimiento del consumo público en el segundo semestre de 2008 y en el primer semestre de 2009 mantuvo su dinamismo, al contrario que otros componentes de la demanda. Ello se debe a que partidas del gasto público, como los salarios del sector público, no se ven afectadas en el corto plazo por la evolución cíclica, y a que, en general, los Gobiernos son más propensos a gastar al menos lo acordado en los planes de gasto presupuestario del año anterior.

Tras el crecimiento del 0,6% registrado en el segundo trimestre de 2009, el consumo público se elevó un 0,5%, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre. Es probable que el consumo público haya seguido sosteniendo la demanda interior en el cuarto trimestre de 2009. No obstante, se prevé que este apoyo se modere en 2010.

EXISTENCIAS

Los datos relativos al primer y segundo trimestres de 2009 muestran que las existencias realizaron una importante contribución negativa al crecimiento del PIB de la zona del euro. La recesión económica se vio agravada por este patrón cíclico de las existencias, según el cual las empresas que prevén una caída de la demanda acusada y posiblemente prolongada tienden a reducir sus existencias recortando la producción de forma drástica, mientras tratan de mantener una ratio óptima de existencias en relación con las ventas. No obstante, el ajuste a la baja de las existencias suele ralentizarse finalmente para evitar una caída excesiva de la ratio, y, cuando las ventas vuelven a aumentar, las empresas deben comenzar a reponer existencias.

El ritmo de desacumulación disminuyó en el tercer trimestre de 2009 y, como resultado, las existencias realizaron una contribución positiva al crecimiento del PIB, de 0,3 puntos porcentuales. Tanto las encuestas como la evidencia anecdótica sugieren que la percepción actual es que el nivel de existencias es escaso, por lo que el ritmo de desacumulación debería seguir desacelerándose en el muy corto plazo. Así pues, es probable que la contribución de las existencias al crecimiento del PIB de la zona del euro vuelva a ser positiva en el último trimestre de 2009. No obstante, sigue existiendo un elevado grado de incertidumbre en torno al tamaño de la contribución, pues depende de la rapidez con la que repunte la demanda y de la celeridad con la que las empresas revisen sus expectativas sobre las perspectivas futuras.

COMERCIO

La desagregación del PIB real por el lado del gasto en el tercer trimestre de 2009 confirma que la marcada caída de las exportaciones de la zona del euro que se observó en los dos trimestres anteriores ha acabado. En el tercer trimestre, las exportaciones de la zona del euro aumentaron un 2,9%, en tasa intertrimestral, frente a la contracción del 1,3% registrada en el segundo trimestre. Las importaciones crecieron un 2,6%, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre, tras una reducción del 2,9% en el trimestre anterior. Por consiguiente, la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB real en el tercer trimestre de 2009 fue positiva.

Los indicadores sugieren de forma creciente que la recuperación mundial está cobrando impulso gradualmente, favorecida por las importantes medidas de estímulo adoptadas a escala internacional y por las mejoras observadas tanto en la confianza empresarial como en la de los consumidores (véase sección 1). Por ejemplo, el índice general de directores de compras ha seguido recuperándose en los últimos meses, elevándose claramente por encima del valor de expansión/contracción fijado en 50.

Durante el desplome del comercio internacional a finales de 2008 y principios de 2009, la demanda de bienes de equipo y de bienes intermedios de la zona del euro se vio especialmente afectada. Es probable

que las recientes señales de mejora observadas en la demanda exterior den lugar a una cierta recuperación de la demanda de dichos bienes, que debería favorecer a las empresas de la zona del euro. Sin embargo, como se prevé que la recuperación de la zona del euro vaya ligeramente a la zaga de la recuperación de la actividad económica internacional, es de esperar que el crecimiento de las importaciones sea algo más lento que el de las exportaciones.

4.2 PRODUCTO, OFERTA Y MERCADO DE TRABAJO

Desde la perspectiva del valor añadido, se confirma que la actividad económica creció en el tercer trimestre de 2009. Tras la significativa desaceleración de la tasa de contracción registrada en el segundo trimestre, el valor añadido de la industria volvió a ser positivo en el tercer trimestre. En ese trimestre, la rama de servicios contribuyó positivamente al crecimiento, mientras que la construcción siguió contrayéndose. Los datos de las encuestas de opinión relativos a octubre y noviembre sugieren un nuevo fortalecimiento del valor añadido en el último trimestre de 2009.

La situación del mercado laboral ha seguido deteriorándose (véase más adelante la sección sobre el mercado de trabajo). La tasa de paro de la zona del euro se situó en 9,8% en octubre, sin cambios respecto al mes anterior. En el segundo trimestre de 2009, el crecimiento del empleo se contrajo un 0,5%, en tasa intertrimestral.

PRODUCTO POR RAMAS DE ACTIVIDAD

Si se examina la evolución del valor añadido en el tercer trimestre, se ponen de manifiesto algunas diferencias entre las ramas de actividad. Tras contraerse durante cinco meses consecutivos, el valor añadido de la industria (excluida la construcción) empezó a crecer nuevamente en el tercer trimestre y aumentó un 2%, en tasa intertrimestral (véase gráfico 48). El repunte fue coherente con el último dato relativo a la producción industrial, que fue positivo.

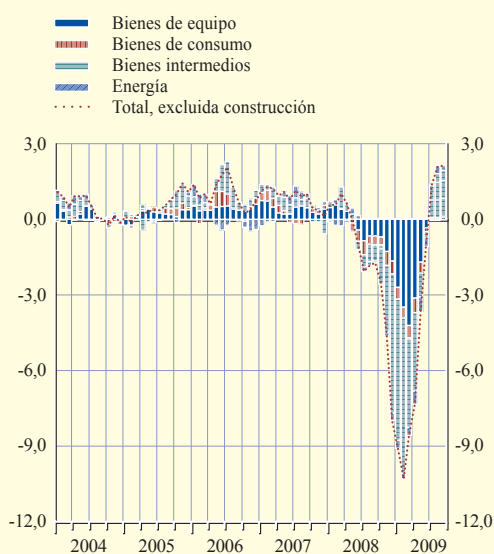
Las encuestas de opinión indican que las tasas de crecimiento de la actividad industrial siguieron siendo positivas en el cuarto trimestre (véase gráfico 49). El índice de directores de compras de las manufacturas aumentó de nuevo en noviembre, y el nivel existente de 51,2 se sitúa claramente por encima de la referencia teórica de 50. Del mismo modo, las variaciones del subíndice relativo al producto (que, en principio, debería estar relacionado de forma más estrecha con la actividad industrial que con el índice sintético general) también sugieren unas perspectivas más favorables para el sector manufacturero. Otras encuestas sobre la confianza industrial, así como la evidencia anecdótica, confirman este análisis.

En consonancia con los últimos datos sobre la producción de la construcción, la contribución de la rama de construcción al crecimiento del PIB real de la zona del euro en el tercer trimestre de 2009 fue ligeramente negativa. Pueden distinguirse diferencias relativamente importantes entre los países en cuanto al valor añadido de la construcción, siendo más acusados los descensos en países en los que el peso de este sector, en términos de PIB, había aumentado significativamente antes de que se produjeran las turbulencias en los mercados financieros.

En el sector servicios, el producto siguió creciendo en el tercer trimestre de 2009. El valor añadido de los servicios se incrementó un 0,1%, en tasa intertrimestral, tras un aumento del 0,2% en el segundo trimestre. Este aumento está en consonancia con la recuperación observada a lo largo del tercer trimestre en el indicador de confianza de los servicios de la Comisión Europea y en el índice de la encuesta a

Gráfico 48 Crecimiento de la producción industrial y contribuciones

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

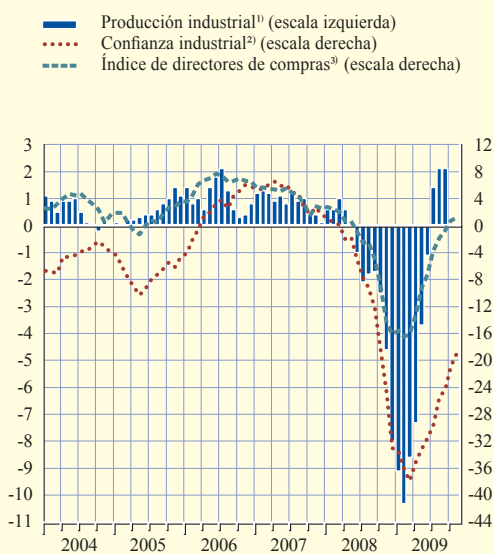


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

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

(datos mensuales desestacionalizados)



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

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.

los directores de compras relativo a los servicios. Los datos de las encuestas correspondientes a noviembre señalan una nueva mejora de las perspectivas para este sector.

Los datos de las encuestas de opinión relativos a la utilización de la capacidad productiva muestran que, recientemente, la tendencia se ha invertido un poco, desde los niveles extremadamente bajos a los que había llegado. La utilización de la capacidad productiva en la industria en su conjunto ha aumentado ligeramente con respecto a su mínimo histórico alcanzado en julio, hasta situarse en torno al 70% en octubre. Sin embargo, este valor está muy por debajo de su media de largo plazo, del 81,5%. En octubre, la utilización de la capacidad productiva aumentó en las principales ramas de actividad. En consonancia con las propiedades de indicador adelantado de algunas empresas del subsector de bienes intermedios, la recuperación de la utilización de la capacidad productiva en ese subsector fue, sin embargo, mucho más pronunciada que en otras ramas de actividad. Según las encuestas de la Comisión Europea relativas a la industria y a los servicios, las empresas señalan que la demanda insuficiente es con mucho el mayor impedimento para crecer, mientras que la importancia de las restricciones financieras resulta ser relativamente pequeña.

MERCADO DE TRABAJO

El crecimiento del empleo en la zona del euro suele ir a la zaga de las fluctuaciones del ciclo económico. Además, el desfase difiere entre las distintas ramas de actividad. Durante la recesión económica, el empleo comenzó a caer antes en la construcción que en la industria, los servicios y el sector público. Ello está asociado, en parte, al exceso de capacidad de la construcción en algunos países y al hecho de

Cuadro 8 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.

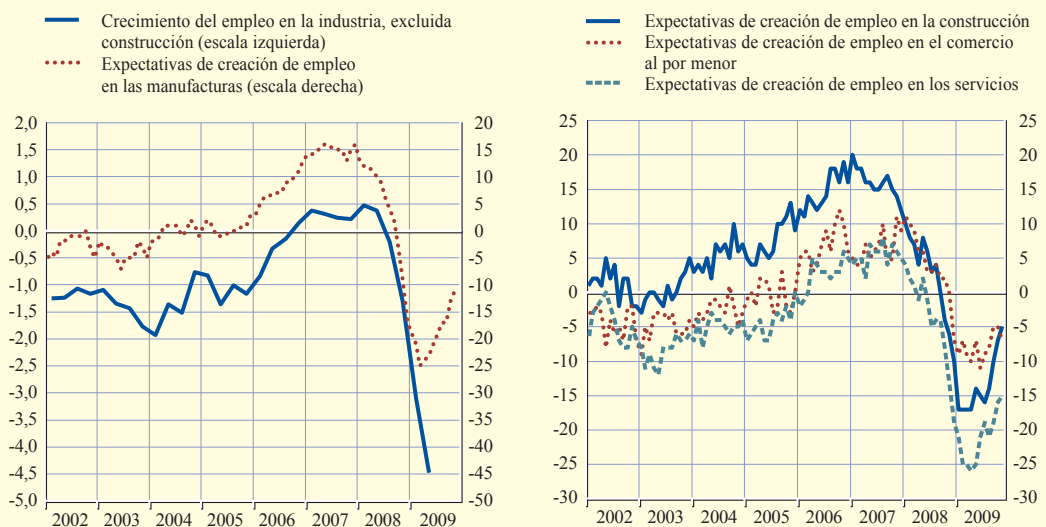
1) Incluye también educación, salud y otros servicios.

que este sector emplee habitualmente a muchos trabajadores con contratos temporales, lo que hace que el ajuste resulte menos costoso.

A medida que la crisis económica se desarrollaba, varios países de la zona del euro pusieron en marcha planes especiales de reducción de jornada en un intento de estabilizar el empleo. Estos planes han reducido el número de horas de trabajo a través de varios canales, entre los que se incluyen cambios en la flexibilidad de la organización del trabajo de las empresas, reducciones generales de las horas extraordinarias y planes especiales de mantenimiento del empleo establecidos por diversos Gobiernos europeos. Las distintas medidas para reducir el número de horas de trabajo han contribuido a evitar una

Gráfico 50 Crecimiento del empleo y expectativas de creación de empleo

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

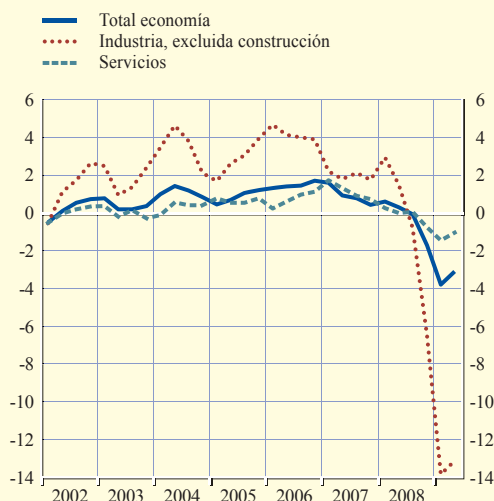


Fuentes: Eurostat y encuestas de opinión de la Comisión Europea.

Notas: Los saldos netos están ajustados a la media.

Gráfico 51 Productividad del trabajo

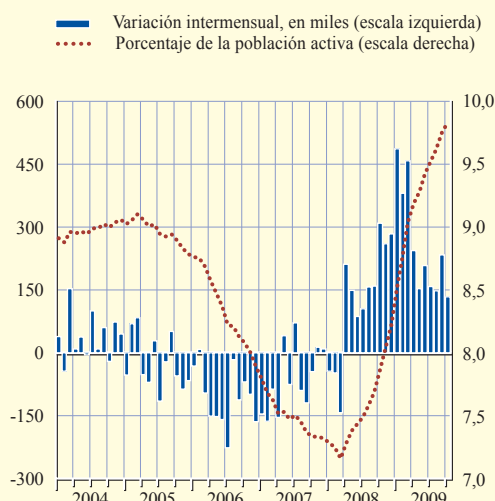
(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico 52 Desempleo

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

fuerte caída del empleo y suavizado el proceso de ajuste. Sin embargo, en el segundo trimestre de 2009, el crecimiento del empleo se contrajo un 0,5%, en tasa intertrimestral, lo que supuso un descenso algo inferior al 0,7% registrado en el primer trimestre (véase cuadro 8). Los últimos datos de desempleo son coherentes con la contracción observada en el empleo. En octubre, la tasa de paro de la zona del euro se mantuvo prácticamente sin cambios en el 9,8% (véase gráfico 52). Según las encuestas, las expectativas de creación de empleo se han recuperado recientemente, pero se mantienen en niveles reducidos.

