

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

La economía mundial muestra señales más claras de un retorno al crecimiento. Al mismo tiempo, debido a efectos de base relacionados con los precios de las materias primas, las tasas de inflación mundiales han vuelto a registrar cifras positivas. Se estima que los riesgos para las perspectivas de la economía mundial están, en general, equilibrados.

I.1 EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

Cada vez resulta más evidente que la actividad económica mundial, respaldada por los estímulos de las políticas monetarias y fiscales, y por el ciclo de las existencias, está registrando una expansión. El índice general de directores de compras (PMI, en sus siglas en inglés), que ha seguido señalando una expansión de la actividad económica mundial, aumentó hasta 53,4 en diciembre, desde el nivel de 51,7 observado en el mes anterior (véase gráfico 1). El aumento del PMI mundial en diciembre tuvo su origen, principalmente, en una recuperación en el sector manufacturero, pero el sector servicios también siguió recuperándose. El repunte de la actividad ha venido acompañado por un crecimiento sostenido del componente de nuevos pedidos del PMI, especialmente en el sector manufacturero, de lo que se deduce que este sector probablemente registrará una nueva expansión en el corto plazo.

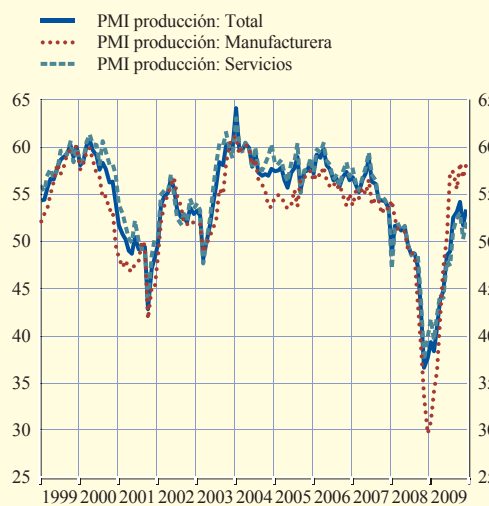
Tras mantenerse en niveles ligeramente negativos durante unos meses, debido principalmente a efectos de base relacionados con los precios de las materias primas y a la elevada capacidad productiva sin utilizar, la inflación interanual, medida por el IPC, ha vuelto a registrar, en los países de la OCDE, niveles positivos en octubre, situándose en el 1,3% en noviembre (véase gráfico 2). Excluidos la energía y los alimentos, la inflación interanual, medida por el IPC fue del 1,5% en noviembre, ligeramente inferior a la registrada un mes antes. El PMI mundial de los precios de los consumos intermedios del sector manufacturero también mostró fuertes aumentos en los precios de compra en diciembre, registrando el mayor incremento observado desde agosto. Ello se debió, en parte, a las recientes subidas de los precios de las materias primas.

ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos se registró un crecimiento positivo de la actividad económica en el tercer tri-

Gráfico 1 PMI mundial, componente de producción

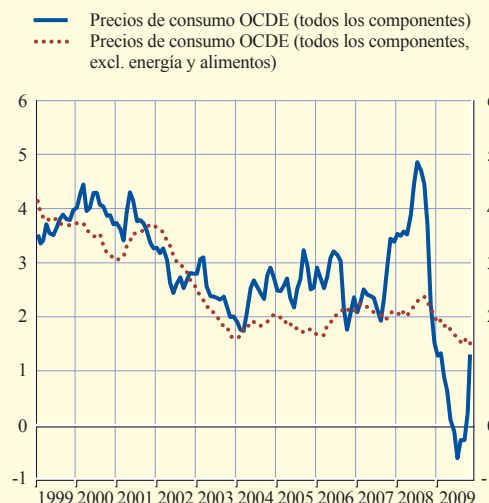
(índice de difusión; datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Markit.

Gráfico 2 Evolución de los precios internacionales

(datos mensuales; tasas de variación interanual)



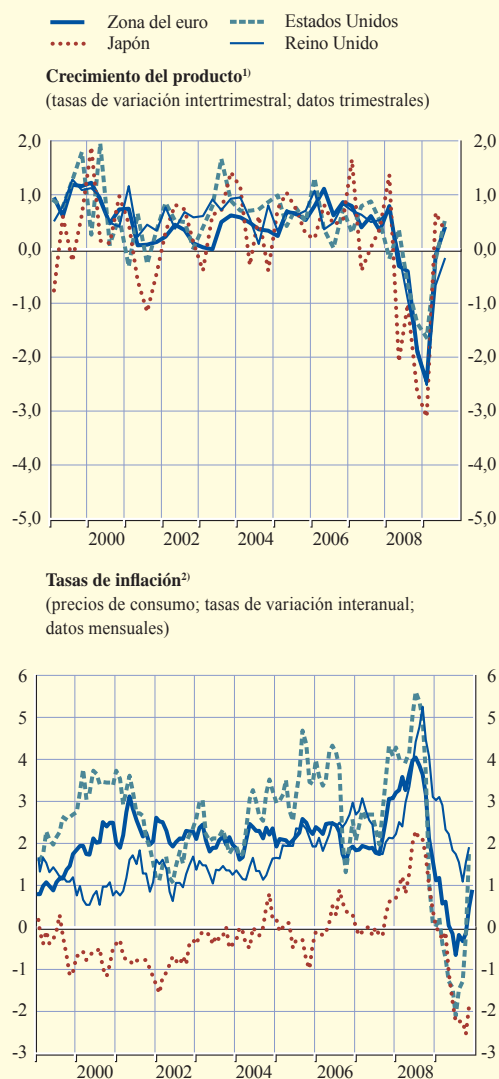
Fuente: OCDE.

mestre de 2009 al mejorar la situación de la economía. Según la tercera estimación de la Oficina de Análisis Económico, el PIB real creció en dicho trimestre, ascendiendo al 2,2% en tasa anualizada, frente al 2,8% estimado anteriormente. Los principales factores determinantes de la recuperación de la actividad fueron el aumento del gasto en consumo, un fuerte repunte tanto de la inversión residencial como de las exportaciones y un ritmo menos pronunciado de la liquidación de existencias. Las medidas de estímulo aplicadas por el Gobierno respaldaron transitoriamente la demanda, especialmente en los sectores del automóvil y la vivienda. Al mismo tiempo, el crecimiento del PIB se vio atenuado por el incremento de las importaciones y el descenso de la inversión en estructuras no residenciales.

Por lo que respecta a la evolución de los precios, la inflación interanual medida por el IPC aumentó hasta el 1,8% en noviembre de 2009, la primera variación positiva observada desde febrero de 2009. Este aumento se produjo tras una caída del 0,2% en el IPC en el año transcurrido hasta octubre (véase gráfico 3). El aumento de la inflación general estuvo determinado, en gran medida, por un incremento de los costes de la energía en noviembre, así como por efectos de base derivados de la evolución anterior de los precios energéticos. La tasa de inflación interanual, excluidos la energía y los alimentos, se mantuvo estable en el 1,7% en noviembre.

El 16 de diciembre de 2009, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal decidió mantener 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 perspectivas de inflación, probablemente justificará que se mantenga el tipo de interés de los fondos federales en niveles excepcionalmente bajos durante un periodo prolongado. Asimismo, el Comité continúa aplicando medidas no convencionales para respaldar el funcionamiento de los mercados financieros y estimular la economía, aunque el ritmo de las compras de activos se está reduciendo gradualmente y se espera que la mayoría de los servicios financieros especiales orientados a la provisión de liquidez venzan en los próximos meses.

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.

JAPÓN

En Japón, la actividad económica se está recuperando. Concretamente, la encuesta Tankan del Banco de Japón, de diciembre de 2009, indicaba que el clima empresarial ha mejorado en los últimos meses entre las grandes empresas manufactureras. Sin embargo, las perspectivas continúan siendo menos favorables en lo que respecta a los gastos de capital, ya que, al parecer, las empresas mantienen la cautela en lo que se refiere a las perspectivas a medio plazo. De acuerdo con la segunda estimación preliminar publicada por la Oficina Económica del Gobierno de Japón en diciembre, la tasa de crecimiento intertrimestral del PIB real se revisó sustancialmente a la baja, pasando del 1,2% al 0,3% para el tercer trimestre de 2009. Esta reducción reflejó principalmente una significativa revisión a la baja de la inversión empresarial y, en menor medida, de las existencias, ya que el consumo privado se revisó ligeramente al alza.

Los índices de precios siguieron descendiendo en noviembre de 2009, debido al considerable grado de capacidad productiva no utilizada. La inflación interanual se redujo un 1,9% en noviembre, tras una caída del 2,5% en octubre. Sin embargo, la contribución negativa del componente energético continuó disminuyendo. La variación interanual del IPC, excluidos la energía y los alimentos, fue de -1,0% en noviembre, frente al -1,1% registrado en octubre. En su reunión de 18 de diciembre de 2009, el Banco de Japón decidió mantener sin variación, en el 0,1%, el objetivo para el tipo de interés de los préstamos a un día sin garantía.

REINO UNIDO

En el Reino Unido la situación económica está mejorando gradualmente. El crecimiento del PIB real en el tercer trimestre de 2009 se revisó ligeramente al alza hasta el -0,2% (desde el -0,3% previsto en la primera estimación), aunque las revisiones al alza en el sector de la construcción se han contrarrestado en parte con revisiones a la baja en los servicios. Los indicadores a corto plazo sugieren que el PIB real podría haber vuelto a registrar tasas de crecimiento positivas en el cuarto trimestre de 2009. Los precios de la vivienda subieron por quinto mes consecutivo (un 1,4% en tasa intermensual) en diciembre de 2009, aunque, no obstante, se mantuvieron ligeramente por debajo del nivel de hace un año. La inflación interanual, medida por el IAPC, resultó, en noviembre de 2009, más elevada de lo previsto por los mercados, situándose en un 1,9% en tasa interanual (frente al 1,5% de octubre). Ello refleja, en parte, la debilidad de la libra esterlina. A corto plazo, es probable que la inflación, medida por el IAPC, aumente, como consecuencia también, hasta cierto punto, de efectos de base (reducción transitoria del IVA en diciembre de 2008).

En la reunión celebrada el 9 y el 10 de diciembre, el Comité de Política Monetaria del Banco de Inglaterra votó por unanimidad a favor de mantener el principal tipo de interés oficial en el 0,5% y seguir aplicando la estrategia de relajación cuantitativa de adquisición de activos. Además, se introdujo una nueva medida: el Banco de Inglaterra venderá valores de renta fija privada en el marco del denominado *Corporate Bond Secondary Market Scheme*. En su reunión de 7 de enero, el Comité de Política Monetaria del Banco de Inglaterra decidió mantener sin variación estas políticas.

OTROS PAÍSES EUROPEOS

En la mayoría de los otros países de la UE no pertenecientes a la zona del euro, la situación económica también parece haberse estabilizado recientemente. En Suecia, el PIB real creció un 0,2% (en tasa intertrimestral) en el tercer trimestre de 2009, cifra ligeramente inferior al incremento del 0,3% registrado en el segundo trimestre. En Dinamarca, el producto creció un 0,6% en el tercer trimestre, tras una pronunciada caída del 2,3% en el segundo trimestre, atribuible, fundamentalmente, a factores transitorios. En diciembre de 2009, la inflación medida por el IAPC se elevó hasta el 2,8% en Suecia y hasta el 1,2% en Dinamarca. El 11 de diciembre de 2009, el Danmarks Nationalbank redujo su principal tipo de interés oficial en 0,05 puntos porcentuales, hasta el 1,2%.

En los Estados miembros más grandes de la UE de Europa Central y Oriental, los indicadores económicos recientes sugieren cierta mejora. En comparación con el segundo trimestre, el PIB real experimentó una contracción algo más lenta en Hungría y Rumanía en el tercer trimestre (un 1,8% y un 0,6% en tasa intertrimestral, respectivamente) y aumentó un 0,5% en Polonia y un 0,8% en la República Checa. Los indicadores de corto plazo sugieren, en general, una nueva mejora de la situación económica en la mayoría de los Estados miembros de la UE de Europa Central y Oriental. Concretamente, los indicadores relacionados con las exportaciones y el sector manufacturero han registrado una mejora significativa, mientras que los relativos a la demanda interna muestran una situación más heterogénea. En la mayoría de países, la inflación medida por el IAPC ha aumentado ligeramente en diciembre, situándose en el 0,5% en la República Checa y en el 4,7% en Rumanía (en tasa interanual). En Polonia, se mantuvo sin variación en el 3,8%. En el recuadro 1 se analiza brevemente el proceso de ajuste de los desequilibrios externos que se está llevando a cabo en esta región.

En la segunda mitad de diciembre, el Česká národní banka y el Magyar Nemzeti Bank redujeron su principal tipo de interés oficial en 25 puntos básicos, hasta el 1% y el 6,25%, respectivamente. A principios de enero, la Banca Națională României adoptó una medida similar, recortando su principal tipo de interés en 50 puntos básicos, hasta el 7,5%.

Recuadro 1

AJUSTE DE LOS DESEQUILIBRIOS EXTERNOS EN EUROPA CENTRAL Y ORIENTAL

Desde finales de 2007, varios países de la UE de Europa Central y Oriental han venido registrando una corrección de los desequilibrios internos y externos, proceso que se vio exacerbado al intensificarse las turbulencias financieras mundiales. En los dos últimos años, la mayoría de los países de la región han experimentado una notable caída del PIB y de la demanda interna, que ha estimulado una rápida contracción de los abultados déficits por cuenta corriente registrados en algunos de estos países en los años anteriores. A continuación, se examina brevemente la formación y la posterior corrección de los desequilibrios externos en la región.

A medida que se integraban cada vez más en la economía mundial, la mayoría de los países de Europa Central y Oriental han experimentado un rápido proceso de convergencia, acompañado de abultados déficits por cuenta corriente. Si bien ello constituye, hasta cierto punto, una característica normal asociada a dicho proceso, varios de estos países han registrado déficits mucho mayores de lo que podría explicarse normalmente desde una perspectiva intertemporal¹. En 2007, los déficits por cuenta corriente superaron el 10% del PIB en Estonia, Lituania y Rumanía, y sobrepasaron el 20% del PIB en Bulgaria y Letonia, lo que planteó dudas respecto a su sostenibilidad a medio plazo. Estos desequilibrios externos también fueron, en general, un reflejo de los desequilibrios internos. Concretamente, en países en los que la flexibilidad del tipo de cambio es nula o limitada, los tipos de interés relativamente bajos estimularon el crecimiento del crédito interno y el recalentamiento de la economía. Por consiguiente, los déficits por cuenta corriente aumentaron como resultado del crecimiento de las importaciones estimulado por la fortaleza de la demanda interna, mientras que la competitividad de las exportaciones se vio afectada negativamente por el incremento de los costes laborales unitarios.

¹ Para más información, véase M. Ca' Zorzi, A. Chudik y A. Dieppe, «Current account benchmarks for central and eastern Europe: a desperate search?», *Working Paper Series*, n.º 995, BCE, 2009.

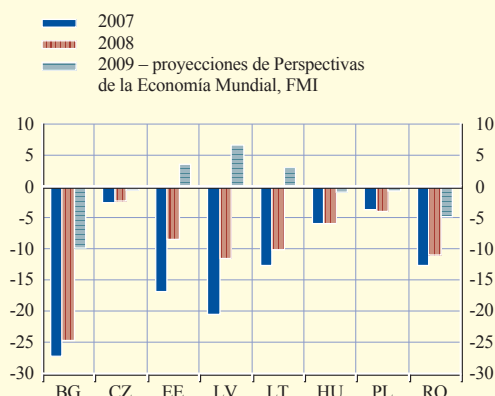
Desde finales de 2007, el déficit por cuenta corriente y de capital se ha reducido en todos estos países. En los Estados bálticos incluso se prevén superávits en 2009 (véase gráfico A)². Esta corrección de los déficits se ha producido en un contexto de notable caída de los precios de la vivienda y del crecimiento del crédito, especialmente en aquellos países que antes habían mostrado señales claras de recalentamiento. Aunque la corrección de los desequilibrios ya había comenzado antes de la intensificación de las turbulencias financieras en septiembre de 2008, el aumento de la aversión al riesgo, a escala mundial, amplificó la velocidad y la magnitud del ajuste y dio lugar a una acusada contracción de la actividad económica y de la demanda interna. La caída de la actividad fue especialmente pronunciada en los Estados bálticos, debido en parte a que el tipo de cambio no podía depreciarse y, en consecuencia, no atenuó la desaceleración en estos países. Como el proceso de ajuste vino acompañado de una fuerte contracción del comercio mundial, tanto las exportaciones como las importaciones registraron una acusada caída en todos los países de la región. No obstante, en todos los países incluidos en el estudio, entre el tercer trimestre de 2008 y el tercer trimestre de 2009, el descenso de las importaciones fue mayor que el de las exportaciones, tanto en términos nominales como reales, lo que se tradujo en una intensa contracción de los déficits por cuenta corriente (véase gráfico B).

La magnitud del ajuste total del déficit por cuenta corriente en cada uno de estos países también parece haber guardado relación con la financiación de dicho déficit antes de las turbulencias. A diferencia de los países en los que la inversión directa extranjera (IDE) representaba una gran proporción de la cuenta financiera, como la República Checa y Polonia, los países que dependían en mayor medida de las entradas de capital correspondientes a «otras inversiones», como los Estados bálticos, han experimentado, en general, una contracción más acusada de sus déficits (véase gráfico C). Las fuertes salidas netas de «otras inversiones» en estos países durante las turbulencias pueden

2 Obsérvese que, en el caso de algunos países, los pagos en concepto de rentas en la cuenta corriente conllevan la constitución de provisiones por parte de los bancos de titularidad extranjera que incurren en pérdidas. Excluidas estas provisiones del cálculo resultarían unas pérdidas menores por parte de dichos bancos, lo que supondría menores superávits por cuenta corriente.

Gráfico A Balanza por cuenta corriente y de capital de los países de Europa Central y Oriental

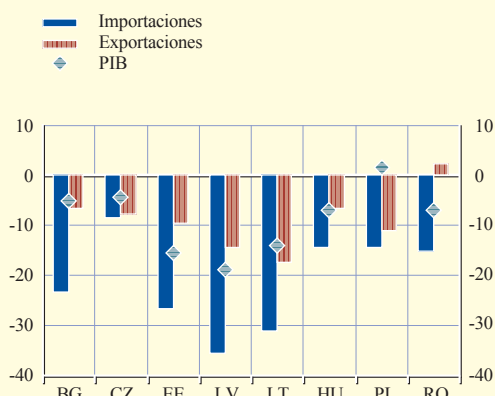
(porcentajes del PIB)



Fuentes: BCE y proyecciones de Perspectivas de la Economía Mundial, del FMI.