Pese a la grave contracción de la actividad económica observada en los últimos trimestres, conviene hacer hincapié en que el empleo de la zona del euro se ha visto relativamente poco afectado durante las turbulencias, si se considera en el contexto de la fuerte desaceleración registrada en la actividad económica. En estas circunstancias, la productividad por persona ocupada ha disminuido de modo significativo (véase gráfico 51). El reciente repunte observado en la actividad de la zona del euro dará lugar, probablemente, a una cierta mejora en el crecimiento de la productividad de la zona del euro en los próximos trimestres. Sin embargo, como se analiza en el recuadro 7, la mejora a largo plazo —que reforzará el potencial de crecimiento futuro de la productividad en la zona del euro— dependerá de las medidas de reestructuración de las empresas y de una reasignación sectorial de los recursos más amplia.

De cara al futuro, tras la acusada contracción observada en el producto a finales de 2008 y comienzos de 2009, y los niveles tan bajos de utilización de la capacidad productiva, es posible que las empresas no puedan seguir atesorando trabajo y se produzcan nuevas reducciones en los empleos indefinidos. Así pues, es probable que el paro de la zona del euro crezca de nuevo en los próximos meses, aunque a un ritmo más lento que en el año anterior.

Recuadro 7

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA PRODUCTIVIDAD EN LA ZONA DEL EURO

En este recuadro se examina el comportamiento reciente de la productividad en la zona del euro, centrándose en la evolución observada desde 2007 y analizando la importancia de la trayectoria por sectores y países para explicar la reciente desaceleración, antes de pasar a comparar la evolución de la productividad en la zona del euro y en Estados Unidos.

El comportamiento reciente de la productividad en la zona del euro

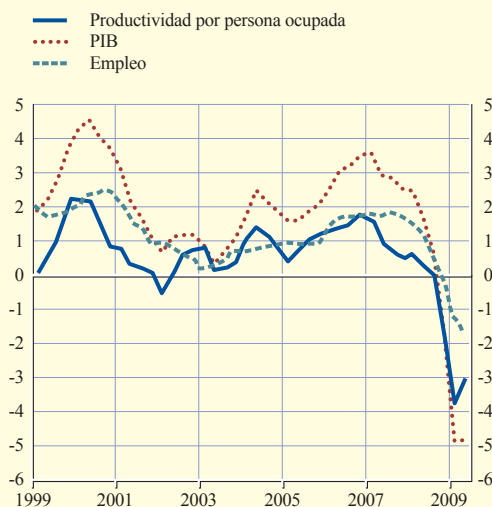
Entre 2003 y 2006, el crecimiento medio de la productividad en la zona del euro (definida como el producto por persona ocupada) fue del 1,3%, en tasa interanual. No obstante, el crecimiento de la productividad en la zona del euro se ha desacelerado significativamente desde principios de 2007, pasando a ser negativo en el tercer trimestre de 2008¹. Las últimas estimaciones de la contabilidad nacional muestran algunas mejoras intertrimestrales, pero, en términos interanuales, la productividad continuó contrayéndose en 2009, y cayó un 2,9% en el segundo trimestre, frente al descenso del 3,6% observado en el primer trimestre. En el período transcurrido desde que se estableció la UEM no se habían observado tasas similares.

La caída de la productividad refleja el hecho de que la contracción excepcionalmente importante registrada en la producción durante la reciente desaceleración no estuvo seguida de un recorte correspondiente en el número de puestos de trabajo (véase gráfico A). Efectivamente, el empleo se ha

1 Si bien el inicio de las recientes turbulencias observadas en los mercados financieros agravó claramente la marcada contracción registrada en la productividad de la zona del euro durante los últimos trimestres, de hecho, la crisis financiera no fue totalmente culpable de la desaceleración del crecimiento de la productividad, que ha mostrado un continuo descenso desde el cuarto trimestre de 2006.

Gráfico A PIB de la zona del euro, empleo y productividad, por persona ocupada

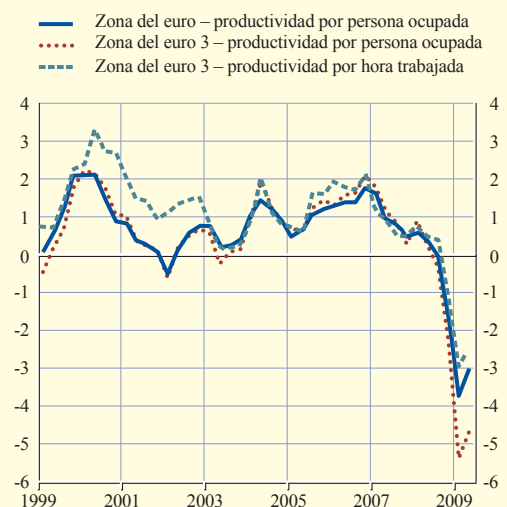
(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico B PIB, empleo y productividad en las tres economías más grandes de la zona del euro

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: La zona del euro 3 se refiere a Alemania, Francia e Italia. En el caso de Francia, los datos sobre horas trabajadas son estimaciones de la contabilidad nacional para 2008 y 2009.

visto poco afectado, debido en parte al alto nivel de protección de los trabajadores con contrato indefinido, así como al aumento de las reducciones de la jornada laboral. Esto último refleja, en parte, las medidas de apoyo a los planes de reducción de las horas trabajadas introducidos o ampliados por numerosos Gobiernos nacionales en respuesta a las turbulencias registradas en los mercados financieros. Tales medidas podrían ser beneficiosas en caso de que la desaceleración fuera temporal, estuviera provocada principalmente por la demanda y no requiriera importantes reasignaciones sectoriales de los recursos de la economía. Sin embargo, podría entrañar riesgos en el largo plazo al evitar una reasignación eficiente de los recursos entre los distintos sectores².

Dada la fuerte dependencia de las medidas que apoyan el ajuste de las horas trabajadas³, conviene calcular la productividad en términos de producto por hora trabajada. Ya que no se dispone actualmente de estadísticas de contabilidad nacional de carácter trimestral relativas a las horas trabajadas en el conjunto de la zona del euro, es necesario realizar una aproximación basada en la agregación de las tres economías más grandes de la zona, como se muestra en el gráfico B. Esta aproximación sugiere que la caída de la productividad fue sustancialmente menor si se mide a partir de las horas trabajadas que si se calcula a partir de las personas ocupadas. Pese a todo, estos datos confirman una contracción bastante acusada de la productividad del trabajo por hora trabajada en la zona del euro⁴.

Evolución por ramas de actividad y por países

En la zona del euro en su conjunto, el pronunciado descenso de la productividad del trabajo por persona ocupada observado desde el tercer trimestre de 2008 ha sido consecuencia, principalmente, de la evolución registrada en la industria (excluida la construcción) y, en menor medida, en el subsector de servicios privados no financieros clasificado como «comercio y transporte»⁵. Esta evolución refleja la habitual mayor ciclicidad del producto en estas ramas a variaciones en la situación económica, aunque demuestra, también, la aparente renuencia de las empresas pertenecientes a este sector a ajustar el número de puestos de trabajo en línea con los importantes cambios observados en la demanda nacional e internacional durante los últimos trimestres. Por el contrario, en los últimos trimestres para los que se dispone de datos, parece que varios sectores han contribuido positivamente al crecimiento agregado de la productividad del trabajo —sobre todo la construcción y, en menor medida, la rama de servicios financieros y empresariales—, debido principalmente al fuerte ritmo de destrucción de empleo observado en estos sectores (véase gráfico C).

Además de esta distinta evolución sectorial, existen importantes diferencias entre países. En el gráfico D se presentan las contribuciones al agregado de la zona del euro de las cuatro economías más grandes de la zona. La generalización de los planes de reducción de las horas trabajadas, especialmente en el sector industrial de Alemania e Italia, ha tenido un importante efecto en la evolución de la productividad por persona ocupada en estos países. La menor dependencia de estos planes en España y, en menor medida, en Francia, junto con un mayor recurso a realizar ajustes de plantilla de carácter más tradicional, ha dado lugar a patrones de productividad marcadamente diferentes. El impacto del despido de una

2 Además, podrían aumentar los costes laborales por hora de las empresas en tanto que la remuneración no se ajuste en línea con las horas trabajadas.

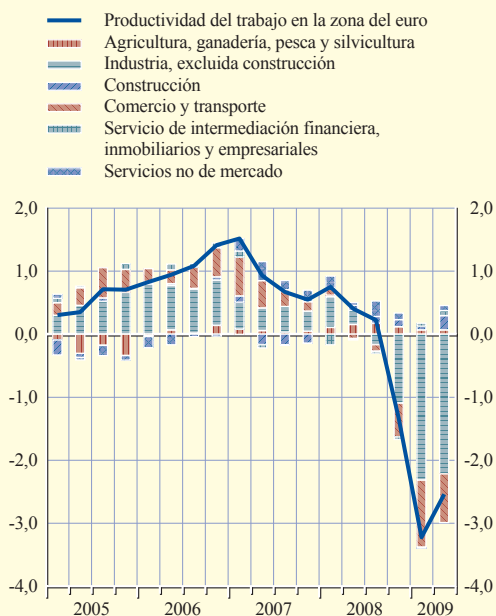
3 Véase el recuadro titulado «Ajustes de los mercados de trabajo durante la actual contracción de la actividad económica», en el Boletín Mensual de junio de 2009.

4 Los datos de horas trabajadas en Francia son estimaciones de contabilidad nacional para 2008 y 2009.

5 La evolución trimestral por ramas de actividad y países para el conjunto de la zona del euro sólo está disponible en términos de personas ocupadas (no de horas trabajadas). En la contabilidad nacional, el subsector «comercio y transporte» incluye una amplia gama de servicios privados no financieros, entre los que se incluye comercio al por mayor y al por menor; reparación de vehículos de motor, motocicletas y bienes personales y del hogar; hostelería; y transporte, almacenamiento y comunicaciones.

Gráfico C Productividad en la zona del euro por persona ocupada y contribuciones por ramas de actividad

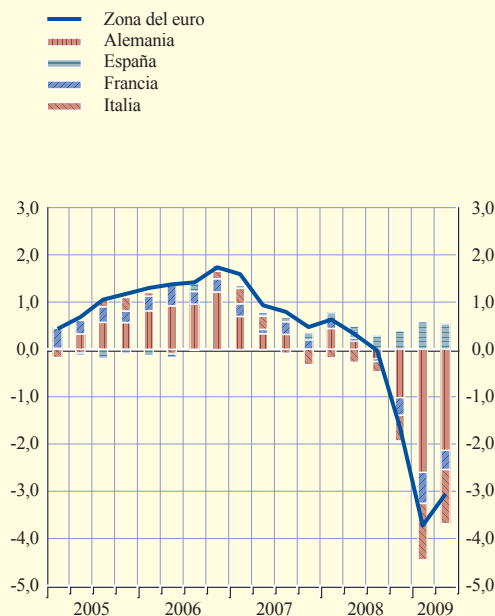
(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico D Productividad en la zona del euro por persona ocupada y contribuciones por países

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: La suma de las contribuciones no es igual al total de la zona del euro, como consecuencia de la omisión de otros países.

gran proporción de trabajadores con contratos temporales en España se ha asociado incluso a la reciente aceleración del crecimiento de la productividad, según las estadísticas de contabilidad nacional.

Comparaciones con la evolución en Estados Unidos

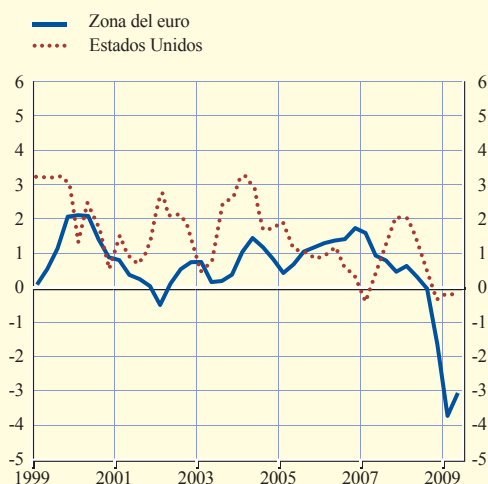
En el gráfico E se compara la evolución de la productividad en la zona del euro con la registrada en Estados Unidos. En la pasada década, el crecimiento medio de la productividad en Estados Unidos (por persona ocupada) fue del 2,1%, en tasa anual, frente a la media del 1,1% anual de la zona del euro. Sucesivos descensos de la actividad en Estados Unidos desde mediados de la presente década, seguidos de una fuerte contracción a principios de 2007, llevaron a que la productividad se adentrara en territorio negativo en el primer trimestre de ese año. El descenso de la tasa de crecimiento económico produjo una sustancial reducción del empleo en ese país y, posteriormente, un significativo repunte en el crecimiento de la productividad (por persona ocupada). Así pues, pese a una nueva y considerable desaceleración desde mediados de 2008, la productividad en Estados Unidos ha seguido, en general, creciendo desde el segundo semestre de 2007, en contraposición con las significativas contracciones observadas en la productividad de la zona del euro⁶. Estos resultados se mantienen independientemente de si la productividad se mide por persona ocupada o por hora trabajada, aunque la brecha es ligeramente más reducida si se mide por hora trabajada⁷.

6 Entre el tercer trimestre de 2007 y el segundo trimestre de 2009, la economía estadounidense se contrajo en torno a un 3,2%, acompañada de una rápida y sustancial reducción del empleo cercana al 3,7%. Durante el mismo período, el producto de la zona del euro registró un descenso del 3,8%, mientras que el empleo cayó un 1%.

7 La comparación del crecimiento de la productividad por hora trabajada se basa en las compilaciones realizadas para la zona del euro 3 (como en el gráfico B).

Gráfico E Productividad en la zona del euro y en Estados Unidos, por persona ocupada

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat, OCDE, Bureau of Labor Statistics de Estados Unidos y cálculos del BCE.

mayor en Estados Unidos que en la zona durante este período, y parece haber sido bastante resistente en Estados Unidos, en comparación con el aparente derrumbe del crecimiento de la productividad total de los factores observado en la zona del euro en el año 2008.

Si bien la política de dar prioridad a un crecimiento basado en el empleo ayuda a explicar las menores tasas de intensificación del capital en la zona del euro, en comparación con Estados Unidos, no explica las diferencias en las tasa de crecimiento de la productividad total de los factores. En la zona del euro, la mayor participación —especialmente de los trabajadores menos cualificados que se incorporan al mercado de trabajo— puede que haya contribuido a una reducción de la eficiencia productiva. Al mismo tiempo, un entorno regulador menos flexible (tanto en el mercado de trabajo como en el de productos) ha dado lugar a una menor inversión en tecnologías de la información y las telecomunicaciones (TIC) que mejoren la productividad. La interacción de estos elementos podría haber llevado, también, a una incidencia más baja de los beneficiosos efectos de contagio derivados de utilizar TIC —por ejemplo, para lograr una mayor eficiencia en la organización de la producción o unas tasas de innovación más elevadas— en la zona del euro⁹. En el período más reciente, si bien la caída de la productividad total de los factores en ambas economías puede atribuirse indudablemente a factores cíclicos, la mayor resistencia de esta variable en Estados Unidos podría reflejar, asimismo, ajustes generalizados en respuesta a las perturbaciones, basados en el marco institucional más flexible existente en ese país¹⁰.

Desde una perspectiva de largo plazo, la evolución del empleo es, obviamente, sólo una parte de la explicación de la brecha en el crecimiento de la productividad del trabajo observada entre la zona del euro y Estados Unidos⁸. El cuadro muestra hasta qué punto el crecimiento de la productividad en Estados Unidos ha superado el registrado en la zona del euro durante toda la década desde 1999, e indica las dos fuentes de esta disparidad. Durante este período, la intensificación del capital definida como la suma de las contribuciones de las variaciones en el *stock* de capital y en las horas totales trabajadas ha seguido siendo mucho mayor en Estados Unidos que en la zona del euro, contribuyendo a un crecimiento medio de la productividad en Estados Unidos cercano a 1 punto porcentual anual, frente a apenas 0,6 puntos porcentuales en la zona del euro. Además, la contribución de la productividad total de los factores al crecimiento general de la productividad también ha sido mucho mayor en Estados Unidos que en la zona durante este período, y parece haber sido bastante resistente en Estados Unidos, en comparación con el aparente derrumbe del crecimiento de la productividad total de los factores observado en la zona del euro en el año 2008.

8 Los datos de esta sección están tomados de la base de datos AMECO de la Comisión Europea.

9 Véanse, por ejemplo, «Evolución de la calidad del trabajo en la zona del euro y sus efectos en el crecimiento de la productividad», en el Boletín Mensual de octubre de 2005; «Evolución de la productividad del trabajo en la zona del euro: resultados de la reciente publicación de la base de datos EU KLEMS», en el Boletín Mensual de enero de 2008; y «Labour productivity developments in the euro area», ECB Occasional Paper Series n.º 53 (October 2006).

10 Véanse, por ejemplo, A. L. Bassanini y D. Venn, «Job protection legislation and productivity growth in OECD countries», Economic Policy, vol. 24 (abril 2009); y R. J. Duval, J. Elmeskov y L. Vogel, «Structural policies and economic resilience to shocks», OECD Working Paper n.º 567, (2006).

Productividad del trabajo por hora trabajada y contribuciones de la zona del euro y Estados Unidos

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)

| | Zona del euro | | | | | Estados Unidos | | | | |
|------------------|--|-----------------------------|------------------|------------------------|------|--|-----------------------------|------------------|------------------------|------|
| | Productividad del trabajo por hora trabajada | Intensificación del capital | Contribuciones | | PTF | Productividad del trabajo por hora trabajada | Intensificación del capital | Contribuciones | | PTF |
| | | | Stock de capital | Total horas trabajadas | | | | Stock de capital | Total horas trabajadas | |
| 1999-2008 | 1,1 | 0,6 | 1,0 | -0,4 | 0,6 | 2,1 | 1,0 | 1,2 | -0,2 | 1,1 |
| <i>Del cual:</i> | | | | | | | | | | |
| 1999-2002 | 1,5 | 0,6 | 1,0 | -0,4 | 0,9 | 2,8 | 1,2 | 1,3 | -0,1 | 1,5 |
| 2003-2006 | 1,1 | 0,6 | 0,9 | -0,3 | 0,6 | 2,0 | 0,9 | 1,3 | -0,4 | 1,1 |
| 2007 | 1,0 | 0,3 | 1,1 | -0,8 | 0,7 | 1,4 | 0,9 | 1,2 | -0,3 | 0,5 |
| 2008 | 0,0 | 0,7 | 1,0 | -0,3 | -0,7 | 1,0 | 1,2 | 0,9 | 0,2 | -0,2 |

Fuentes: Eurostat, base de datos AMECO de la Comisión Europea y cálculos del BCE.

Implicaciones de política económica

La reciente recuperación de la actividad en la zona del euro dará lugar, indudablemente, a algunas mejoras en el crecimiento de la productividad de la zona durante los próximos trimestres, como se desprende ya de las tasas intertrimestrales. La reciente evolución observada en Estados Unidos ha puesto de manifiesto una rápida vuelta a tasas de crecimiento de la productividad anteriores a la desaceleración, tanto por persona ocupada como por hora trabajada, como consecuencia de la reducción del empleo. Nuevas mejoras a largo plazo en el crecimiento de la productividad de la zona del euro —encaminadas a reforzar el potencial de la zona del euro para converger con las altas tasas de crecimiento de la productividad observadas en Estados Unidos— estarán supeditadas a la capacidad de la economía de la zona para respaldar los esfuerzos en materia de reestructuración desarrollados por las empresas y permitir una reasignación sectorial de los recursos más amplia. Este proceso de reestructuración creativa exigirá el oportuno dismantelamiento de las medidas adoptadas ante la crisis —incluida la actual dependencia de los planes de reducción de las horas trabajadas—, una vez que la recuperación esté asegurada. Además, se necesitarán nuevas reformas estructurales para facilitar la transición de los mercados de trabajo y la reintegración de los trabajadores desplazados en el mercado laboral, por ejemplo, mediante la liberalización de la legislación de protección del empleo relativa a trabajadores con contrato indefinido y la adopción de medidas dirigidas a mejorar la adquisición de capital humano. Lo anterior beneficiaría especialmente a los jóvenes europeos, que hasta la fecha se han visto afectados de forma desproporcionada por la recesión y que constituyen, potencialmente, una fuente de dinamismo e innovación. En los mercados de productos, es preciso adoptar medidas encaminadas a mejorar la competencia, mediante el fomento de la innovación y la aplicación de prácticas de trabajo eficientes.

4.3 PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

Después de cinco trimestres de contracción, el crecimiento del PIB real de la zona del euro retornó a territorio positivo en el tercer trimestre de 2009. Los indicadores de opinión más recientes sugieren un crecimiento positivo y sostenido del PIB real en el último trimestre de 2009. En el corto plazo, el crecimiento económico debería beneficiarse de la contribución positiva de las existencias, del incremento de las exportaciones, así como de las importantes medidas de estímulo macroeconómico que se están aplicando y de las adoptadas para restablecer el funcionamiento del sistema financiero. No obstante, algu-

nos de los factores en que se basa la recuperación son de carácter temporal y se espera que la economía de la zona del euro crezca a un ritmo moderado en 2010, pues es probable que se vea afectada por el proceso de corrección de los balances que se está llevando a cabo actualmente en los sectores financieros y no financieros, tanto dentro como fuera de la zona del euro.

En general, esta evaluación es acorde con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2009. Según estas proyecciones, el crecimiento medio anual del PIB real se situará entre el $-4,1\%$ y el $-3,9\%$ en 2009, entre el $+0,1\%$ y el $+1,5\%$ en 2010, y entre el $+0,2\%$ y el $+2,2\%$ en 2011. El intervalo para 2010 se ha revisado al alza con respecto a las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de septiembre de 2009. Las previsiones efectuadas por organismos internacionales están prácticamente en línea con las proyecciones elaboradas por los expertos del Eurosistema de diciembre de 2009.

Los riesgos para estas perspectivas 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 otras medidas adoptadas. La confianza también podría seguir mejorando y el comercio exterior podría recuperarse con más fuerza de lo previsto. Por otro lado, sigue preocupando que se produzca una espiral negativa de reacciones adversas entre la economía real y el sector financiero más intensa o prolongada de lo previsto, que aumenten de nuevo los precios del petróleo y de otras materias primas, que se intensifiquen las presiones proteccionistas y la posibilidad de que los mercados se vean afectados por perturbaciones relacionadas con la corrección de los desequilibrios mundiales.

5 EVOLUCIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS

Las perspectivas actuales de las finanzas públicas apuntan a que los saldos presupuestarios de la zona del euro han seguido empeorando considerablemente. Según las previsiones económicas de la Comisión Europea de otoño de 2009, el déficit medio de las Administraciones Públicas de la zona en relación con el PIB aumentará de manera acusada en 2009. Se espera que casi todos los países de la zona del euro registren un déficit superior al 3% del valor de referencia del PIB, y actualmente, 13 países están sujetos a un procedimiento de déficit excesivo. El deterioro de la situación presupuestaria ha coincidido con una pronunciada caída del PIB, y ha estado determinado, fundamentalmente, por la reducción de los ingresos, la evolución del gasto y los recortes impositivos. En 2010 se prevé que los desequilibrios presupuestarios en la zona del euro en su conjunto continúen aumentando, si bien a un ritmo más lento que en 2009. Para mantener la confianza en la solidez de las políticas fiscales, es esencial que todas las autoridades cumplan su compromiso de aplicar rigurosamente las disposiciones del Pacto de Estabilidad y Crecimiento.

EVOLUCIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS EN 2009

Las perspectivas de las finanzas públicas para la zona del euro indican que los saldos presupuestarios de la zona del euro han seguido empeorando considerablemente en 2009. Según las previsiones económicas de otoño de la Comisión Europea, publicadas el 3 de noviembre de 2009, el déficit medio de las Administraciones Públicas de la zona en relación con el PIB aumentará del 2% del PIB en 2008 al 6,4% en 2009 (véase cuadro 9), lo que constituye el deterioro presupuestario más importante desde el inicio de la Unión Económica y Monetaria. Se prevé que casi todos los países registren abultados déficits y un deterioro presupuestario muy significativo con respecto al año anterior. La comparación con las previsiones económicas de la Comisión de primavera de este año muestra un empeoramiento evidente de la situación presupuestaria en los países individuales y en la zona del euro en su conjunto. La previsión de la ratio de déficit presupuestario de la zona se ha revisado al alza en más de 1 punto porcentual del PIB. Actualmente se prevé que tres países de la zona —Irlanda, Grecia y España— registren ratios de déficit de dos dígitos en 2009, mientras que en las previsiones económicas de primavera de 2009, esta previsión únicamente era aplicable a Irlanda.

Cinco países (Irlanda, Grecia, España, Francia y Malta) ya han sido sometidos al procedimiento de déficit excesivo en el contexto de las medidas correctivas del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, tras las decisiones sobre los resultados presupuestarios de estos países para 2008 adoptadas por el Consejo ECOFIN a principios de este año. El 2 de diciembre de 2009, el Consejo ECOFIN tomó una decisión

Cuadro 9 Evolución de las finanzas públicas de la zona del euro

| (en porcentaje del PIB) | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 |
|---|------|------|------|------|
| Previsiones económicas de la Comisión Europea, otoño de 2009 | | | | |
| a. Ingresos totales | 45,4 | 44,8 | 44,0 | 43,7 |
| b. Gastos totales | 46,0 | 46,8 | 50,4 | 50,5 |
| de los cuales: | | | | |
| c. Gasto por intereses | 2,9 | 3,0 | 3,0 | 3,2 |
| d. Gasto primario (b - c) | 43,1 | 43,8 | 47,4 | 47,4 |
| Saldo presupuestario (a - b) | -0,6 | -2,0 | -6,4 | -6,9 |
| Saldo presupuestario primario (a - d) | 2,4 | 1,0 | -3,4 | -3,7 |
| Saldo presupuestario ajustado de ciclo | -1,8 | -2,9 | -5,0 | -5,4 |
| Deuda bruta | 66,0 | 69,3 | 78,2 | 84,0 |
| Pro memoria: PIB real (tasa de variación interanual) | 2,8 | 0,6 | -4,0 | 0,7 |

Fuentes: Comisión Europea y cálculos del BCE.
Nota: Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo.

sobre la corrección de los déficits excesivos para ocho países más, concretamente Bélgica, Alemania, Italia, Países Bajos, Austria, Portugal, Eslovenia y Eslovaquia, y revisó las recomendaciones para Irlanda, España y Francia. Para la mayor parte de los países, el plazo límite para corregir los déficits excesivos se ha fijado en 2012 y 2013, y en 2014 para Irlanda. El ajuste estructural medio anual necesario durante el período de corrección varía en los distintos países, y se sitúa entre el 0,5% y el 2% del PIB.

En abril de 2009 se inició un procedimiento de déficit excesivo contra Grecia como consecuencia de los resultados presupuestarios de 2007 y 2008. Sin embargo, en el contexto de la notificación de octubre de 2009, Grecia revisó al alza en 2,7 puntos porcentuales la ratio de déficit de 2008, publicado en primavera, hasta el 7,7% del PIB. Las revisiones del déficit de 2008 se debieron principalmente a un aumento de las ayudas a las administraciones de Seguridad Social para cubrir pasivos existentes hace tiempo de hospitales públicos. Además, los ingresos impositivos y las cotizaciones sociales se revisaron a la baja. En consecuencia, Eurostat expresó una reserva sobre la calidad de los datos aportados por Grecia, como resultado de la considerable incertidumbre existente en torno a las cifras facilitadas por las autoridades estadísticas griegas. Para 2009, Grecia revisó al alza su previsión de la ratio de déficit, pasando del 6% del PIB a principios de octubre al 12,5% del PIB a finales de ese mes, mientras que la previsión de la Comisión sitúa el déficit en el 12,7% del PIB.

En un contexto de disminución de la actividad económica, el incremento de los déficits y las intervenciones de los Gobiernos en respuesta a la crisis financiera provocaron un rápido aumento de la deuda pública en relación con el PIB. La Comisión prevé que la ratio de deuda bruta de las Administraciones Públicas de la zona del euro aumentará de manera notable, del 69,3% del PIB en 2008 al 78,2% en 2009. Los ajustes déficit-deuda, que también captan las recapitalizaciones bancarias y los préstamos a empresas del sector privado, ascienden a 0,6 puntos porcentuales del incremento total de la ratio de deuda.