Gráfico B PIB, importaciones y exportaciones

(tasa de variación interanual en el tercer trimestre de 2009, a precios constantes)

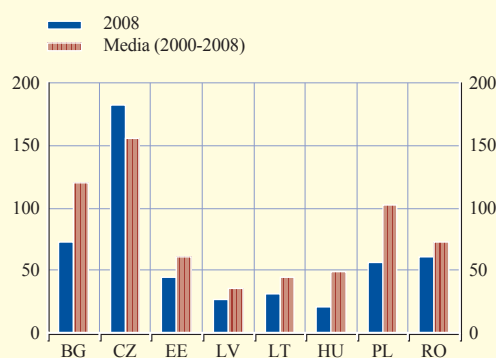


Fuente: Cálculos de los expertos del BCE.

atribuirse, en parte, al proceso de desapalancamiento mundial que tuvo su origen en el notable aumento de la aversión al riesgo entre los inversores y a una menor demanda de crédito, ya que algunos de esos países realizaron un ajuste en respuesta a anteriores expansiones de la demanda interna sustentadas en el crecimiento del crédito. En cuanto a los flujos de «otras inversiones», también se observan diferencias entre los países respecto a los flujos transfronterizos entre entidades de crédito. En algunos países, como Estonia, Hungría y Polonia, las filiales locales recibieron un respaldo sustancial en forma de liquidez de sus bancos matrices, que podría haber desempeñado un papel estabilizador.

Gráfico C Financiación de la cuenta corriente y de capital con IDE

(entradas netas de IDE como porcentaje del total de la cuenta corriente y de capital)



Fuente: Cálculos de los expertos del BCE.

En resumen, en varios países de Europa Central y Oriental, los desequilibrios externos han venido registrando un fuerte y rápido ajuste, cuya velocidad y magnitud se han visto amplificadas por los efectos de las turbulencias. La intensidad de la corrección en cada país parece haber guardado, en parte, relación con la magnitud de los desequilibrios acumulados antes de la crisis. Además, la estructura de la financiación del déficit por cuenta corriente también parece haber influido en la dinámica del ajuste, en la medida en que los países con una mayor cobertura en IDE han sido, al parecer, relativamente menos vulnerables a las turbulencias financieras mundiales.

ECONOMÍAS EMERGENTES DE ASIA

El repunte de las economías emergentes Asia también ha continuado, impulsado por las políticas fiscales y monetarias expansivas en curso y por el aumento de las valoraciones de los mercados activos, resultado, en parte, de la afluencia de capital extranjero. Además, los datos más recientes sobre el mercado de trabajo indican que, en varios países, la tasa de paro, que había ido en aumento desde el cuarto trimestre de 2008, ha comenzado a descender. Asimismo, el comercio exterior ha seguido recuperándose. La inflación está repuntando gradualmente en esta región, aunque las variaciones interanuales de los precios de consumo son aún bajas en la mayoría de los países, con la única excepción de India, en donde la inflación (medida por los precios al por mayor) se situó en el 4,8% en noviembre de 2009.

China siguió registrando un sólido crecimiento económico en el último trimestre de 2009. Como resultado del gran número de proyectos de infraestructura que se han puesto en marcha gracias a las medidas fiscales y de las optimistas perspectivas del sector inmobiliario, la inversión en activos fijos creció un 32% en el período comprendido entre enero y noviembre de 2009 en relación con el mismo período del año anterior. Con el crecimiento sostenido del consumo, la solidez de la demanda interna contribuyó al aumento de las importaciones, mientras que la recuperación de las exportaciones siguió siendo más moderada. Como resultado, el superávit comercial se redujo solo un tercio en 2009 en comparación con el año anterior. En noviembre, las variaciones interanuales de los precios de consumo se tornaron ligeramente positivas por primera vez desde comienzos de 2009. Si bien el volumen de préstamos todavía se situaba, a finales de noviembre, un 34% por encima del nivel registrado un año antes, las cifras mensuales más recientes indican que se ha iniciado una desaceleración del crecimiento del crédito.

AMÉRICA LATINA

En América Latina, la actividad económica ha seguido mostrando señales de mejora en la mayoría de los países. En Brasil, la producción industrial aumentó a una tasa interanual del 5,1% en noviembre de 2009, tras una caída del 3,1% en octubre. La inflación interanual, medida por el IPC, ascendió al 4,2% en noviembre, 0,1 puntos porcentuales por encima de la cifra del mes anterior. En Argentina, la actividad económica experimentó una aceleración en noviembre, con un incremento de la producción industrial del 4%, en tasa interanual, con respecto al 1,4% de octubre. Al mismo tiempo, la inflación medida por el IPC volvió a aumentar en noviembre, hasta el 7,1% desde el 6,5% del mes anterior. En México, la actividad económica siguió siendo débil, aunque se observaron algunas señales de mejora, ya que la producción industrial se contrajo un 1,7%, en tasa interanual, en noviembre, en comparación con un 5,0% en octubre. Por su parte, la inflación interanual continuó descendiendo, hasta el 3,6% en diciembre desde el 3,9% registrado en noviembre.

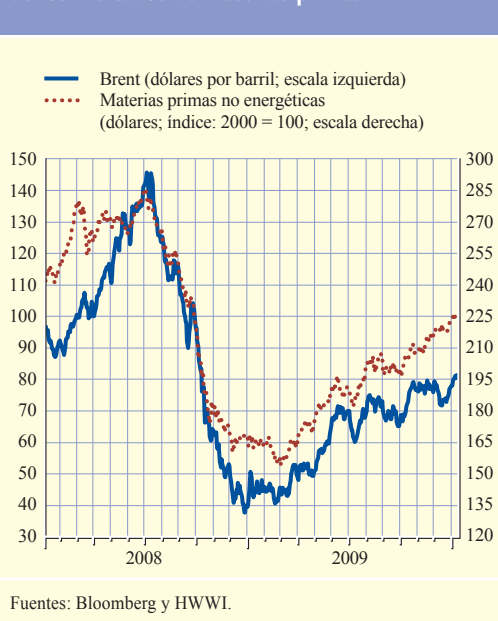
1.2 MERCADOS DE MATERIAS PRIMAS

A comienzos de diciembre, los precios del petróleo registraron un ligero descenso y, posteriormente, se estabilizaron. Desde la última semana de diciembre, y debido a la inusual ola de frío que ha azotado el Hemisferio Norte, los precios del crudo han repuntado. El 13 de enero de 2010, el precio del barril de Brent se situaba en 78 dólares estadounidenses, aproximadamente el doble del nivel registrado a comienzos de 2009 (véase gráfico 4). De cara al futuro, los participantes en los mercados esperan precios más altos en el medio plazo y, actualmente, los futuros con entrega en diciembre de 2011 se negocian en torno a 88 dólares estadounidenses el barril.

Analizando las variables fundamentales se observa que la demanda de petróleo en 2009 fue mucho más intensa de lo previsto a comienzos del año. La respuesta por el lado de la oferta a la mejora de la situación de la demanda ha sido un incremento de la producción de 200.000 barriles diarios en noviembre, de los que dos tercios corresponden a los países de la OPEP. De cara al futuro, la Agencia Internacional de la Energía ha seguido revisando al alza sus proyecciones de demanda de petróleo para 2010. Las proyecciones a medio plazo para el período 2010-2014 también se han revisado al alza en casi dos millones de barriles diarios en el contexto de unas perspectivas más optimistas para la economía mundial.

Los precios de las materias primas no energéticas han subido desde finales de noviembre. Los incrementos de los precios agregados de los alimentos han tenido su origen en la evolución de los precios del maíz, el trigo y el azúcar. Los precios de los metales no ferrosos han subido, de forma generalizada, en torno a un 10%-20%, como resultado de una intensa reposición de existencias, especialmente en los mercados emergentes. En cifras agregadas, el índice de precios de las materias primas no energéticas (denominado en dólares estadounidenses) se situaba, el 8 de enero de 2010, aproximadamente un 33% por encima del nivel registrado a comienzos de 2009.