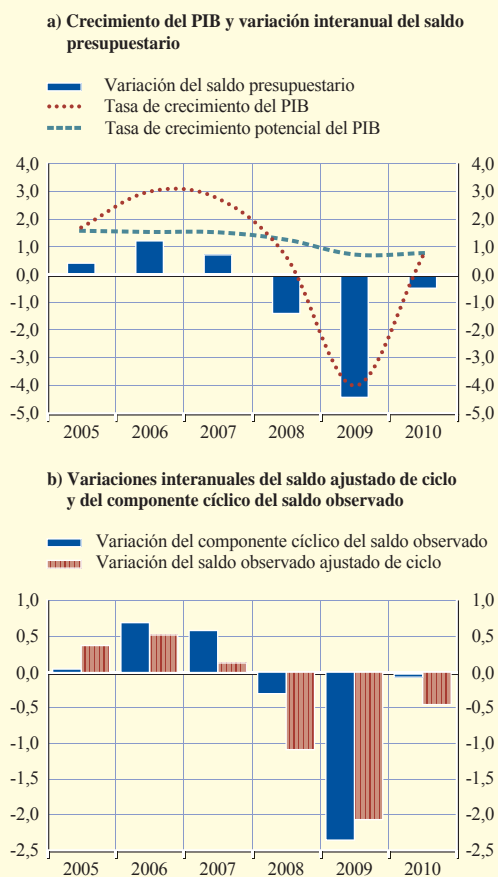
FACTORES DETERMINANTES DE LA EVOLUCIÓN PRESUPUESTARIA EN 2009

El deterioro simultáneo del saldo presupuestario y del crecimiento medio interanual del PIB real de la zona del euro se ve claramente en el gráfico 53a.

No obstante, el análisis de los factores determinantes del deterioro de la situación presupuestaria se ve dificultado por la incertidumbre existente en relación con la distinción entre efectos cíclicos y efectos tendenciales en la evolución económica reciente. En particular, dado que la separación de efectos cíclicos y no cíclicos en los cambios observados en los saldos presupuestarios se basa en la identificación de la brecha de producción en tiempo real, las

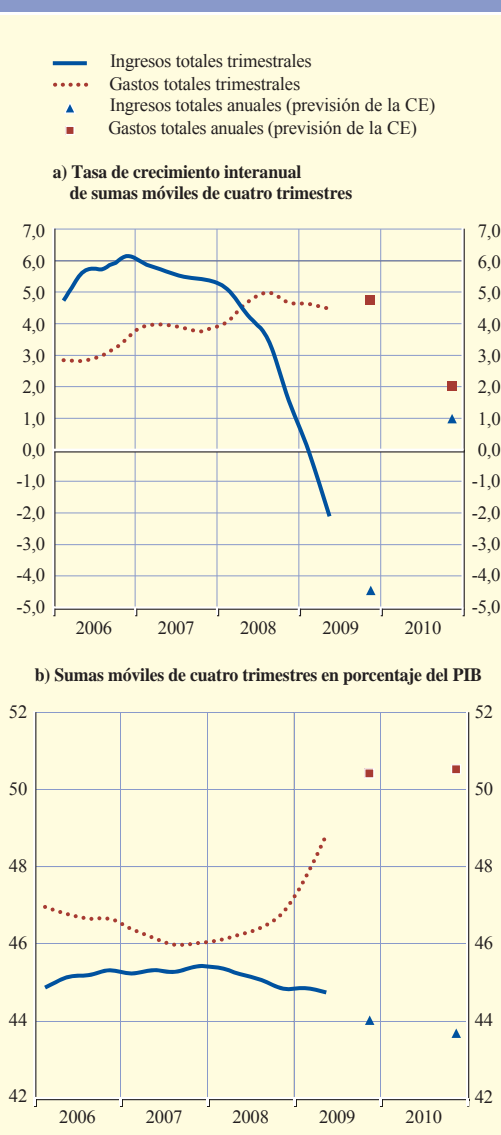
Gráfico 53 Determinantes de la evolución presupuestaria de la zona del euro

(en puntos porcentuales del PIB; tasas de variación)



Fuentes: Comisión Europea (previsiones económicas de otoño de 2009) y cálculos del BCE.

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



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

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

estimaciones que se presentan a continuación están sujetas a un grado elevado de incertidumbre.

Teniendo presente esta salvedad, tanto la actuación de los estabilizadores automáticos como la orientación fiscal expansiva adoptada en la zona del euro en su conjunto han tenido un notable impacto negativo sobre el saldo presupuestario, como puede verse, en el gráfico 53b, en el deterioro tanto del componente cíclico como del saldo ajustado de ciclo.

Más concretamente, la contracción de la actividad económica ha provocado una reducción de las bases impositivas y un aumento de las prestaciones sociales y de los pagos de transferencias. Además, la caída de los ingresos por encima del valor tasado de las elasticidades impositivas ha ejercido presiones al alza sobre los déficits. Por último, gran parte del deterioro de la situación refleja los recortes de impuestos aplicados en algunos países de la zona y una tasa de crecimiento del gasto estructural por encima de la del PIB tendencial. La Comisión estima que, en 2009, las medidas discrecionales ascenderán al 1,3% del PIB, como consecuencia, en parte, de los programas de estímulo fiscal adoptados de manera acorde con el Plan Europeo de Recuperación Económica.

Los datos trimestrales disponibles hasta el segundo trimestre de 2009 muestran un crecimiento bastante negativo de los ingresos, mientras que el gasto siguió aumentando con rapidez (véase gráfico 54a). En consecuencia, los ingresos en relación con el PIB disminuyeron, mientras que el gasto en relación con el PIB aumentó (véase gráfico 54b).

PERSPECTIVAS DE LAS FINANZAS PÚBLICAS EN 2010

De cara al futuro, se prevé que la brecha entre el crecimiento de los ingresos y el del gasto aumente hasta el final de 2009, y que se reduzca en 2010 (véase gráfico 54a).

Para 2010, la Comisión prevé que la ratio media de déficit de la zona del euro siga deteriorándose y sea de casi el 7% del PIB. Se espera que todos los países de la zona incumplan el valor de referencia del 3% del PIB en 2010, y que la ratio de deuda se incremente en casi 6 puntos porcentuales del PIB, hasta el 84%.

Este deterioro de la situación presupuestaria es resultado de una orientación fiscal moderadamente expansiva que, en parte, refleja las medidas fiscales discrecionales previstas en algunos países de la zona.

También se prevé que el gasto por intereses aumente en 2010. Dado que se espera que el crecimiento efectivo del PIB real retorne a valores próximos a su tasa potencial (véase gráfico 53a), los efectos de los estabilizadores automáticos serían insignificantes (véase gráfico 53b).

Los principales riesgos a la baja para las previsiones de saldo presupuestario están relacionados con la posibilidad de que la recuperación económica sea lenta, así como del posible fracaso de los Gobiernos en la aplicación de las medidas de saneamiento presupuestario necesarias en 2010.

Es posible que se produzcan presiones adicionales sobre la sostenibilidad a largo plazo de las finanzas públicas, debido, por ejemplo, a un período prolongado de crecimiento potencial más reducido, del aumento de los costes relacionados con las operaciones de rescate bancario y del fracaso en la reversión de las medidas temporales de estímulo.

CONSIDERACIONES RELATIVAS A LA POLÍTICA FISCAL

La senda actual de las políticas fiscales no es sostenible. Las presiones sobre la sostenibilidad presupuestaria procedentes del entorno financiero y económico actual resultan exacerbadas por la carga fiscal prevista como consecuencia del envejecimiento de la población. Estas presiones están relacionadas, en particular, con el aumento del gasto público en sistemas de pensiones de reparto y atención sanitaria en un contexto de ralentización del crecimiento potencial (véase recuadro 8).

Es imprescindible que los responsables políticos garanticen el mantenimiento de la confianza de la opinión pública en la sostenibilidad de las finanzas públicas. Ahora que el contexto financiero y económico general parece haberse estabilizado, el principal reto que debe afrontar la política fiscal es definir estrategias de ajuste fiscal (o «estrategias de salida») adecuadas y creíbles basadas en supuestos de crecimiento realistas. En cada país, esto exigirá el establecimiento de objetivos ambiciosos de ajuste fiscal para asegurar una corrección rápida de los desequilibrios presupuestarios. Estos objetivos deben respaldarse en medidas concretas de ajuste que conduzcan a una reducción sostenida de los déficits y consigan que las ratios de deuda tomen una senda descendente. En muchos países es necesario que el proceso de saneamiento comience en 2010, mientras que todos ellos deberían adoptar medidas correctivas en 2011.

Es necesario que las medidas de saneamiento se centren principalmente en el gasto. Como se ha señalado anteriormente, la crisis ha provocado un fuerte aumento del gasto público primario (esto es, excluidos intereses) en relación con el PIB. Esto refleja sólo en parte las medidas discrecionales temporales de gasto aplicadas en respuesta a la desaceleración económica. Gran parte de este incremento se debe a la naturaleza inelástica de la reacción de los planes de gasto a una producción muy inferior a lo esperado. De cara al futuro, las tendencias de gasto deberán ajustarse a los cambios que se han producido en el contexto económico, ya que los planes de gasto anteriores ya no son económicamente viables. En cambio, dado el entorno de impuestos elevados en la mayor parte de los países de la zona, el incremento de los tipos impositivos conlleva el riesgo de inducir distorsiones e impedir la necesaria recuperación del crecimiento económico potencial.

La aplicación coherente de las disposiciones del marco de supervisión presupuestaria de la UE, principalmente de las medidas correctivas del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, es una condición esencial para mantener la confianza de la opinión pública en la solidez de las políticas actuales. El marco fiscal de la UE es una piedra angular de la política económica en la UEM. Cualquier percepción de que la letra y el espíritu del marco están siendo menoscabados por una aplicación laxa de las normas conlleva el riesgo de reducir la confianza del público en las instituciones fiscales de la zona del euro, y esto incluye cualquier percepción de problemas en cuanto a la fiabilidad y la integridad de las estadísticas de finanzas públicas.

Aunque la situación en los mercados financieros de emisión de deuda soberana ha sido relativamente positiva en los últimos meses, no puede darse por sentado que vaya a continuar así. La necesidad de endeudamiento de los Gobiernos es muy elevada y conlleva el riesgo de desencadenar cambios rápidos en el clima de los mercados. Esto podría suceder, en particular, si la percepción de los participantes en el mercado fuera que las políticas no están consiguiendo abordar los retos para la sostenibilidad presupuestaria. Más allá de las implicaciones para los tipos de interés a medio y a largo plazo y para los costes de endeudamiento de los Gobiernos, esto frenaría la inversión privada y, en consecuencia, debilitaría las bases para retornar a un crecimiento sostenido.

Recuadro 8

EL INFORME DE SOSTENIBILIDAD 2009 DE LA COMISIÓN EUROPEA

La Comisión Europea publicó el Informe de Sostenibilidad 2009, en el que se evalúa la sostenibilidad de las finanzas públicas en la UE-27 en el período 2008-2060, en octubre¹. Este informe actualiza el primer Informe de Sostenibilidad de la Comisión publicado en 2006². Su evaluación de los riesgos para la sostenibilidad se basa en una amplia variedad de indicadores que incluyen, entre otros, brechas de sostenibilidad y ratios de deuda pública. Los cálculos respectivos se basan en las nuevas proyecciones a largo plazo del gasto público relacionado con el envejecimiento de la población³ publicadas en abril de este año, así como en las previsiones económicas de la Comisión de la primavera de 2009. En este recuadro se presenta un resumen de la metodología utilizada en la evaluación de los riesgos para la sostenibilidad y los principales resultados del informe.

Metodología para medir los riesgos para la sostenibilidad

El enfoque adoptado por la Comisión para evaluar los riesgos para la sostenibilidad presupuestaria combina un análisis cuantitativo de la situación de las finanzas públicas con evaluaciones cualitativas de fuentes adicionales de posibles presiones fiscales. El análisis cuantitativo se realiza a partir de la restricción presupuestaria intertemporal de los Gobiernos, es decir, de la idea de que la deuda pública actual y futura deberá amortizarse con superávits presupuestarios futuros⁴. El análisis de la Comisión da como resultado el indicador S2, que mide la magnitud del ajuste fiscal (es decir, el aumento de los ingresos tributarios o la reducción del gasto público) necesario para alcanzar una situación presupuestaria sostenible. Este indicador captura, en particular, dos fuentes de posibles déficits en la restricción presupuestaria intertemporal: i) la brecha entre el saldo presupuestario actual y el saldo presupuestario necesario para estabilizar la ratio deuda pública/PIB, y ii) la brecha adicional relacionada con los aumentos previstos del gasto público asociado al envejecimiento de la población hasta 2060⁵. El enfoque de la Comisión se basa en los saldos primarios, es decir, excluido el gasto por intereses, y tiene en cuenta el impacto del ciclo económico utilizando saldos primarios estructurales (es decir, ajustados de ciclo).

1 Véase «Informe de Sostenibilidad 2009», *European Economy* 9/2009, Comisión Europea, Bruselas, 2009.

2 Véase el recuadro titulado «Sostenibilidad fiscal a largo plazo en la zona del euro», en el Boletín Mensual de diciembre de 2006.

3 Véase el recuadro titulado «Informe de 2009 sobre el envejecimiento: proyecciones actualizadas sobre el gasto público relacionado con el envejecimiento de la población», en el Boletín Mensual de junio de 2009. Las previsiones del gasto relacionado con el envejecimiento de la población incluyen pensiones, asistencia sanitaria, cuidados de larga duración, prestaciones por desempleo y educación.

4 Para más detalles sobre la evaluación de la sostenibilidad, véase N. Giannarioli, C. Nickel, P. Rother y J.-P. Vidal, «Assessing fiscal soundness: theory and practice», *Occasional Paper Series*, n.º 56, BCE, Fráncfort del Meno, 2007.

5 Para una descripción de los modelos utilizados en las previsiones sobre pensiones, véase Comité de Política Económica y la Dirección General de Asuntos Económicos y Financieros, «Pension schemes and pension projections for the EU27 Member States – 2008-2060», volumen 1, *Occasional Paper Series*, n.º 56, Comisión Europea, Bruselas, 2009.

El hecho de que el cálculo de los indicadores de sostenibilidad para 2009 se base en las estimaciones de primavera de los saldos primarios estructurales hace que los resultados estén sujetos a cierta incertidumbre. Como consecuencia de la crisis financiera y de la contracción económica, la incertidumbre en torno al nivel y a la tasa de crecimiento del producto potencial (y, por tanto, en torno a los saldos presupuestarios estructurales) es especialmente elevada en la actualidad. El hecho de que el horizonte de proyección sea muy largo acrecienta la incertidumbre que rodea a la evaluación.

El informe también considera factores cualitativos en la evaluación global de los riesgos para la sostenibilidad de las finanzas públicas en la UE-27, entre los que se incluyen la variación prevista del saldo primario estructural de 2008 a 2010, el nivel de la ratio de deuda pública en 2009 y la ratio impuestos/PIB, así como la ratio de prestaciones sociales. La ratio de impuestos recoge el hecho de que los países con una ratio ya elevada pueden afrontar restricciones a la hora de mejorar la sostenibilidad de las finanzas públicas, ya que su capacidad para seguir elevando los tipos impositivos puede verse limitada por motivos políticos. Se supone que la magnitud de la ratio de prestaciones sociales captura el hecho de que en los países con una ratio de prestaciones sociales reducida (en comparación con las rentas medias de la economía) pueden surgir limitaciones en la reforma de sus sistemas sociales como consecuencia de nuevas caídas de los niveles de la prestación.

Aumento considerable de los riesgos para la sostenibilidad de las finanzas públicas en la zona del euro

Los resultados de la agrupación de los países de la zona del euro por categorías de riesgo muestran que la mitad de los 16 países de la zona se consideran países con un nivel de riesgo alto para la sostenibilidad, concretamente Irlanda, Grecia, España, Chipre, Malta, Países Bajos, Eslovenia y Eslovaquia (véase cuadro). Se considera que Bélgica, Alemania, Francia, Italia, Luxemburgo, Austria y Portugal se encuentran en la categoría de riesgo medio, y Finlandia es el único país de la zona del euro en la de riesgo bajo. En comparación con el Informe de Sostenibilidad de 2006, Irlanda, España, Malta, Países Bajos, Austria y Eslovaquia se han agrupado en una categoría de riesgo mayor, principalmente como consecuencia del deterioro de su situación presupuestaria actual.

Como se indica en el cuadro, los factores cuantitativos subyacentes determinantes de las brechas de sostenibilidad identificadas, es decir, las brechas resultantes de la situación presupuestaria inicial y del aumento previsto de los costes derivados del envejecimiento de la población, presentan diferencias considerables en los distintos países de la zona del euro. El cuadro también muestra que para estabilizar la ratio de deuda, es posible que sea necesario un ajuste importante del saldo primario estructural actual, que ascendería a más de 8 puntos porcentuales del PIB. Por otro lado, el ajuste del saldo primario estructural necesario para abordar el aumento previsto del gasto relacionado con el envejecimiento de la población puede situarse en casi 13 puntos porcentuales del PIB.

Necesidad acuciante de reformas estructurales y de saneamiento de las finanzas públicas

El informe proporciona una evaluación esencial y equilibrada de los riesgos para la sostenibilidad en la UE-27, que se consideran tan importantes que, de conformidad con el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, «la sostenibilidad de la deuda deberá desempeñar un papel prominente y explícito en los procedimientos de supervisión». Aunque los resultados están sujetos a un grado elevado de incertidumbre y no tienen en cuenta las medidas de saneamiento previstas, proporcionan evidencia del rápido aumen-

Evaluación global de los riesgos para la sostenibilidad y principales factores subyacentes considerados

| | Indicador de la brecha de sostenibilidad (S2) | | | | Indicadores cualitativos seleccionados para evaluar fuentes adicionales de presiones fiscales | Evaluación global del riesgo para la sostenibilidad | |
|--------------|---|---|--------------------------|---|---|---|----------------------|
| | Ajuste necesario del saldo primario estructural para: | | Total (3) = (1) + (2) | Evaluación general del riesgo según el indicador S2 | | 2009 | Pro memoria: 2006 |
| | estabilizar la ratio de deuda a partir de la situación presupuestaria inicial | afrontar la variación a largo plazo del saldo primario por envejecimiento de la población | | | | | |
| | (1) | (2) | (3) | | | | |
| Bélgica | 0,6 | 4,8 | 5,3 | medio | ratio de impuestos (-) | medio | <i>medio</i> |
| Alemania | 0,9 | 3,3 | 4,2 | medio | variación del saldo primario estructural (-) | medio | <i>medio</i> |
| Irlanda | 8,3 | 6,7 | 15,0 | alto | variación del saldo primario estructural (-) | alto | <i>medio</i> |
| Grecia | 2,6 | 11,5 | 14,1 | alto | | alto | <i>alto</i> |
| España | 6,1 | 5,7 | 11,8 | alto | variación del saldo primario estructural (-) | alto | <i>medio</i> |
| Francia | 3,8 | 1,8 | 5,6 | medio | | medio | <i>medio</i> |
| Italia | -0,1 | 1,5 | 1,4 | bajo | ratio de deuda muy elevada (-) | medio | <i>medio</i> |
| Chipre | 0,5 | 8,3 | 8,8 | alto | variación del saldo primario estructural (-) | alto | <i>alto</i> |
| Luxemburgo | -0,4 | 12,9 | 12,5 | alto | ratio de deuda muy reducida (+) | medio | <i>medio</i> |
| Malta | 1,4 | 5,7 | 7,0 | alto | | alto | <i>medio</i> |
| Países Bajos | 1,9 | 5,0 | 6,9 | alto | variación del saldo primario estructural (-) | alto | <i>bajo</i> |
| Austria | 1,6 | 3,1 | 4,7 | medio | ratio de prest. sociales (-) | medio | <i>bajo</i> |
| Portugal | 3,7 | 1,9 | 5,5 | medio | ratio de prest. sociales (-) | medio | <i>alto</i> |
| Eslovenia | 3,9 | 8,3 | 12,2 | alto | variación del saldo primario estructural (-) | alto | <i>alto</i> |
| Eslovaquia | 4,5 | 2,9 | 7,4 | alto | | alto | <i>medio</i> |
| Finlandia | -0,5 | 4,5 | 4,0 | medio | ratio de deuda reducida (+), variación del saldo primario estructural (-) | bajo | <i>bajo</i> |

Fuente: Comisión Europea.

Notas: Por lo que respecta a los indicadores cualitativos, la variación del saldo primario estructural se refiere al periodo 2008-2010. La lista de indicadores cualitativos analizada en el cuadro no es exhaustiva; la evaluación de la ratio de deuda en 2009 únicamente se incluye si contribuye a explicar las diferencias en la evaluación de los riesgos con arreglo al indicador S2 y la evaluación global de los riesgos para la sostenibilidad. El factor (-) tiende a aumentar el riesgo para la sostenibilidad presupuestaria a largo plazo, mientras que el factor (+) tiende a reducirlo.

to de los riesgos para la sostenibilidad de las finanzas públicas. En particular, como consecuencia de la crisis financiera y de la contracción económica, la situación de partida ya ha empeorado notablemente en todos los países. La evaluación no toma explícitamente en consideración el aumento de los pasivos contingentes de los países asociado a la estabilización del sistema bancario durante la actual crisis, lo que significa que es posible que infravalore la magnitud de los riesgos para la sostenibilidad.

En noviembre, el Consejo ECOFIN publicó sus conclusiones sobre el Informe de Sostenibilidad 2009. Reconociendo «la incertidumbre mayor de lo habitual» en torno a las situaciones presupuestarias estructurales y las previsiones presupuestarias a largo plazo, concluyó que el deterioro de las

finanzas públicas relacionado con la crisis «incrementaba sustancialmente los retos para la sostenibilidad». En consecuencia, el Consejo instó a que estos retos se aborden mediante una aplicación rigurosa de la estrategia triple acordada en el Consejo Europeo de Estocolmo de 2001, consistente en: (i) reducción del déficit y de la deuda; (ii) aumento de las tasas de empleo, y (iii) reforma de los sistemas de protección social.

Las conclusiones del Informe de Sostenibilidad deben considerarse una llamada de atención sobre la complejidad de los retos para la sostenibilidad presupuestaria, y ponen de relieve la urgente necesidad de elaborar y comunicar estrategias de salida y de saneamiento presupuestario ambiciosas para retornar a una situación presupuestaria saneada.

6 PROYECCIONES MACROECONÓMICAS ELABORADAS POR LOS EXPERTOS DEL EUROSISTEMA PARA LA ZONA DEL EURO

A partir de los datos disponibles hasta el 20 de noviembre de 2009, los expertos del Eurosistema han elaborado una serie de proyecciones sobre la evolución macroeconómica de la zona del euro¹. Como reflejo de las perspectivas de una recuperación mundial lenta, se proyecta que el crecimiento medio anual del PIB real se sitúe entre el -4,1% y el -3,9% en 2009, y se incremente hasta situarse entre el 0,1% y el 1,5% en 2010, y entre el 0,2% y el 2,2% en 2011. La inflación continuará siendo moderada durante el horizonte temporal contemplado, debido a la infrautilización de la capacidad productiva en la zona del euro. Se espera que la tasa media de variación del Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) se sitúe en torno al 0,3% en 2009, y que aumente hasta situarse en un intervalo entre el 0,9% y el 1,7% en 2010, y entre el 0,8% y el 2,0% en 2011.

¹ Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema han sido preparadas conjuntamente por los expertos del BCE y de los bancos centrales nacionales de la zona del euro y constituyen una aportación semestral a la valoración que el Consejo de Gobierno realiza sobre la evolución económica y sobre los riesgos para la estabilidad de precios. En la publicación titulada «A guide to Eurosystem staff macroeconomic projections exercises» (BCE, junio del 2001), disponible en la dirección del BCE en Internet, se facilita más información sobre los procedimientos y técnicas utilizados. Con objeto de expresar el grado de incertidumbre que rodea las proyecciones, se presentan, para cada variable, intervalos basados en las diferencias entre las cifras observadas y las proyecciones elaboradas en los últimos años. La amplitud de estos intervalos es dos veces el valor absoluto medio de dichas diferencias. La técnica utilizada, que prevé una corrección para tener en cuenta acontecimientos excepcionales, se explica en la publicación titulada «New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges» (BCE, diciembre de 2009) que también puede consultarse en la dirección del BCE en Internet.

Recuadro 9

SUPUESTOS TÉCNICOS RELATIVOS A LOS TIPOS DE INTERÉS, LOS TIPOS DE CAMBIO, LOS PRECIOS DE LAS MATERIAS PRIMAS Y LAS POLÍTICAS FISCALES

Los supuestos técnicos relativos a los tipos de interés y a los precios de las materias primas energéticas y no energéticas se basan en las expectativas de los mercados consideradas hasta el 12 de noviembre de 2009¹. El supuesto sobre los tipos de interés a corto plazo posee un carácter puramente técnico. Los tipos de interés a corto plazo se miden por el EURIBOR a tres meses y las expectativas de los mercados se basan en los tipos de interés de los futuros. Esta metodología proporciona un nivel general medio de los tipos de interés a corto plazo del 1,2% tanto en 2009 como en 2010. Conforme a los supuestos, a partir de esa fecha se incrementarán hasta el 2,4% en 2011. Las expectativas de los mercados referidas al rendimiento nominal de la deuda pública a diez años de la zona del euro implican un nivel medio del 4,0% en 2009 aumentando ligeramente hasta el 4,1% en 2010 y hasta el 4,6% en 2011. El escenario de referencia de las proyecciones tiene en cuenta la reciente mejora de las condiciones de financiación y estima que, durante el período abarcado por las proyecciones, los diferenciales de los préstamos bancarios a corto plazo respecto de los tipos de interés anteriormente mencionados se reducirán ligeramente. Del mismo modo, se considera que las condiciones crediticias se suavizarán de forma gradual durante el período contemplado. En cuanto a las materias primas, sobre la base de la trayectoria implícita en los mercados de futuros en las dos semanas previas a la fecha de cierre de los datos, se estima que los precios del petróleo se situarán, en promedio, en 62,2 dólares estadounidenses por barril en 2009, en 81,4 en 2010 y en 85,9 en 2011. Según las estimaciones, los precios de las materias primas no energéticas, en dólares estadounidenses, han disminuido de forma significativa en un 22,3% en 2009 y se incrementarán en un 24,7% en 2010, y registrarán un aumento más moderado del 4,0% en 2011.

Se parte del supuesto de que durante el horizonte abarcado por las proyecciones, los tipos de cambio bilaterales permanecerán estables en los niveles medios registrados en las dos semanas previas a la

¹ Los supuestos relativos a los precios del petróleo y de los alimentos se basan en los precios de los futuros hasta el final de 2011. Los supuestos referidos a otras materias primas reflejan los precios de los futuros hasta el final de 2010 y, a partir de entonces, una evolución acorde con la actividad económica mundial.

fecha de cierre de los datos, lo que implica que el tipo de cambio entre el euro y el dólar estadounidense se situará en 1,39 en 2009, y en 1,49 en 2010 y 2011, y que el tipo de cambio efectivo del euro se apreciará un 0,8% en 2009 y un 2,2% adicional en 2010.

Los supuestos relativos a la política fiscal se basan en los planes presupuestarios nacionales de cada uno de los países pertenecientes a la zona del euro a fecha de 20 de noviembre de 2009, e incluyen todas las medidas que ya han sido aprobadas por los Parlamentos o que han sido concretadas por los Gobiernos y probablemente se aprueben tras su tramitación legislativa.

ENTORNO INTERNACIONAL

Las perspectivas de la economía mundial continúan mostrando signos de mejora, y en el segundo trimestre de 2009, se ha alcanzado un punto de inflexión que apunta hacia una recuperación. Se espera que a corto plazo la recuperación sea desigual, ya que está obedeciendo, principalmente, a los efectos de los estímulos monetarios y fiscales, al repunte del comercio y al ciclo de existencias. Aunque algunos factores sólo tienen una incidencia transitoria, es previsible que la mejora gradual de las condiciones de financiación proporcione un apoyo más duradero a la recuperación mundial proyectada. En conjunto, el crecimiento de la economía mundial se mantendría por debajo de tendencias anteriores durante todo el horizonte temporal proyectado, dado que las economías avanzadas, en particular, experimentan una recuperación débil, ya que siguen viéndose afectadas por la crisis. El crecimiento del PIB real mundial fuera de la zona del euro estimado se ha reducido en promedio un 0,6% en 2009, aunque se incrementaría un 3,5% en 2010 y un 3,9% en 2011. Se estima que el crecimiento de los mercados de exportación de la zona del euro ha registrado una caída aún mayor, hasta el -12,2%, en 2009, y previsiblemente se recuperará hasta el 4,2% en 2010 y el 4,7% en 2011.

PROYECCIONES REFERENTES AL CRECIMIENTO DEL PIB REAL

El crecimiento del PIB real de la zona del euro volvió a cifras positivas en el tercer trimestre de 2009 registrándose, por primera vez desde el primer trimestre de 2008, un incremento del PIB real. La evidencia disponible sugiere que una serie de factores, como los planes de estímulo fiscal, el ciclo de existencias y la aceleración del comercio, podrían haber impulsado el crecimiento. Se espera que una vez que esos factores en parte transitorios reviertan a principios de 2010, el crecimiento del PIB se modere de nuevo. Se considera que durante todo el horizonte que abarcan las proyecciones hasta 2011, la actividad se verá gradualmente respaldada por las exportaciones y por la intensificación de la demanda interna. Los efectos retardados de las medidas de política monetaria y los importantes esfuerzos por reestablecer el funcionamiento del sistema financiero apoyan la recuperación en el horizonte temporal contemplado. Sin embargo, es previsible que la evolución del crecimiento se mantenga más moderada que antes de la recesión, debido a la necesidad de saneamiento de los balances en varios sectores y al hecho de que el deterioro de las perspectivas de los mercados de trabajo debilita el consumo. En tasas anuales, tras haber registrado un aumento del 0,5% en 2008, se proyecta que el crecimiento del PIB real se sitúe entre el -4,1% y el -3,9% en 2009, y repunte hasta un intervalo entre el 0,1% y el 1,5% en 2010, y entre el 0,2% y el 2,2% en 2011.