Gráfico 4 Principales indicadores de los mercados de materias primas



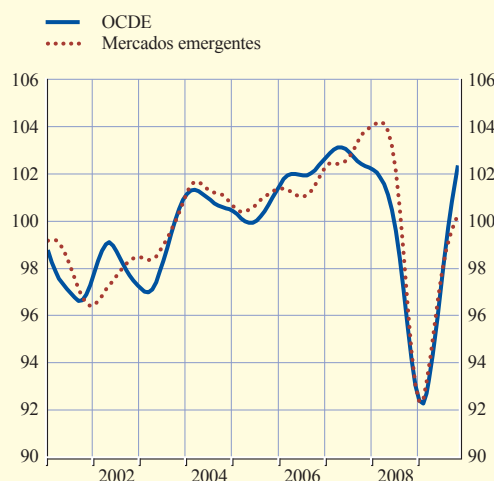
I.3 PERSPECTIVAS DEL ENTORNO EXTERIOR

Los indicadores adelantados apuntan a una evidencia más sólida de que las perspectivas económicas han mejorado aún más. El indicador sintético adelantado de la OCDE ha venido aumentando desde el mínimo registrado en 2009, de lo que se deduce que la actividad económica se encamina por la senda de la recuperación en la mayoría de los países avanzados de la OCDE (véase gráfico 5), así como en las principales economías emergentes. Estas perspectivas más optimistas también se ven respaldadas por el aumento sostenido del consumo y de la confianza empresarial observado en los últimos meses en la mayoría de los países de la OCDE. Además, las valoraciones de los mercados de renta variable han experimentado un significativo ascenso a escala mundial, posiblemente como consecuencia de una notable relajación de las tensiones en los mercados financieros —como se observa en el descenso de los indicadores de volatilidad en todas las categorías de activos— y de la mejora de las perspectivas de crecimiento mundial. La recuperación de la economía mundial también es un buen augurio para la evolución del comercio internacional y de la demanda exterior de la zona del euro. Al mismo tiempo, persiste la incertidumbre respecto a la sostenibilidad de la recuperación mundial, dado el carácter transitorio de algunos de los factores que sustentan la actividad económica en el corto plazo, como el ciclo de existencias y las medidas de estímulo.

Aunque las perspectivas de la economía mundial continúan sujetas a incertidumbre, los riesgos para la actividad económica siguen estando prácticamente equilibrados. Por el lado positivo, 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 que la corrección de los desequilibrios mundiales se lleve a cabo de forma desordenada.

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.

2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

2.1 DINERO Y CRÉDITO DE LAS IFM

Las tasas de crecimiento interanual de M3 y de los préstamos de las IFM al sector privado fueron negativas en noviembre de 2009, tras haber descendido de manera paralela durante un período prolongado. Esta evolución respalda la valoración de que la tasa de expansión monetaria subyacente está disminuyendo y de que las presiones inflacionistas a medio plazo son reducidas. La moderación observada en M3 sigue subestimando la tasa de crecimiento monetario subyacente, debido al impacto a la baja de la acusada pendiente de la curva de rendimientos. El hecho de que la tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM al sector privado se mantuviera negativa en noviembre ocultó un aumento de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a los hogares, mientras que la de los préstamos a las sociedades no financieras siguió cayendo. El patrón de crecimiento de los préstamos a los hogares y a las sociedades no financieras sigue siendo acorde con regularidades del ciclo económico. El proceso de desapalancamiento de las IFM de la zona del euro continuó en noviembre, impulsado principalmente por la reducción de posiciones de las IFM frente a otras IFM.

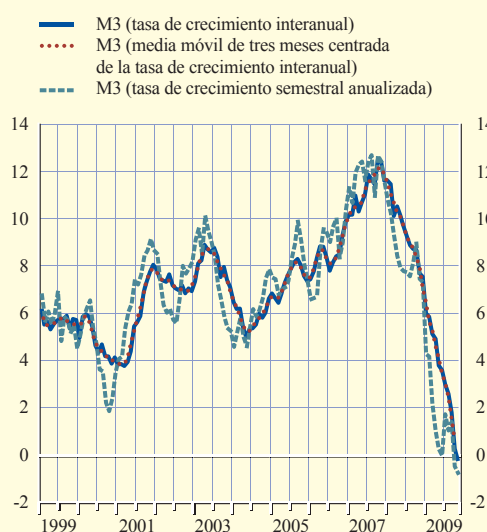
EL AGREGADO MONETARIO AMPLIO M3

La tasa de crecimiento interanual de M3 volvió a disminuir en noviembre de 2009 y se situó en el $-0,2\%$, frente al $0,3\%$ de octubre (véase gráfico 6), debido a que la tasa de crecimiento intermensual fue negativa por tercer mes consecutivo (el $-0,6\%$ en noviembre, tras el $-0,2\%$ de octubre y el $-0,1\%$ de septiembre). La moderación observada en la evolución monetaria sigue reflejando, en gran medida, la acusada pendiente actual de la curva de rendimientos y la recuperación observada en el mercado de valores y en otras clases de activos en los últimos meses, que propician desplazamientos desde activos monetarios hacia instrumentos menos líquidos y de mayor riesgo. (Para más información sobre el comportamiento de los inversores institucionales en la asignación de carteras, véase el recuadro 2, titulado «Nuevas estadísticas de fondos de inversión de la zona del euro»). En consecuencia, la caída del crecimiento de M3 supera la disminución del crecimiento monetario subyacente. Al mismo tiempo, dada la configuración actual de los tipos de interés, el coste de oportunidad de mantener depósitos a la vista, en contraposición a los depósitos a corto plazo y los instrumentos negociables, se mantiene reducido. Esto ha respaldado las sustanciales entradas registradas en los depósitos a la vista en 2009, que han impulsado el crecimiento de M1 (aunque en noviembre se observó un flujo de salida de estos depósitos).

En noviembre, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM al sector privado se mantuvo negativa, mientras que los flujos mensuales fueron positivos. El crecimiento interanual de los préstamos ajustado por el efecto de la eliminación de préstamos (esto es, su baja de los balances de las IFM) realizada en el contexto de las operaciones de titulización siguió disminuyendo, aunque continuó siendo ligeramente positivo. El patrón de crecimiento de los préstamos sigue sien-

Gráfico 6 Crecimiento de M3

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



Fuente: BCE.

do acorde con regularidades del ciclo económico y, en gran medida, parece reflejar un descenso de la demanda por parte de los prestatarios. Los principales activos de las IFM continuaron descendiendo en noviembre, y el proceso de despalancamiento siguió estado impulsado, principalmente, por la reducción de posiciones de las IFM frente a otras IFM, más que por disminuciones de los préstamos otorgados al sector privado.

Recuadro 2

NUEVAS ESTADÍSTICAS DE FONDOS DE INVERSIÓN DE LA ZONA DEL EURO

En esta edición del Boletín Mensual se incluyen por primera vez estadísticas armonizadas de los activos y pasivos de los fondos de inversión residentes en la zona del euro, disponibles a partir de diciembre de 2008¹. Los fondos de inversión son la categoría más importante del subsector de instituciones financieras denominado «otros intermediarios financieros, excepto empresas de seguro y fondos de pensiones» (OIF) en el SEC 95, y representan casi la mitad de los activos totales de los OIF. Junto con las empresas de seguro y los fondos de pensiones, los fondos de inversión desempeñan un destacado papel en la intermediación financiera en la zona del euro y en la interpretación de la evolución del dinero y del crédito². En este contexto, este recuadro presenta las principales características de las nuevas estadísticas de fondos de inversión de la zona del euro³, considera el uso potencial de estas estadísticas para el análisis monetario y financiero, y destaca algunos aspectos observados en la nueva información⁴.

Principales características de las nuevas estadísticas de fondos de inversión de la zona del euro

La información sobre fondos de inversión de la zona del euro publicados trimestralmente por el BCE desde 2003 hasta octubre de 2009 no estaba armonizada y, en parte, eran estimaciones. En cambio, las estadísticas disponibles ahora tienen las siguientes características: (i) conceptos armonizados que cumplen normas estadísticas internacionales como el SEC 95 y que aseguran un grado elevado de comparabilidad; (ii) cobertura completa de los países de la zona del euro; (iii) información sobre operaciones durante el período de referencia (además de la información disponible anteriormente sobre saldos vivos a fin de período); (iv) información más detallada de los activos y los pasivos (por ejemplo, desglose por ubicación geográfica y por sector de los emisores de valores distintos de acciones y acciones y participaciones mantenidos por los fondos de inversión de la zona del euro, y detalle por ubicación geográfica de los tenedores de participaciones emitidas por fondos de inversión de la zona del euro); (v) nuevos desgloses del sector fondos de inversión, que ahora también proporcionan detalles de los fondos de inversión libre (*hedge funds*) y de los fondos de capital variable/fijo (*open/closed-end funds*); (vi) la publicación de información clave con periodicidad mensual y de información trimestral más detallada, y (vii) la publicación de información con menor desfase res-

1 Véanse los apartados 2.9 y 2.10 de la sección «Estadísticas de la zona del euro».

2 Véase «The role of other financial intermediaries in money and credit developments in the euro area», Documento Ocasional n.º 75 del BCE, octubre 2007.

3 La nota de prensa mensual del BCE sobre estadísticas de fondos de inversión también incluye nueva información sobre los fondos del mercado monetario de la zona del euro, que se analizan en el contexto de las estadísticas de balances de las IFM dado su carácter monetario, y no se consideran con más detalle en este recuadro.

4 Los datos más recientes sobre fondos de inversión pueden descargarse de la Statistical Data Warehouse del BCE (<http://sdw.ecb.europa.eu/browse.do?node=17066>). Puede obtenerse información adicional sobre las estadísticas de fondos de inversión, junto con las correspondientes notas explicativas, en la página «Euro area investment fund statistics» de la sección «Statistics» de la dirección del BCE en Internet (<http://www.ecb.europa.eu/stats/money/funds/html/index.en.html>).

pecto a la fecha de referencia de los datos (siete semanas después del período de referencia, en lugar de quince).

La utilización de las estadísticas de fondos de inversión para el análisis monetario y financiero

La disponibilidad de información detallada y más actualizada sobre los fondos de inversión puede mejorar en varios aspectos el análisis monetario y financiero que realiza el BCE.

En primer lugar, los fondos de inversión son intermediarios financieros que gestionan fondos por cuenta de otros inversores. En consecuencia, el lado del pasivo de las estadísticas de los balances de los fondos de inversión proporciona información importante sobre el comportamiento de los sectores residente y no residente que mantienen participaciones en estos fondos. Por ejemplo, el detalle de las adquisiciones de participaciones en fondos de inversión según la política de inversión puede ofrecer indicaciones sobre los cambios registrados en la confianza y en la tolerancia al riesgo de los inversores. En particular, puede ayudar a identificar y a cuantificar los desplazamientos de cartera entre activos monetarios y otras clases de activos que están determinados por factores distintos de las variaciones de la rentabilidad relativa de esos activos. Además, los cambios en el valor de los activos que mantienen los fondos de inversión se transmiten a través de la valoración de sus participaciones al patrimonio neto de los hogares, de las sociedades no financieras, de las empresas de seguro y de los fondos de pensiones, y posteriormente pueden tener consecuencias para el nivel de actividad económica y financiera. Por otra parte, la estructura de los activos financieros que mantienen los fondos de inversión facilita información sobre los riesgos financieros asumidos indirectamente por los inversores a través de sus participaciones en estos fondos.

En segundo lugar, los fondos de inversión son importantes inversores institucionales y, en consecuencia, influyen en la evolución de los mercados de capitales, lo que se desprende del lado del activo de su balance agregado, y lo hacen de la siguiente manera: (a) canalizando fondos a otros sectores —principalmente a las IFM, las sociedades no financieras y las Administraciones Públicas— mediante la adquisición de acciones y participaciones y de valores distintos de acciones emitidos por estos sectores, causando con ello un impacto sobre el volumen de financiación disponible; y (b) influyendo en los precios en los mercados de capitales. Por tanto, los fondos de inversión desempeñan un destacado papel ayudando a financiar las actividades y el gasto de diversos sectores institucionales, al tiempo que también influyen en el precio que estos sectores deben pagar por la financiación externa.

Algunas características del sector de fondos de inversión de la zona del euro

El saldo total de los activos de los fondos de inversión de la zona del euro ascendía a 5.150 mm de euros al final del tercer trimestre de 2009. Considerando tanto las cuentas de la zona del euro como las nuevas estadísticas de fondos de inversión, estos fondos representaban alrededor del 10% de los activos que mantenía el sector de instituciones financieras de la zona del euro en el segundo trimestre de ese año (el período más reciente para el que se dispone de datos de las cuentas de la zona del euro). En comparación, el balance agregado (no consolidado) de las IFM de la zona del euro representaba el 68% de dichos activos en ese mismo trimestre.

En el caso de los fondos de inversión de la zona del euro, los cambios registrados en el saldo vivo de las participaciones emitidas en los tres últimos años han estado impulsados en mayor medida por variaciones de los precios que por operaciones (véase gráfico A), a diferencia de lo observado en el

sector de IFM, donde la variación de saldos es resultado, fundamentalmente, de operaciones. Esta diferencia puede explicarse principalmente por el hecho de que las carteras de activos de las IFM están dominadas por los préstamos (registrados por el valor nominal), mientras que las de los fondos de inversión están compuestas, en su mayor parte, por valores (valorados a precios de mercado). Al mismo tiempo, la elevada emisión neta observada en el caso de las participaciones en el segundo y tercer trimestres de 2009 —cuyos ingresos se invirtieron principalmente en valores distintos de acciones (en el segundo trimestre de 2009) y en acciones y otras participaciones (en el tercer trimestre de 2009)— apuntan a una recuperación del sector de fondos de inversión (una indicación que se ve respaldada por los datos mensuales disponibles hasta octubre de 2009 inclusive). Esta recuperación se produce tras un prolongado período de contracción en la emisión de participaciones en fondos de inversión entre el segundo trimestre de 2007 y el segundo trimestre de 2009, y es acorde con la mejora de la confianza en los mercados y la acusada pendiente de la curva de rendimientos observada en los últimos trimestres, que han propiciado desplazamientos desde activos monetarios más seguros y líquidos hacia otros a más largo plazo y de mayor riesgo⁵.

El detalle de participaciones emitidas por los fondos según su política de inversión muestra que los fondos de renta fija, los de renta variable y los mixtos representaban un total del 85% del saldo de participaciones emitidas por los fondos de inversión en el tercer trimestre de 2009 (véase gráfico B)⁶. Los fondos de renta fija fueron los más importantes, seguidos de cerca por los fondos de renta variable, representando alrededor del 30% del total de participaciones en fondos de inversión. Los fondos mixtos suponían aproximadamente el 25%, mientras que los fondos de inversión libre solo el 2% del total de participaciones en fondos de inversión. Se ha de observar que incluso si un gestor de fondos de inversión libre opera desde la zona del euro, el fondo no está incluido en las estadísticas del BCE si está domiciliado fuera de la zona, algo que tiende a ser el caso en este sec-

5 No obstante, se ha de observar que estas elevadas entradas netas incluyen importantes adquisiciones de participaciones en fondos de inversión por parte de dos fondos de pensiones de los Países Bajos. En junio de 2009 se realizaron adquisiciones por importe de unos 70 mm de euros, y en julio de ese año por importe superior a 97 mm de euros. Estas adquisiciones representaron tres cuartas partes y la mitad de las entradas netas registradas en la zona del euro en el segundo y tercer trimestres de 2009, respectivamente.

6 Las definiciones de las distintas clases de fondos de inversión pueden consultarse en la Orientación BCE/2007/9 sobre las estadísticas monetarias y de instituciones y mercados financieros (refundición).

Gráfico A Variaciones del saldo vivo de las participaciones emitidas por fondos de inversión de la zona del euro

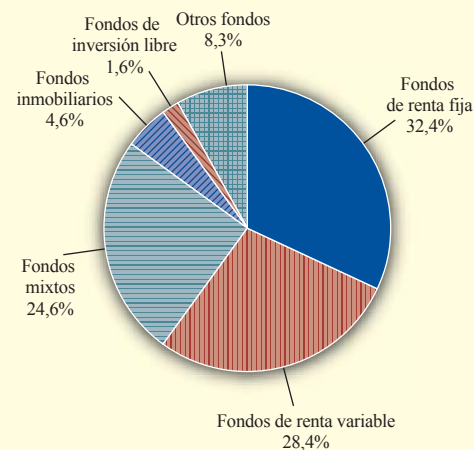
(mm de euros; datos trimestrales sin desestacionalizar)



Fuente: BCE.

Gráfico B Participaciones emitidas por fondos de inversión de la zona del euro según su política de inversión

(datos a fin del tercer trimestre de 2009; saldos vivos)



Fuente: BCE.

tor. En general, esto sugiere que la inversión en fondos de inversión de la zona del euro estuvo dividida a partes iguales entre las principales clases de fondos en el tercer trimestre de 2009. Sin embargo, estas cuotas relativas pueden cambiar con el tiempo, ya que dependen en gran medida de la evolución de los precios de los activos y de la demanda de los inversores de distintos tipos de fondo de inversión. Por ejemplo, en el tercer trimestre de 2009, la proporción de fondos de renta variable en el total de participaciones en fondos de inversión era 5 puntos porcentuales superior a la registrada en el primer trimestre de ese año.

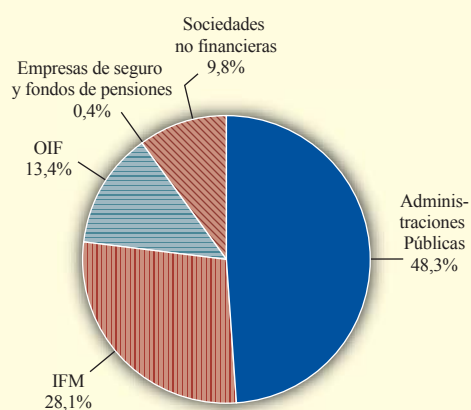
En cuanto a los principales activos de los fondos de inversión de la zona del euro, éstos mantenían acciones y otras participaciones (incluidas participaciones emitidas por fondos de inversión y por fondos del mercado monetario) por importe de 2.224 mm de euros y valores distintos de acciones por valor de 1.998 mm de euros al final del tercer trimestre de 2009. Esto sugiere que, en líneas generales, los tenedores de participaciones emitidas por fondos de inversión de la zona del euro están tan expuestos a variaciones en los precios de las acciones como a variaciones en el rendimiento de los bonos.

La mayor parte de los valores distintos de acciones (aproximadamente el 70%) y de las acciones y otras participaciones (alrededor del 60%) mantenidos por los fondos de inversión fueron emitidos en la zona del euro. De los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona, casi la mitad correspondió a deuda pública y cerca de un tercio a bonos bancarios, mientras que los bonos emitidos por OIF y por las sociedades no financieras representaron en torno al 10% cada uno (véase gráfico C). En cuanto a las acciones y otras participaciones emitidas por residentes en la zona del euro, la mayoría fueron emitidas por otros fondos de inversión o por sociedades no financieras de la zona, con un porcentaje de aproximadamente el 40% en ambos casos (véase gráfico D). El resto correspondió principalmente a las IFM (con una cuota del 14%).