Más concretamente, entre los componentes internos del PIB, la inversión total descenderá previsiblemente hasta principios de 2011, si bien a un ritmo más lento. Se proyecta que la inversión privada no residencial se vea condicionada por la reducida utilización de la capacidad productiva, por la debilidad de la demanda, por el elevado grado de incertidumbre y por la moderación de los beneficios. La inversión residencial se moderaría como consecuencia de los ajustes de los mercados de la vivienda que se están produciendo en algunos países. En consonancia con las medidas fiscales anunciadas en varios países de la zona del euro, conforme a los supuestos, la inversión pública en términos reales se incrementará considerablemente en 2009 y 2010, y disminuirá el siguiente año.

Cuadro 10 Proyecciones macroeconómicas para la zona del euro(tasas medias de variación anuales) ^{1), 2)}

| | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|------------------------------------|------|---------------|-------------|-------------|
| IAPC | 3,3 | 0,3 - 0,3 | 0,9 - 1,7 | 0,8 - 2,0 |
| PIB real | 0,5 | -4,1 - -3,9 | 0,1 - 1,5 | 0,2 - 2,2 |
| Consumo privado | 0,4 | -1,2 - -1,0 | -0,2 - 0,8 | 0,2 - 1,8 |
| Consumo público | 2,0 | 2,2 - 3,0 | 0,5 - 1,7 | 0,4 - 1,8 |
| Formación bruta de capital fijo | -0,6 | -11,3 - -10,5 | -3,1 - -0,1 | -1,7 - -2,3 |
| Exportaciones (bienes y servicios) | 0,8 | -14,5 - -12,5 | 0,6 - 5,6 | 0,7 - 6,5 |
| Importaciones (bienes y servicios) | 0,9 | -12,6 - -11,0 | 0,4 - 4,6 | 0,8 - 5,4 |

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

2) Las cifras incluyen a Eslovaquia desde el 2008, excepto las relativas al IAPC, que sólo incluyen a dicho país desde el 2009. Las tasas medias de variación anuales para el 2009 se basan en una composición de la zona del euro que incluye a Eslovaquia ya en el 2008.

Asimismo, se espera una moderación del crecimiento del consumo privado. La renta real del trabajo se reduciría durante la mayor parte del horizonte de proyección, aunque se espera que la moderación de las subidas salariales, la baja inflación y las transferencias públicas respalden la renta real. Adicionalmente, el incremento del ahorro por motivo de precaución observado durante 2009, —en un contexto de incertidumbre económica, aumento del desempleo y moderación de los precios de la vivienda—, disminuiría sólo parcialmente durante el horizonte que abarcan las proyecciones.

Tras los acusados descensos registrados a principios de año, las exportaciones de la zona del euro comenzaron a repuntar a mediados de 2009. La recuperación gradual de las exportaciones proyectada está avalada por el crecimiento de la demanda externa, aunque se estima que la competitividad en términos de precios afectará en cierta medida a las exportaciones. Las importaciones de la zona del euro han disminuido considerablemente durante 2009, pero se proyecta que se recuperen en los próximos dos años, cuando la demanda final se recupere. Dado que conforme a las proyecciones el deterioro de las exportaciones es incluso mayor que el de las importaciones en 2009, la demanda exterior neta contribuye de forma significativa a la reducción del PIB en 2009, mientras que se espera que a partir de 2010 su contribución sea ligeramente positiva.

Como reflejo del ajuste retardado de la acusada caída del producto registrada hasta mediados de 2009 y de la debilidad de la actividad económica proyectada, se espera que las horas trabajadas en la zona del euro disminuyan hasta 2011. Aunque en principio se proyecta que el ajuste correspondiente se produzca principalmente a través de una reducción de horas por trabajador, cabe esperar que afecte cada vez más al número de personas empleadas. Asimismo, la rigidez de los salarios a la baja moderaría la demanda de empleo en un contexto de acusada desaceleración de la actividad. Como reflejo de la caída del empleo, la tasa de paro aumentaría durante el horizonte de proyección considerado.

Se espera que la crisis modere el crecimiento potencial durante el período temporal proyectado. La caída del crecimiento potencial refleja el inevitable incremento del desempleo estructural, la disminución de las tasas de actividad y el fuerte descenso de la inversión, que incidirán sobre el stock de capital. El alcance de estos efectos, no obstante, es muy incierto y las proyecciones relativas al crecimiento potencial, y por lo tanto a la brecha del producto, están sujetas a un grado de incertidumbre aún mayor de lo habitual. Pese a ello, se espera que la brecha del producto estimada se mantenga significativamente negativa durante el horizonte proyectado².

2 Véase el recuadro titulado «Estimaciones del producto potencial de la zona del euro» en el Boletín Mensual de julio de 2009.

Cuadro II Comparación con las proyecciones de septiembre de 2009

(tasas medias de variación anuales)

| | 2009 | 2010 |
|----------------------------|-------------|------------|
| PIB real - Septiembre 2009 | -4,4 - -3,8 | -0,5 - 0,9 |
| PIB real - Diciembre 2009 | -4,1 - -3,9 | 0,1 - 1,5 |
| IAPC - Septiembre 2009 | 0,2 - 0,6 | 0,8 - 1,6 |
| IAPC - Diciembre 2009 | 0,3 - 0,3 | 0,9 - 1,7 |

PROYECCIONES SOBRE PRECIOS Y COSTES

Tras situarse en un reducido nivel de $-0,4\%$ en el tercer trimestre de 2009, se espera que la inflación interanual medida por el IAPC retorne a valores positivos en el cuarto trimestre de 2009. Esta evolución se debe principalmente a los efectos de base derivados de descensos pasados de los precios de las materias primas. A partir de entonces, la inflación continuaría siendo moderada, debido a la infrautilización de la capacidad productiva en la zona del euro. Se estima que la tasa media de variación anual de la inflación se situará en torno al $0,3\%$ en 2009, y que se incrementará hasta situarse en un intervalo comprendido entre el $0,9\%$ y el $1,7\%$ en 2010, y entre el $0,8\%$ y el $2,0\%$ en 2011. La tasa media de variación anual medida por el IAPC, excluida la energía, seguirá previsiblemente una trayectoria descendente hasta 2010, reflejando la debilidad de la demanda agregada, y se mantendrá en niveles moderados en 2011.

Más concretamente, la disminución de las presiones externas sobre los precios observada durante 2009, revertiría a corto plazo, como reflejo principalmente de la trayectoria esperada de los precios de las materias primas, así como del repunte de los precios de los competidores. Por lo que se refiere a las presiones internas sobre los precios, las presiones salariales han registrado una reducción considerable durante 2009, dado el deterioro de los mercados de trabajo y la caída de la inflación. De cara al futuro, se proyecta que el crecimiento salarial siga siendo moderado. Sin embargo, el crecimiento anual de los costes laborales unitarios ha sido muy pronunciado en 2009, debido en gran medida al detrimento de la productividad y al hecho de que la reacción de los salarios ha sido lenta ante la caída de la actividad económica. De cara al futuro, considerando que la productividad debería recuperarse con la mejora del ciclo, se proyecta que los costes laborales unitarios se reduzcan en 2010 y repunten sólo moderadamente en 2011. Aunque los márgenes de beneficio han absorbido en gran medida el acusado aumento de los costes laborales unitarios registrado en 2009, se espera que vuelvan a incrementarse nuevamente a lo largo del período considerado, cuando la actividad se recupere de forma gradual, a medida que las empresas traten de compensar parte de la reducción ya registrada.

COMPARACIÓN CON LAS PROYECCIONES DE SEPTIEMBRE DE 2009

Por lo que respecta al crecimiento del PIB real, los intervalos proyectados para 2009 se han estrechado ligeramente en comparación con los publicados en el Boletín Mensual de septiembre de 2009. El intervalo correspondiente a 2010 se ha revisado al alza, como reflejo en parte del resultado de las revisiones realizadas para el final de 2009.

Con relación a la inflación medida por el IAPC, el intervalo correspondiente a 2009 se encuadra dentro del publicado en septiembre de 2009, mientras que el proyectado para 2010 resulta ligeramente superior.

Recuadro 10

PREVISIONES DE OTRAS INSTITUCIONES

Diversas instituciones, tanto organismos privados como organizaciones internacionales, han publicado una serie de previsiones para la zona del euro. No obstante, cabe observar que estas previsiones no son estrictamente comparables entre sí ni con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema, ya que las fechas de cierre de los últimos datos utilizados por cada una de ellas no coinciden. Por otro lado, difieren en cuanto a los métodos empleados (no especificados en detalle) para derivar los supuestos relativos a las variables fiscales y financieras y al entorno exterior, incluidos los precios del petróleo y de las materias primas. Finalmente, las previsiones presentan diferencias en cuanto al método de ajuste por días laborables (véase cuadro).

Las previsiones realizadas por otras instituciones de que se dispone actualmente señalan que el PIB real de la zona del euro se reducirá previsiblemente entre un 3,8% y un 4,2% en 2009. Se espera que a partir de esa fecha sea positivo, situándose en un intervalo entre el 0,3% y el 1,2% en 2010, y entre el 1,3% y el 1,7% en 2011. Todas estas previsiones concuerdan en general con los intervalos estimados en las proyecciones de los expertos del Eurosistema.

Por lo que se refiere a la inflación, las previsiones realizadas por otras instituciones de que se dispone estiman que la tasa de inflación anual medida por el IAPC se situará entre el 0,2% y el 0,3% en 2009, entre el 0,8% y el 1,2% en 2010, y entre el 0,7% y el 1,6% en 2011. Estas previsiones concuerdan en general con los intervalos estimados en las proyecciones de los expertos del Eurosistema.

Comparación entre previsiones de crecimiento del PIB real y de la inflación medida por el IAPC de la zona del euro

(tasas medias de variación anuales)

| | Fecha de publicación | Crecimiento del PIB | | | Inflación medida por el IAPC | | |
|--|----------------------|---------------------|-----------|-----------|------------------------------|-----------|-----------|
| | | 2009 | 2010 | 2011 | 2009 | 2010 | 2011 |
| FMI | Octubre 2009 | -4,2 | 0,3 | 1,3 | 0,3 | 0,8 | 0,8 |
| Encuesta a expertos en previsión económicas | Octubre 2009 | -3,9 | 1,0 | 1,6 | 0,3 | 1,2 | 1,6 |
| Comisión Europea | Noviembre 2009 | -4,0 | 0,7 | 1,5 | 0,3 | 1,1 | 1,5 |
| Consensus Economics Forecasts | Noviembre 2009 | -3,8 | 1,2 | 1,5 | 0,3 | 1,1 | 1,5 |
| OCDE | Noviembre 2009 | -4,0 | 0,9 | 1,7 | 0,2 | 0,9 | 0,7 |
| Proyecciones de los expertos del Eurosistema | Diciembre 2009 | -4,1 - -3,9 | 0,1 - 1,5 | 0,2 - 2,2 | 0,3 - 0,3 | 0,9 - 1,7 | 0,8 - 2,0 |

Fuentes: Previsiones económicas de otoño de 2009 de la Comisión Europea; Perspectivas de la Economía Mundial del FMI de octubre de 2009; Preliminary Economic Outlook de noviembre de 2009; Consensus Economics Forecasts y encuesta del BCE a expertos en previsión económica. Nota: las tasas de crecimiento anuales que figuran en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema y en las previsiones de la OCDE están ajustadas por días laborables, mientras que las tasas de crecimiento anuales que aparecen en las previsiones de la Comisión Europea y del FMI no lo están. Las demás previsiones no especifican si los datos están ajustados por días laborables.

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

7.1 TIPOS DE CAMBIO

La mayor normalización de la situación de los mercados financieros parece haber contribuido a la apreciación del euro en términos efectivos nominales en los tres últimos meses. La apreciación refleja, básicamente, un fortalecimiento del euro frente al dólar estadounidense, la libra esterlina y las principales monedas asiáticas vinculadas al dólar. Durante el mismo período, las volatilidades implícitas de algunos de los principales tipos de cambio frenaron su caída y, en algunos casos, incluso aumentaron, especialmente en los vencimientos a más largo plazo.

TIPO DE CAMBIO EFECTIVO DEL EURO

Desde marzo de 2009, la situación en los mercados financieros mundiales ha ido volviendo gradualmente a la normalidad, como lo demuestran los descensos generalizados de los diferenciales y las volatilidades implícitas. Esta normalización parece haber dado lugar a una reversión de los flujos financieros asociados a la crisis hacia el dólar estadounidense y, por consiguiente, podría haber contribuido a la fuerte apreciación del euro frente al dólar entre marzo y agosto de 2009. La apreciación del euro ha continuado en los tres últimos meses y, el 2 de diciembre de 2009, el tipo de cambio efectivo nominal de la moneda única —medido frente a las monedas de 21 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro— se situaba un 2,2% por encima del nivel observado a finales de agosto (véase gráfico 55). La apreciación registrada en los tres últimos meses ha venido determinada, fundamentalmente, por el fortalecimiento del euro frente al dólar estadounidense, la libra esterlina y las principales monedas asiáticas vinculadas al dólar (véase gráfico 55). Durante este período, parece haberse observado un renovado recurso a las estrategias de *carry*

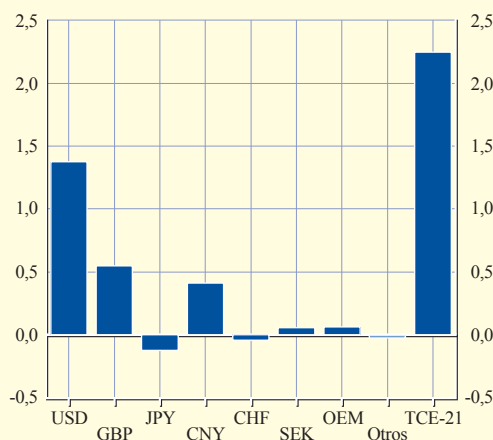
Gráfico 55 Tipo de cambio efectivo del euro (TCE-21) y sus componentes¹⁾

(datos diarios)

Índice: I 1999 = 100



Contribuciones a las variaciones del TCE-21²⁾
Del 31 de agosto al 2 de diciembre de 2009
(en puntos porcentuales)



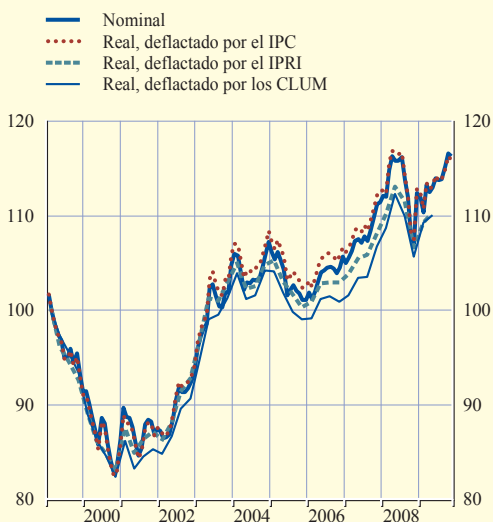
Fuente: BCE.