De acuerdo con las cuentas de la zona del euro y las nuevas estadísticas de fondos de inversión, estos fondos mantenían aproximadamente el 10% y el 15% del saldo vivo total de los valores distintos de acciones emitidos por las IFM y por las sociedades no financieras, respectivamente, en el segundo trimestre

Gráfico C Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro y mantenidos por los fondos de inversión, detalle por sector emisor

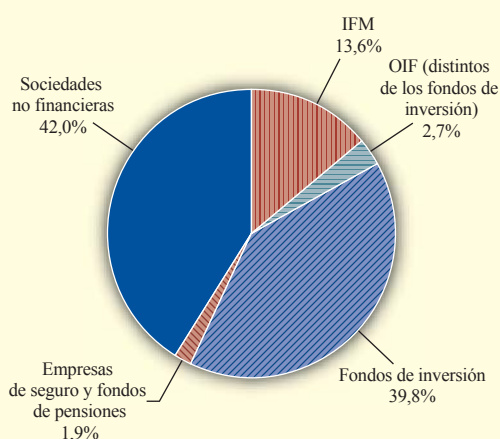
(datos a fin del tercer trimestre de 2009; saldos vivos)



Fuente: BCE.

Gráfico D Acciones y otras participaciones emitidas por residentes en la zona del euro y mantenidos por los fondos de inversión, detalle por sector emisor

(datos a fin del tercer trimestre de 2009; saldos vivos)



Fuente: BCE.

de 2009. También mantenían alrededor del 15% del total de acciones cotizadas emitidas por cada uno de estos sectores. Esto demuestra que los fondos de inversión desempeñan un papel relativamente importante en la aportación de financiación a las entidades de crédito y a las sociedades no financieras.

En general, estos nuevos datos mejoran significativamente el marco estadístico de la zona del euro en lo que respecta a los intermediarios financieros distintos de las IFM y son un importante complemento a las estadísticas de las IFM. En concreto, permiten realizar un análisis más detallado de los cambios en el comportamiento de los inversores y de la asignación de las carteras de los fondos de inversión. También se está trabajando en la mejora de las estadísticas relativas a las sociedades instrumentales que realizan operaciones de titulización (que también son parte del sector OIF) y al sector de empresas de seguro y fondos de pensiones.

PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

El nuevo descenso observado en el crecimiento interanual de M3 se debió a que las tasas de crecimiento interanual 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) continuaron disminuyendo, mientras que la tasa de crecimiento interanual de M1 experimentó un ligero aumento. En términos de flujos mensuales, en noviembre se registraron salidas en los principales subagregados. Aunque en el caso de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista y de los instrumentos negociables esta evolución constituyó la continuación de tendencias anteriores, en el de M1 siguió a una serie de entradas considerables.

Pese a las salidas mensuales mencionadas, la tasa de crecimiento interanual de M1 experimentó un aumento y se situó en el 12,6% en noviembre, desde el 11,8% del mes anterior, como consecuencia de efectos de base (véase cuadro 1). Las citadas salidas ocultaron flujos de entrada relativamente considerables de efectivo en circulación, que se vieron sobradamente compensados por las elevadas salidas 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 Oct	2009 Nov
M1	47,8	2,7	5,3	8,0	12,3	11,8	12,6
Efectivo en circulación	8,1	12,4	13,6	13,2	12,8	6,5	6,8
Depósitos a la vista	39,7	0,8	3,7	7,0	12,2	12,9	13,8
M2 - M1 (= otros depósitos a corto plazo)	39,7	15,8	9,3	3,0	-3,1	-7,2	-8,6
Depósitos a plazo hasta dos años	20,5	29,0	13,0	-0,7	-13,1	-21,6	-23,8
Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses	19,2	-0,5	4,5	8,6	12,8	16,2	16,3
M2	87,5	8,9	7,3	5,5	4,5	2,3	1,9
M3 - M2 (= marketable instruments)	12,5	4,2	-0,7	-2,5	-7,5	-11,8	-12,9
M3	100,0	8,2	6,1	4,4	2,8	0,3	-0,2
Crédito a residentes en la zona del euro		7,4	5,9	4,3	3,3	2,9	2,5
Crédito a las Administraciones Públicas		1,7	5,6	8,4	11,5	15,2	13,3
Préstamos a las Administraciones Públicas		2,9	2,3	1,5	2,7	3,6	3,4
Crédito al sector privado		8,6	5,9	3,5	1,6	0,5	0,4
Préstamos al sector privado		7,3	4,6	2,1	0,4	-0,8	-0,7
Préstamos al sector privado ajustados por ventas y titulizaciones		8,4	6,1	3,6	1,6	0,3	0,1
Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas)		1,1	1,7	2,7	3,6	6,3	6,9

Fuente: BCE.

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

se observaron en los depósitos a la vista (lo que posiblemente refleje un cambio de sentido en lo que respecta a los fondos aparcados en este instrumento en 2009).

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista disminuyó de nuevo y se situó en el $-8,6\%$ en noviembre, frente al $-7,2\%$ de octubre, como consecuencia de las salidas que volvieron a registrarse en los depósitos a plazo hasta dos años (es decir, los depósitos a corto plazo), de las que una parte siguió dirigiéndose hacia los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses (esto es, los depósitos de ahorro a corto plazo). La evolución de los distintos tipos de depósitos a corto plazo es acorde con los tipos de interés relativos a los que se remuneran estos instrumentos. A este respecto, el hecho de que, actualmente, los depósitos de ahorro a corto plazo estén mejor remunerados que los depósitos a corto plazo puede explicar los persistentes flujos de entrada observados en los primeros. El coste de oportunidad de mantener depósitos a la vista sigue siendo reducido, un factor que continúa proporcionando incentivos para colocar fondos en este instrumento, aunque en noviembre se registró un flujo de salida.

La tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables descendió de nuevo y se situó en el $-12,9\%$ en noviembre, frente al $-11,8\%$ de octubre. La salida más abultada se registró en las participaciones en fondos del mercado monetario. De igual modo, el sector tenedor de dinero siguió reduciendo sus tenencias de valores distintos de acciones hasta dos años de las IFM, aunque a un ritmo más lento que en el mes precedente.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3, que incluyen los depósitos a corto plazo y las cesiones temporales, y que constituyen el grupo más amplio de activos monetarios para el que se dispone de un detalle por sectores, siguió cayendo en noviembre, mes en que se situó en el 1% , desde el $1,4\%$ de octubre. Esta tasa oculta una evolución heterogénea de los diversos sectores: la contribución de los hogares continuó disminuyendo, pese a seguir siendo superior a la tasa de crecimiento interanual del total de depósitos de M3, mientras que la contribución ligeramente positiva de las sociedades no financieras siguió incrementándose. El descenso observado en los depósitos de los hogares es coherente con el hecho de que la renta de este sector suele ir a la zaga de las recuperaciones económicas y con el desplazamiento de fondos hacia activos a más largo plazo. Al mismo tiempo, la sostenida acumulación de liquidez observada en el caso de las sociedades no financieras es acorde con la circunstancia de que las empresas están procediendo a reponer sus reservas de liquidez tras la crisis, así como con la mejora que suele producirse en los flujos de caja de las empresas en una fase temprana de una recuperación económica.

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 fue del $2,5\%$ en noviembre, frente al $2,9\%$ de octubre (véase cuadro 1), como consecuencia, principalmente, del descenso de la tasa de crecimiento interanual del crédito a las Administraciones Públicas (aunque desde una tasa muy elevada). Esta caída estuvo determinada por su principal componente, la deuda pública, y es la primera disminución desde la intensificación de las turbulencias financieras. La tasa de crecimiento interanual del crédito al sector privado prácticamente no experimentó variaciones, y en noviembre se registró un flujo mensual positivo.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM al sector privado, el principal componente del crédito al citado sector, se situó en el $-0,7\%$ en noviembre, frente al $-0,8\%$ del mes anterior, poniendo fin a una serie de descensos que comenzaron en diciembre de 2007. No obstante, la tasa de crecimiento interanual ajustada por el impacto de la baja del balance de préstamos en el contexto de las operaciones de titulización fuera de balance o real siguió cayendo y fue del $0,1\%$ en noviembre, en

comparación con el 0,3% de octubre, aunque, el flujo ajustado registrado en noviembre fue positivo. Las operaciones de titulización han sido limitadas en los últimos meses, lo que ha dado lugar a que se reduzca la diferencia entre la serie sin ajustar y la serie ajustada (con una diferencia de 0,8 puntos porcentuales en noviembre, frente a 1,1 puntos porcentuales en octubre). De cara al futuro, se espera que la diferencia entre las dos series siga disminuyendo considerablemente cuando los elevados flujos de titulización observados en el pasado (especialmente en diciembre de 2008) desaparezcan del cálculo de la tasa de crecimiento interanual. Esta moderación observada en las titulaciones retenidas podría ser atribuible a la disminución de la demanda de liquidez del banco central por parte de las entidades de crédito, resultante de las operaciones de financiación a plazo más largo con vencimiento a un año realizadas por el Eurosistema.

El crecimiento interanual de los préstamos al sector privado ocultó una evolución heterogénea de los diversos sectores, ya que el aumento observado en la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a los hogares compensó con creces el nuevo descenso de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras (véase cuadro 2). Aunque la tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras continuó disminuyendo en noviembre (mes en que se situó en el -1,9%, frente al -1,2% de octubre), el volumen de salidas registradas en noviembre fue la mitad que el de octubre. Estos flujos negativos siguieron teniendo su origen, fundamentalmente, en las considerables salidas observadas en los préstamos hasta un año (que fueron ligeramente inferiores en el caso de los préstamos de uno a cinco años), reflejando las menores necesidades de financiación de capital circulante a corto plazo. En cambio, los flujos de préstamos a más de cinco años se mantuvieron positivos e incluso volvieron a aumentar ligeramente en noviembre. Esta combinación de evolución moderada de los préstamos a corto plazo y de persistentes flujos positivos en el caso de los préstamos con plazos de vencimiento más largos podría reflejar, en cierta medida, el hecho de que las empresas estén optando por los préstamos a largo plazo con el fin de asegurarse los reducidos niveles de los tipos de interés a largo plazo. Por otra parte, la disminución de los diferenciales entre los tipos de interés de mercado y los aplicados a los préstamos bancarios han hecho que a las empresas, especialmente las grandes empresas, les resulte más atractivo obtener financiación en los mercados.

Cuadro 2 Préstamos de las IFM al sector privado

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

	Saldo vivo en porcentaje del total ¹⁾	Tasas de crecimiento interanual					
		2008	2009	2009	2009	2009	2009
		IV	I	II	III	Oct	Nov
Sociedades no financieras	43,9	11,3	8,1	4,6	1,1	-1,2	-1,9
Hasta un año	25,7	9,0	4,0	-2,6	-8,7	-11,7	-12,1
De uno a cinco años	19,9	16,0	12,4	9,8	4,7	0,9	-1,2
Más de cinco años	54,4	10,8	8,8	6,8	5,3	3,8	3,6
Hogares ²⁾	45,9	2,8	1,0	0,0	-0,1	-0,1	0,5
Crédito al consumo ³⁾	12,8	3,1	1,2	-0,4	-1,0	-1,3	-1,0
Préstamos para adquisición de vivienda ³⁾	71,5	2,9	0,7	-0,2	-0,3	-0,2	0,3
Otras finalidades	15,7	2,2	1,7	1,5	1,4	1,6	2,5
Empresas de seguros y fondos de pensiones	0,8	-6,7	-6,2	-2,9	-5,4	-11,9	-13,4
Otros intermediarios financieros no monetarios	9,4	14,3	7,9	1,3	-0,0	-1,4	0,3

Fuente: BCE.

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

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

2) Según la definición del SEC 95.

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

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a los hogares se tornó positiva en noviembre (mes en que se situó en el 0,5%, desde el -0,1% de octubre), tras permanecer cuatro meses en niveles negativos. Este aumento reflejó las entradas registradas en noviembre, que supusieron la continuación de la serie de flujos mensuales positivos observados desde mayo de 2009, y el hecho de que los cuantiosos flujos negativos de noviembre de 2008 asociados a las numerosas operaciones de titulización desaparecieron del cálculo de la tasa de crecimiento interanual. La evolución de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a los hogares estuvo de nuevo impulsada por la tasa correspondiente a los préstamos para adquisición de vivienda, que se incrementó hasta el 0,3% en noviembre, desde el -0,2% de octubre, aunque la tasa de crecimiento interanual de otros préstamos también experimentó un aumento considerable en noviembre. Aunque la recuperación de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a los hogares parece bastante más limitada si se tiene en cuenta la distorsión introducida por las operaciones de titulización realizadas anteriormente, los datos más recientes respaldan la valoración de que el impulso a la baja de los préstamos a los hogares se ha estabilizado en los últimos meses.

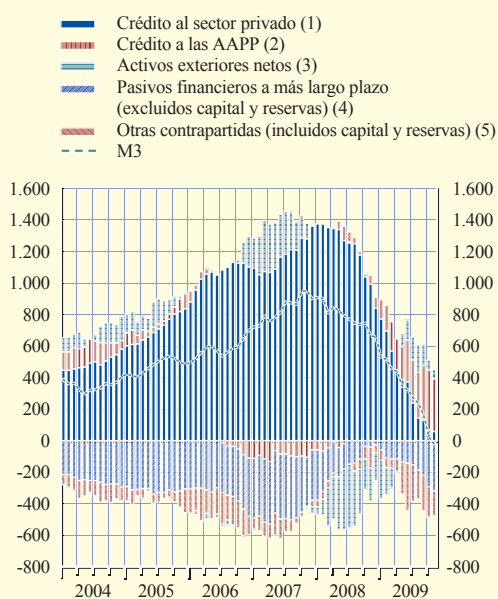
En general, el patrón de la evolución de los préstamos por sectores sigue siendo acorde con regularidades del ciclo económico: el crecimiento de los préstamos a los hogares tiende a mejorar en una fase temprana del ciclo económico, mientras que el de los préstamos otorgados a las sociedades no financieras suele ir a la zaga de las mejoras observadas en la actividad económica¹. Por tanto, es probable que el endeudamiento de las empresas continúe siendo moderado durante algún tiempo, especialmente en un entorno que sigue estando caracterizado por una incertidumbre considerable en torno a las perspectivas económicas futuras.

En cuanto a las demás contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM (excluidos capital y reservas) aumentó de nuevo en noviembre y se situó en el 6,9%, desde el 6,3% de octubre, continuando con la tendencia positiva observada desde principios de 2009. Este nuevo incremento se debió a las entradas mensuales registradas en los depósitos a más de dos años, que atrajeron al menos parte de los fondos procedentes de los depósitos a corto plazo, y en los valores distintos de acciones a más de dos años de las IFM, como consecuencia de la acusada pendiente de la curva de rendimientos. Las entidades de crédito continuaron atrayendo financiación a más largo plazo, especialmente en forma de depósitos a largo plazo de los hogares. La tasa de crecimiento interanual del capital y las reservas volvió a disminuir en noviembre y fue del 6,9%, frente al 7,3% de octubre.

Por último, las entradas interanuales en la posición acreedora neta frente al exterior del sector de las IFM ascendieron a 58 mm de euros en noviembre, con respecto a 62 mm de euros en octubre (véase gráfico 7). Este descenso tuvo su origen,

Gráfico 7 Contrapartidas de M3

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



Fuente: BCE.

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

¹ 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.

principalmente, en una salida neta mensual reducida (2 mm de euros), mientras que los activos y pasivos exteriores aumentaron en importes similares.

En resumen, el hecho de que el crecimiento de M3 y el de los préstamos al sector privado hayan descendido de manera paralela durante un período prolongado y de que ambos se situaran en niveles negativos en noviembre respalda la valoración de que la tasa de crecimiento monetario subyacente está disminuyendo y que las presiones inflacionistas a medio plazo derivadas de la evolución monetaria son reducidas. No obstante, el crecimiento monetario sigue infravalorando la tasa de crecimiento monetario subyacente debido al fuerte impacto a la baja de la acusada pendiente de la curva de rendimientos. Pese a los flujos mensuales positivos registrados en noviembre, desde una perspectiva a más largo plazo, los préstamos al sector privado se mantienen en niveles contenidos, como consecuencia de la moderada actividad económica y de la incertidumbre existente en torno a la evolución futura. El proceso de desapalancamiento de las IFM de la zona del euro, que se había interrumpido temporalmente en verano de 2009, se reanudó posteriormente, impulsado, principalmente, por la reducción de sus posiciones frente a otras IFM.

2.2 EMISIONES DE VALORES

En general, el crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones muestra signos de estabilización en un nivel elevado, reduciéndose hasta situarse en el 11% en octubre de 2009. En 2009, la emisión de valores distintos de acciones a más largo plazo se benefició de las favorables condiciones en los mercados. En el sector de sociedades no financieras, el dinamismo de la emisión de valores mantuvo su fuerza en octubre, impulsado principalmente por la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo. Es probable que esta tendencia positiva observada en este sector refleje, en cierta medida, la sustitución de la financiación bancaria por la financiación en los mercados, respaldada por la rápida disminución del coste de los valores de renta fija con posterioridad al primer trimestre de 2009.

VALORES DISTINTOS DE ACCIONES

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro se redujo hasta situarse en el 11% en octubre de 2009, frente al 12% del mes anterior (véase cuadro 3), lo que indica que el crecimiento de la emisión de este tipo de valores se ha estabilizado en un nivel elevado. Esto también se refleja en la tasa de crecimiento semestral anualizada y desestacionalizada de la emisión de estos valores, que ha estado apuntando a una leve moderación del intenso crecimiento general de la emisión de valores en los últimos meses (véase gráfico 8). No obstante, la cifra total oculta ciertas diferencias en los distintos plazos de vencimiento y en los diferentes emisores, con predominio de la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo, debido a las favorables condiciones de financiación a largo plazo.

En cuanto a los plazos de vencimiento, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones a corto plazo cayó hasta situarse en el 5,1% en octubre, desde el 15,8% del mes anterior. Al mismo tiempo, el crecimiento de la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo aumentó ligeramente, hasta el 11,7%. Estos valores pueden dividirse en valores a tipo de interés variable y valores a tipo de interés fijo. En los últimos meses ha continuado la tendencia positiva en la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo a tipo de interés fijo, con una tasa de crecimiento interanual que aumentó desde el 5,4% de principios de año hasta el 12,7% en octubre de 2009. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a largo plazo a tipo de interés variable siguió descendiendo y fue del 9,6%.