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

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

Gráfico 56 Tipos de cambio efectivos nominal y real del euro (TCE 21)¹⁾

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



Fuente: BCE.

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

trade, que normalmente se asocian a períodos de reducida volatilidad implícita a corto plazo. Sin embargo, más recientemente, las volatilidades implícitas de algunos de los principales tipos de cambio han frenado su caída y, en algunos casos, incluso han aumentado (véase gráfico 57), especialmente en los vencimientos a más largo plazo.

Por lo que respecta a los indicadores de competitividad internacional en términos de precios y costes de la zona del euro, en noviembre de 2009, el tipo de cambio efectivo real del euro, basado en los precios de consumo, se situó, en promedio, alrededor de un 2,1% por encima de la media de 2008 (véase gráfico 56).

DÓLAR ESTADOUNIDENSE/EURO

En los tres últimos meses, el euro ha seguido fortaleciéndose frente al dólar estadounidense (véase gráfico 57). Al mismo tiempo, las volatilidades implícitas del tipo de cambio entre el dólar y el euro en diferentes horizontes se han incrementado ligeramente. El 2 de diciembre de 2009, el euro cotizaba a 1,51 dólares estadounidenses, un 5,7% por encima del nivel observado a finales de agosto y un 2,6% por encima de la media de 2008.

Gráfico 57 Evolución de los tipos de cambio y volatilidades implícitas

(datos diarios)



Fuente: BCE.

Nota: La zona sombreada corresponde al período comprendido entre el 31 de agosto de 2009 y el 2 de diciembre de 2009.

YEN JAPONÉS/EURO

Al tiempo que los mercados financieros se han ido estabilizando desde marzo de 2009, el tipo de cambio entre el yen japonés y el euro también se ha estabilizado en cierta medida, fluctuando entre 125 y 238 yenes por euro. En los tres últimos meses, las fluctuaciones del tipo de cambio entre las dos monedas se han reducido aún más, mientras que las volatilidades implícitas en una amplia gama de vencimientos han registrado un ligero descenso, acercándose a media de largo plazo (véase gráfico 57). El 2 de diciembre, el euro cotizaba a 131,6 yenes, un 1,2% por debajo del nivel observado a finales de agosto y un 13,7% por debajo de la media de 2008.

MONEDAS DE LOS ESTADOS MIEMBROS DE LA UE

En los tres últimos meses, la mayoría de las monedas que participan en el MTC II se han mantenido estables 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 58). No obstante, el lats letón se depreció frente al euro en septiembre y, a partir de entonces, se mantuvo en un nivel cercano al límite de la zona débil de la banda de fluctuación de $\pm 1\%$ establecida unilateralmente.

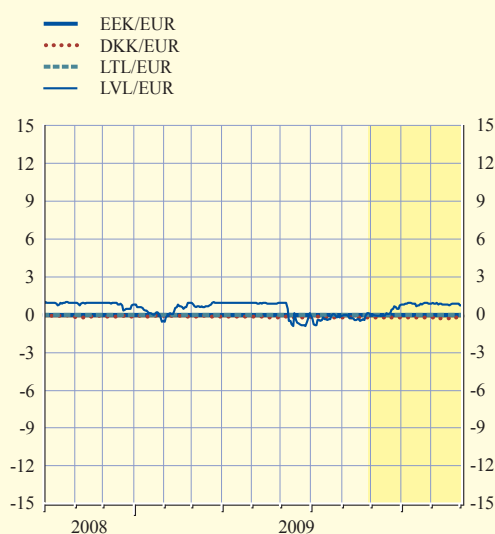
Por lo que respecta a las monedas de los Estados miembros de la UE que no participan en el MTC II, en los tres últimos meses el euro ha seguido apreciándose frente a la libra esterlina y, el 2 de diciembre, cotizaba a 0,90 libras por euro, es decir, un 2,6% por encima del nivel observado a finales de agosto y un 13,5% por encima de la media de 2008. Desde finales de agosto, la volatilidad implícita (a tres meses) del tipo de cambio entre la libra esterlina y el euro ha aumentado significativamente por encima de la media de largo plazo, aunque se mantiene por debajo de los máximos registrados recientemente (véase gráfico 57). Durante el mismo período, y tras un descenso casi ininterrumpido desde primeros de marzo, el euro se ha apreciado frente a la corona checa y se ha mantenido prácticamente estable frente al zloty polaco y el forint húngaro. El euro se ha apreciado también un 1,2% frente a la corona sueca.

OTRAS MONEDAS

Desde marzo de 2009, el tipo de cambio entre el franco suizo y el euro se ha estabilizado, fluctuando entre 1,50 y 1,54 francos suizos por euro, en un entorno caracterizado por intervenciones de las autoridades monetarias suizas en los mercados de divisas para contrarrestar una apreciación del franco. En los tres últimos meses, la volatilidad implícita para el horizonte de un año no ha experimentado prácticamente variaciones manteniéndose en un nivel próximo a la media de largo plazo, mientras que los índices correspondientes a plazos más cortos han vuelto a reducirse por debajo de las medias históricas. Como consecuencia de una modificación del régimen cambiario del renminbi chino, que pasó de un tipo de cambio fijo pero ajustable a un régimen de tipo de cambio fijo frente al dólar estadounidense en el verano de 2008, el tipo de

Gráfico 58 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 $\pm 15\%$.

cambio entre la moneda china y el euro ha seguido una evolución bastante paralela a la observada entre el dólar estadounidense y el euro. Como resultado, en los tres últimos meses, el euro se ha apreciado frente al renminbi chino un 5,7%.

7.2 BALANZA DE PAGOS

Tras el descenso registrado en los tres trimestres anteriores, las exportaciones de bienes y servicios de la zona del euro a países no pertenecientes a la zona comenzaron a repuntar en el tercer trimestre de 2009. Las importaciones de bienes y servicios también se estaban estabilizando, pero siguieron yendo a la zaga de las exportaciones. Todo ello contribuyó a una nueva reducción del déficit por cuenta corriente acumulado de doce meses en septiembre de 2009, hasta 91,6 mm de euros (1,0% del PIB), frente al déficit de 105,9 mm de euros contabilizado un año antes. En la cuenta financiera, la zona del euro registró entradas netas de acciones y participaciones y ligeras salidas netas de bonos y obligaciones en los tres meses transcurridos hasta septiembre, debido probablemente a que los inversores han reconsiderado la composición de sus activos, lo que se ha traducido en un renovado interés por los valores de renta variable de la zona del euro.

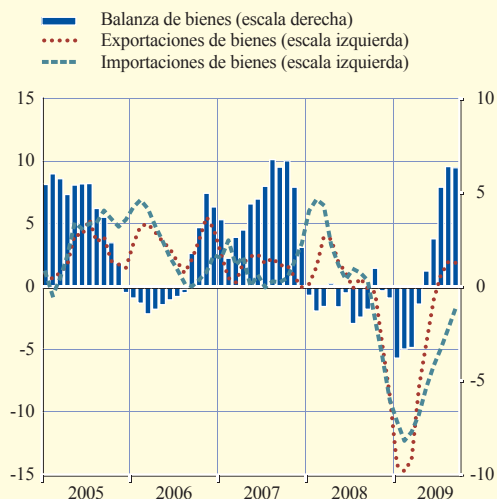
COMERCIO Y BALANZA POR CUENTA CORRIENTE

Tras la fuerte contracción observada hacia principios del año y un nuevo y ligero descenso en el segundo trimestre de 2009, las exportaciones de bienes y servicios a países no pertenecientes a la zona del euro han comenzado a aumentar de nuevo, creciendo un 1,4% en el tercer trimestre (véase cuadro 12). Las exportaciones de bienes, en particular, han iniciado su recuperación respaldadas por un repunte más acusado de la demanda exterior (véase gráfico 59). Esta evolución es coherente con el inicio de la recuperación de la actividad económica en los principales mercados de exportación y la reposición de las existencias de las empresas, que se reflejan en el repunte de las exportaciones de bienes intermedios. Las exportaciones de la zona del euro se han visto favorecidas por una recuperación de la demanda de Asia, mientras que las exportaciones al Reino Unido y a otros Estados miembros de la UE se han estabilizado (véase gráfico 60). Al mismo tiempo, el aumento de la demanda exterior se ha visto empañado, en cierta medida, por el impacto negativo de las pérdidas de competitividad en términos de precios de las exportaciones como consecuencia de la apreciación generalizada del euro desde marzo de 2009.

La evolución de las importaciones de bienes y servicios a países no pertenecientes a la zona del euro siguió yendo a la zaga de la observada en el caso de las exportaciones, registrándose una nueva caída del 1,5% en el tercer trimestre de 2009. Como indica la desagregación del comercio de bienes en volúmenes y precios, disponible hasta agosto de

Gráfico 59 Comercio de bienes con países no pertenecientes a la zona del euro

(tasas de variación intertrimestral, mm de euros; media móvil de tres meses; datos mensuales desestacionalizados y ajustados por días laborables)



Fuente: BCE.

Cuadro 12 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 | | | | Cifras acumuladas de 12 meses hasta | |
|---|-------------|-------------|--|-------------|-------------|-------------|--|-------------|
| | 2009 Ago | 2009 Sep | 2008 Dic | 2009 Mar | 2009 Jun | 2009 Sep | 2008 Sep | 2009 Sep |
| <i>mm de euros</i> | | | | | | | | |
| Cuenta corriente | 0,6 | -5,4 | -14,3 | -12,5 | -3,9 | 0,1 | -105,9 | -91,6 |
| Bienes | 5,5 | 4,0 | -0,6 | -3,2 | 2,5 | 6,3 | -1,5 | 15,1 |
| Exportaciones | 105,3 | 106,5 | 122,8 | 105,9 | 104,7 | 106,7 | 1.591,7 | 1.320,3 |
| Importaciones | 99,8 | 102,4 | 123,4 | 109,1 | 102,2 | 100,4 | 1.593,2 | 1.305,2 |
| Servicios | 2,3 | 1,3 | 2,5 | 1,9 | 1,9 | 2,2 | 44,8 | 25,6 |
| Exportaciones | 38,6 | 38,5 | 41,9 | 39,8 | 38,4 | 38,4 | 510,1 | 475,4 |
| Importaciones | 36,2 | 37,3 | 39,4 | 37,9 | 36,5 | 36,2 | 465,2 | 449,8 |
| Rentas | -0,3 | -4,1 | -7,3 | -3,0 | -1,9 | -1,9 | -55,0 | -42,2 |
| Transferencias corrientes | -6,9 | -6,5 | -8,9 | -8,1 | -6,4 | -6,6 | -94,2 | -90,1 |
| | -5,5 | 10,1 | 13,8 | 18,6 | 3,4 | -1,7 | 127,4 | 102,3 |
| Cuenta financiera¹⁾ | | | | | | | | |
| Total inversiones directas y de cartera netas | 48,9 | 28,0 | 30,5 | 23,7 | 32,5 | 27,5 | 81,8 | 342,6 |
| Inversiones directas netas | 2,8 | -25,7 | -20,4 | -19,6 | -0,2 | -4,8 | -103,4 | -134,9 |
| Inversiones de cartera netas | 46,1 | 53,7 | 50,9 | 43,3 | 32,7 | 32,3 | 185,2 | 477,5 |
| Acciones y participaciones | 31,6 | -4,6 | -14,2 | -4,4 | 13,3 | 18,2 | 45,6 | 38,5 |
| Valores distintos de acciones | 14,5 | 58,3 | 65,1 | 47,7 | 19,4 | 14,1 | 139,7 | 439,0 |
| Bonos y obligaciones | 1,0 | 34,1 | 13,0 | 48,8 | 8,9 | -3,4 | 113,4 | 202,1 |
| Instrumentos del mercado monetario | 13,5 | 24,2 | 52,1 | -1,2 | 10,5 | 17,5 | 26,3 | 236,9 |
| <i>variaciones porcentuales sobre el período anterior</i> | | | | | | | | |
| Bienes y servicios | | | | | | | | |
| Exportaciones | -1,8 | 0,8 | -6,9 | -11,6 | -1,8 | 1,4 | 6,3 | -14,6 |
| Importaciones | 1,5 | 2,7 | -7,1 | -9,7 | -5,6 | -1,5 | 9,6 | -14,7 |
| Bienes | | | | | | | | |
| Exportaciones | -2,8 | 1,1 | -8,7 | -13,8 | -1,1 | 1,9 | 6,1 | -17,1 |
| Importaciones | 0,8 | 2,7 | -9,0 | -11,6 | -6,3 | -1,8 | 10,2 | -18,1 |
| Servicios | | | | | | | | |
| Exportaciones | 1,1 | 0,0 | -1,1 | -5,0 | -3,6 | 0,1 | 6,8 | -6,8 |
| Importaciones | 3,5 | 2,8 | -0,3 | -3,7 | -3,7 | -0,9 | 7,7 | -3,3 |

Fuente: BCE.

Nota: Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo.

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

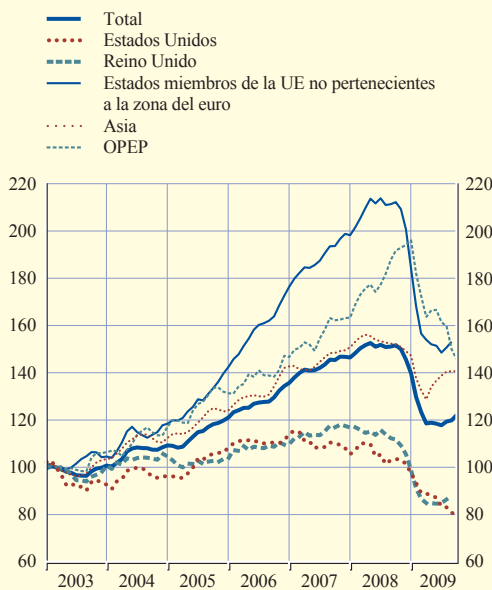
2009, ello fue resultado, principalmente, de la evolución de las importaciones de bienes en términos reales. Pese a los recientes aumentos de la producción industrial, las importaciones de bienes han vuelto a reducirse como consecuencia de la debilidad de la demanda interna de la zona del euro.

Como resultado de esta evolución del comercio con los países no pertenecientes a la zona del euro, la balanza de bienes acumulada de doce meses experimentó una nueva mejora en septiembre de 2009, manteniéndose en superávit por tercer mes consecutivo (gráfico 61). Ello, junto con los menores déficit registrados en las balanzas de rentas y de transferencias corrientes, contribuyó a una nueva reducción del déficit por cuenta corriente de la zona del euro hasta 91,6 mm de euros (alrededor del 1,0% del PIB) en cifras acumuladas de doce meses, en comparación con el déficit de 105,9 mm de euros contabilizado un año antes. Estas cifras reflejan los recientes cambios de metodología en la elaboración de la balanza de pagos y de la posición de inversión internacional de la zona del euro (véanse más detalles en el recuadro 11).

De cara al futuro, los indicadores disponibles sugieren que la gradual recuperación de las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro podría continuar en el corto plazo. En noviembre, el Índice de directores de compras (PMI) correspondiente a los nuevos pedidos de exportación del sector manu-

Gráfico 60 Exportaciones reales a algunos socios comerciales no pertenecientes a la zona del euro

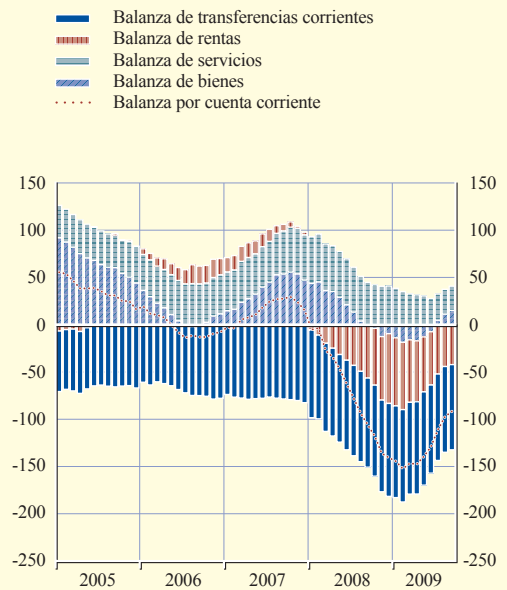
(índices: primer trimestre de 2003 = 100; datos desestacionalizados; medias móviles de tres meses)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.
Notas: Las observaciones más recientes corresponden a septiembre de 2009, salvo en el caso de los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y el Reino Unido (julio de 2009). El agregado Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro no incluye Dinamarca, Suecia ni el Reino Unido.

Gráfico 61 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.

facturero de la zona del euro registró su noveno aumento consecutivo, situándose muy por encima del umbral de 50 que separa la expansión de la contracción. No obstante, dado que el reciente repunte del comercio mundial, y por ende de la demanda exterior, son consecuencia, en parte, de factores transitorios —como las medidas de estímulo fiscal, que impulsaron la demanda de bienes de consumo duradero (y de automóviles en particular) y del respaldo del ciclo de existencias— es de prever cierta pérdida de impulso, a medida que se desvanezca el impacto de dichos factores.

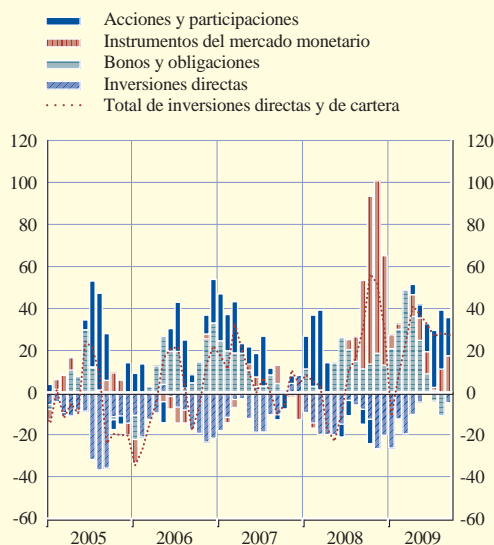
CUENTA FINANCIERA

En el tercer trimestre de 2009, los residentes en la zona del euro siguieron incrementando sus compras netas de valores de renta fija extranjeros y redujeron sus inversiones netas en valores de renta variable en el exterior. Al mismo tiempo, los no residentes aumentaron sus inversiones en la zona del euro, manteniendo su preferencia por los valores de renta variable en detrimento de la renta fija a largo plazo. Como consecuencia, en los tres meses transcurridos hasta septiembre de 2009, se registraron entradas netas de acciones y participaciones y salidas netas poco significativas de bonos y obligaciones (véase gráfico 62).

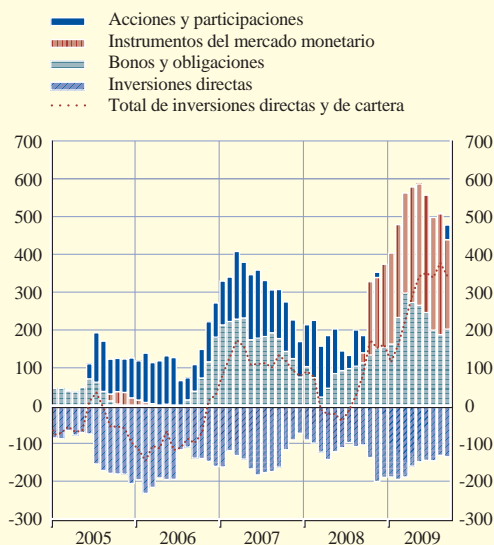
El renovado interés por los valores de renta variable, en particular por los de la zona del euro, probablemente indica que los inversores han reconsiderado la composición de sus activos, dado que las perspectivas económicas son más favorables, como lo reflejan la mejora de la situación de los mercados financieros, la menor aversión al riesgo y las expectativas de un mayor crecimiento de los beneficios de las

Gráficos 62 Principales partidas de la cuenta financiera

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



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



Fuente: BCE.

empresas. Además, el desplazamiento de la demanda, que ha favorecido a los valores de renta variable en detrimento de los valores de renta fija, también parece ser el principal factor determinante de las continuas salidas netas de bonos y obligaciones, pese a la existencia de un diferencial de rendimiento positivo y creciente entre los bonos de la zona del euro y los de los de otras grandes economías como, por ejemplo, Estados Unidos. En general, las cifras confirman que la repatriación de fondos que se produjo durante la crisis financiera, hacia comienzos del año en curso, está remitiendo.

Por lo que respecta a otras partidas de la cuenta financiera, las inversiones directas siguieron siendo moderadas en el tercer trimestre, tanto en el activo como en el pasivo. Dado que la inversión directa extranjera en la zona del euro se redujo más que la inversión directa de la zona en el exterior, la zona del euro registró un aumento de las salidas netas de inversiones directas en comparación con el segundo trimestre. Además, la zona del euro siguió registrando entradas netas de instrumentos del mercado monetario en el tercer trimestre, aunque se situaron muy por debajo de los máximos observados durante el pasado año.

En general, como consecuencia principalmente de las mayores salidas de inversiones directas netas, la zona del euro registró, en promedio, un ligero descenso de las entradas netas en el agregado de inversiones directas y de cartera en el tercer trimestre de 2009 en comparación con el trimestre anterior. En cifras acumuladas de doce meses, las entradas netas totales de inversiones directas y de cartera ascendieron a 342,6 mm de euros en septiembre de 2009, frente a los 81,8 mm de euros contabilizados un año antes.



CAMBIO DE METODOLOGÍA EN LA ELABORACIÓN DE LA BALANZA DE PAGOS Y DE LA POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE LA ZONA DEL EURO

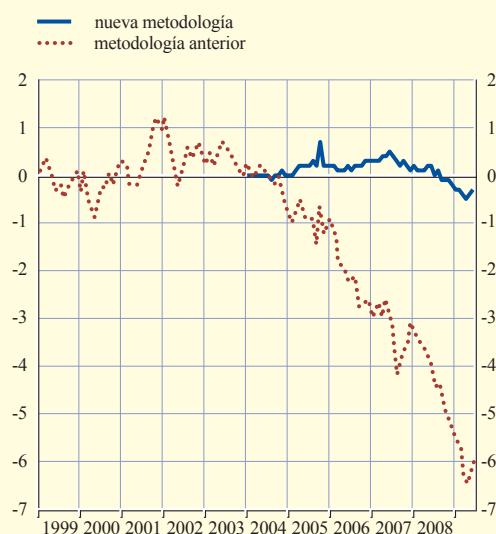
En los últimos años, la balanza de pagos de la zona del euro se ha caracterizado por presentar una creciente discrepancia estadística entre los saldos de la cuenta corriente y de capital, por un lado, y de la cuenta financiera, por otro lado, saldos que, conceptualmente, deberían coincidir y sumar cero. Dicha discrepancia se ha reflejado, desde el año 2004, en el hecho de que la rúbrica «errores y omisiones netos» arroje una cifra cada vez más negativa (véase gráfico). Dado que este fenómeno no ha sido transitorio, el BCE y los bancos centrales nacionales de la zona del euro pusieron en marcha algunas iniciativas para mejorar el método de elaboración de la balanza de pagos de la zona y, por ende, reducir los errores y omisiones netos. Aunque los cambios resultantes han tenido un impacto más bien limitado en las principales tendencias observadas recientemente en las series de la balanza de pagos y de la posición de inversión internacional de la zona del euro, sí han producido un notable ajuste en los niveles de 2008, que se ha traducido en un impacto a la baja sobre las entradas financieras netas y en una mejora de la posición deudora neta de la zona del euro frente al resto del mundo.

Tradicionalmente, la balanza de pagos se calculaba sobre la base de los informes elaborados a efectos de los controles de cambios. Tras la eliminación de esos controles, la balanza de pagos comenzó a basarse en información proveniente de las liquidaciones bancarias. No obstante, como resultado de la evolución de la organización de los mercados internacionales y de la tecnología de la información, las liquidaciones bancarias comenzaron a presentar divergencias respecto a las transacciones en las que se fundamentaban, en particular, debido a diferencias en el momento de registro, la clasificación de las partidas de la balanza de pagos y la distribución geográfica. En la mayoría de los países de la zona del euro, la elaboración de la balanza de pagos se basa ahora en datos procedentes de encuestas, más que en las liquidaciones, que han reducido la carga para los informantes, pero que también están sujetas a errores de muestreo y de otro tipo, que parecen haber adquirido notables dimensiones desde el año 2004.

En este contexto, a partir de 2004, se ha mejorado la metodología de cálculo de tres componentes de la cuenta financiera incorporando información que anteriormente no se utilizaba en la elaboración de la balanza de pagos y la posición de inversión internacional de la zona del euro, como la relativa a las posiciones y las transacciones intrazona. Como resultado, se han introducido revisiones directamente en la balanza de pagos agregada de la zona del euro, a fin de ajustar los registros asimétricos entre países pertenecientes a la zona (véanse los puntos que se mencionan más adelante). Con estas revisiones se han reducido los pasivos de las inversiones de

Gráfico A Errores y omisiones netos de la balanza de pagos de la zona del euro

(totales acumulados; primer trimestre de 1999 a segundo trimestre de 2009; en porcentaje del PIB)



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

cartera de la zona del euro y se han incrementado las tenencias de activos exteriores de los residentes en la zona del euro en forma de préstamos y depósitos registrados en la categoría «otras inversiones» de la cuenta financiera.

Concretamente, la mejora de la metodología ha permitido corregir las siguientes incoherencias:

- Al comparar los pasivos de las inversiones de cartera de cada uno de los países de la zona del euro con los respectivos activos en poder de los residentes en el exterior, utilizando datos de la Encuesta Coordinada sobre la Inversión de Cartera del FMI, se observó que se habían subestimado las tenencias de los residentes en la zona de valores de renta variable emitidos (por fondos de inversión) en Luxemburgo e Irlanda, situación que parecía estar asociada al hecho de que las tenencias de participaciones en fondos de inversión en poder de los hogares de la zona se habían declarado por menos de su valor.
- En el caso de los préstamos entre instituciones financieras no monetarias (instituciones distintas de IFM) se observó un registro geográficamente asimétrico de las transacciones entre los países de la zona del euro. El hecho de que se declarasen más activos que pasivos en el caso de los préstamos intrazona es atribuible, en su mayoría, a las dificultades que ofrecen ciertas entidades especiales de financiación desde el punto de vista de la cobertura estadística y de los criterios para la determinación de su residencia. Como resultado, algunas de estas transacciones se han reclasificado como propias de entidades de contrapartida radicadas fuera de la zona del euro.
- Por último, la evidencia de las estadísticas bancarias del BPI indicó que se habían subestimado los depósitos en el exterior de las entidades no incluidas en el sector IFM. Muchos de esos depósitos podrían estar, de hecho, en manos de hogares de la zona del euro.

La adopción de la nueva metodología para estas tres rúbricas¹ junto con las revisiones anuales de los datos de los países, ha dado lugar a notables ajustes en la cuenta financiera, mientras que los cambios en las cifras de la cuenta corriente han sido insignificantes y se deben, en su mayoría, a revisiones que afectan a la cuenta de rentas. En conjunto, esta nueva metodología ha reducido sensiblemente las discrepancias estadísticas en la balanza de pagos de la zona del euro (véase gráfico). Para el período comprendido entre el primer trimestre de 2004 y el segundo trimestre de 2009, estas revisiones se han traducido en una reducción de los errores y omisiones netos negativos acumulados de 555 mm de euros (6,1% del PIB de la zona del euro) a 30 mm de euros (0,3% del PIB). La mayor parte de esta reducción (430 mm de euros) se debe a la aplicación de la nueva metodología y no a otras revisiones. Aunque el impacto sobre el comportamiento de la serie temporal de las partidas de la balanza de pagos que se han ajustado² fue limitado, el efecto sobre la posición de inversión internacional ha sido considerable. La posición deudora neta de la zona del euro correspondiente a 2008 se ha revisado a la baja, desde el 19,5% hasta el 17,7% del PIB; de esta reducción, los ajustes resultantes de la aplicación de la nueva metodología representan un descenso equivalente al 4,5% del PIB (que se ha compensado, en parte, con aumentos al alza que tienen su origen en los datos de los países). El déficit de la balanza por cuenta corriente correspondiente a 2008 se revisó al alza en un 0,4% del PIB (desde el 1,1% hasta el 1,5% del PIB); de este porcentaje, sólo un 0,05% del PIB puede atribuirse directamente a la nueva metodología, ya que la balanza de rentas se ajustó como consecuencia de las

1 Los saldos correspondientes de fin de período de la posición de inversión internacional de la zona del euro se han ajustado en la misma medida.

2 Para obtener más información puede consultarse, en la dirección del BCE en Internet, la subsección «Balance of payments and international investment position» de la sección «Statistics» (<http://www.ecb.europa.eu/stats/external/balance/html/index.en.html>).

variaciones de la p.i.i. En conjunto, con estos cambios de metodología, la financiación exterior de la zona del euro, tal como aparece en la cuenta financiera, se ha armonizado en mayor medida con la evolución de la vertiente no financiera de la economía, en particular, con la evolución del comercio exterior de bienes y servicios.

La cuenta financiera de la balanza de pagos de la zona del euro y los saldos correspondientes de la posición de inversión internacional de la zona se han basado tanto en la nueva metodología mejorada —aplicada de forma coherente a todas las frecuencias compiladas— como en la nota de prensa publicada el 2 de noviembre de 2009.