Cuadro 3 Valores emitidos por residentes en la zona del euro

Sector emisor	Saldo vivo (mm de euros) 2009 Octubre	Tasas de crecimiento interanual ¹⁾					
		2008 IV	2009 I	2009 II	2009 III	2009 Septiembre	2009 Octubre
Valores distintos de acciones	14.183	7,7	10,6	12,0	11,5	12,0	11,0
IFM	5.382	5,7	5,9	5,9	4,1	4,2	3,1
Instituciones financieras no monetarias	2.151	23,5	30,8	32,5	28,7	27,1	26,1
Sociedades no financieras	793	5,2	7,8	10,3	13,3	15,3	16,2
Administraciones Públicas	5.857	5,6	9,6	12,1	13,4	14,5	13,2
De las cuales:							
Administración Central	5.493	5,7	9,9	12,3	13,7	14,8	13,4
Otras Administraciones Públicas	363	3,0	6,0	9,6	9,5	10,6	10,4
Acciones cotizadas:	4.086	0,8	1,2	1,9	2,7	2,8	2,7
IFM	568	4,9	7,2	8,7	9,4	8,4	9,0
Instituciones financieras no monetarias	322	2,6	3,1	3,4	3,8	3,6	0,8
Sociedades no financieras	3.195	-0,1	0,0	0,7	1,6	1,9	1,9

Fuente: BCE.

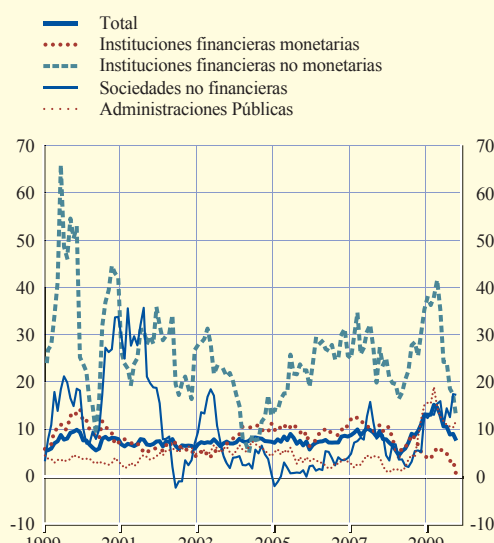
1) Para más información, véanse las notas técnicas relativas a las secciones 4.3 y 4.4 de las «Estadísticas de la zona del euro».

Por lo que respecta a la emisión por sectores, el ritmo de emisión de valores distintos de acciones por parte de las sociedades no financieras continuó siendo muy intenso, con una tasa de crecimiento interanual del 16,2% en octubre de 2009. Desde principios de 2009, el repunte de la emisión neta por parte de este sector ha estado impulsado por los valores distintos de acciones a largo plazo, especialmente a tipo de interés fijo, que aumentaron a una tasa interanual del 25,2% en octubre de 2009. En cambio, ese mismo mes, la emisión neta de valores distintos de acciones a corto plazo se redujo de manera acusada, a una tasa interanual del 29%. Actualmente, las empresas de la zona del euro están aprovechando el significativo descenso del coste relativo de la financiación mediante valores de renta fija observado con posterioridad al primer trimestre de 2009, con el fin de asegurarse la financiación a largo plazo, con unos diferenciales de los valores de renta fija privada que actualmente se sitúan por debajo de los niveles registrados justo antes de la intensificación de la crisis financiera en septiembre de 2008. Al mismo tiempo, el dinamismo patente en la emisión de valores distintos de acciones también podría deberse, en parte, al endurecimiento de las condiciones aplicadas para la obtención de préstamos bancarios.

En cuanto al sector financiero, el crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones por las IFM volvió a disminuir y se situó en el 3,1% en octubre, desde el 4,2% de septiembre. Este descenso estuvo determinado por la rápida caída de la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones a corto plazo, que fue del -8,4% en octubre, mientras que

Gráfico 8 Detalle por sectores de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro

(tasas de crecimiento semestrales anualizadas desestacionalizadas)



Fuente: BCE.

el crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo se estabilizó en una tasa en torno al 5%.

De igual modo, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las instituciones financieras no monetarias disminuyó hasta el 26,1% en octubre de 2009, como consecuencia de la fuerte contracción de la emisión de valores a corto plazo. Las emisiones de las instituciones financieras no monetarias, al igual que las de otros emisores, siguieron centrándose en los valores a más largo plazo.

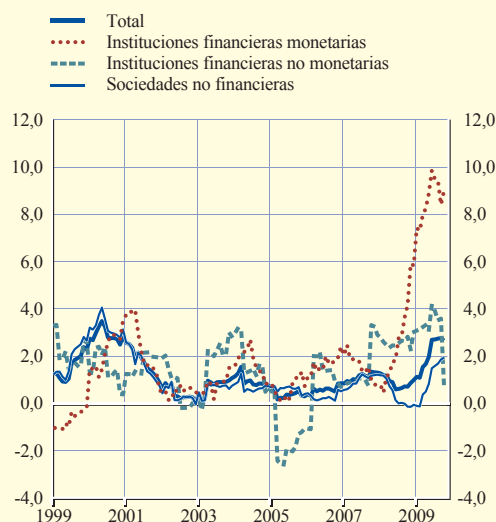
Por último, el crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las Administraciones Públicas se mantuvo en niveles elevados en octubre de 2009, mes en que se situó en el 13,4%, pero se redujo con respecto al mes precedente. El acusado descenso de la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones a corto plazo se vio compensado, en parte, con el aumento de la tasa correspondiente a los valores a largo plazo. El fuerte impulso observado en la emisión de deuda pública se debe a las persistentes y sustanciales necesidades de financiación del sector público de la zona del euro.

ACCIONES COTIZADAS

La tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro no se modificó y fue del 2,7% en octubre de 2009 (véase gráfico 9). La tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones por las IFM se mantuvo elevada, en el 9,5%, reflejando los continuados esfuerzos de muchas entidades de crédito de la zona del euro por fortalecer sus balances incrementando sus bases de capital. Otro rasgo reseñable fue el aumento de la tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras, que se situó en el 1,9% en octubre de 2009, posiblemente impulsada por el aumento de la confianza y por la positiva evolución de los mercados bursátiles en los últimos meses.

Gráfico 9 Detalle por sectores de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

La pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario aumentó ligeramente en diciembre de 2009 y principios de enero de 2010, como consecuencia del moderado descenso de los tipos de interés a corto plazo. Esta evolución se debió a que las condiciones de liquidez se mantuvieron holgadas en la zona del euro, especialmente tras la adjudicación, el 16 de diciembre de 2009, de la última operación de financiación a plazo más largo con vencimiento a un año. Esa operación se realizó aplicando un procedimiento de subasta con adjudicación plena a un tipo de interés fijado en el promedio de los tipos mínimos de puja de las operaciones principales de financiación durante la vida de la operación. El Eurosistema también continuó realizando adquisiciones directas de bonos garantizados en el contexto del programa de compras que comenzó el 6 de julio de 2009.

Los tipos de interés del mercado monetario sin garantías se mantuvieron estables, en general, en diciembre de 2009 y principios de enero de 2010. El 13 de enero, los tipos EURIBOR a un mes, a tres meses, a seis meses y a doce meses se situaban en el 0,44%, el 0,68%, el 0,98% y el 1,24%, respectivamente. Los tipos EURIBOR a tres meses y a un mes se situaron en niveles ligeramente inferiores a los observados el 2 de diciembre, tras haber descendido 4 puntos básicos en ambos casos, mientras que los tipos EURIBOR a seis meses y a doce meses prácticamente no se modificaron. En consecuencia, la pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario aumentó ligeramente, con un diferencial de 80 puntos básicos entre los tipos EURIBOR a doce meses y a un mes el 13 de enero, 4 puntos básicos por encima del nivel registrado el 2 de diciembre (véase gráfico 10).

Entre el 2 de diciembre de 2009 y el 13 de enero de 2010, en el segmento a tres meses, el tipo de interés del mercado monetario con garantías obtenido del índice del EONIA *swap* experimentó un descenso más acusado que el EURIBOR al mismo plazo, lo que se tradujo en un incremento de 3 puntos básicos del diferencial entre los tipos sin garantías y los tipos con garantías. Este diferencial se situó en 31 puntos básicos el 13 de enero, en comparación con 28 puntos básicos el 2 de diciembre.

El 13 de enero, los tipos de interés implícitos en los precios de los futuros del EURIBOR a tres meses con vencimiento en marzo, junio, septiembre y diciembre de 2010 cayeron hasta situarse en el 0,700%, el 0,980%, el 1,300% y el 1,595%, respectivamente. Los tipos implícitos en los contratos con vencimiento en el primer semestre del año (que eran 17 y 19 puntos básicos inferiores a los niveles del 2 de diciembre), experimentaron un descenso más acusado que los tipos implícitos en los contratos con vencimiento en el segundo semestre (16 y 14 puntos básicos menos).

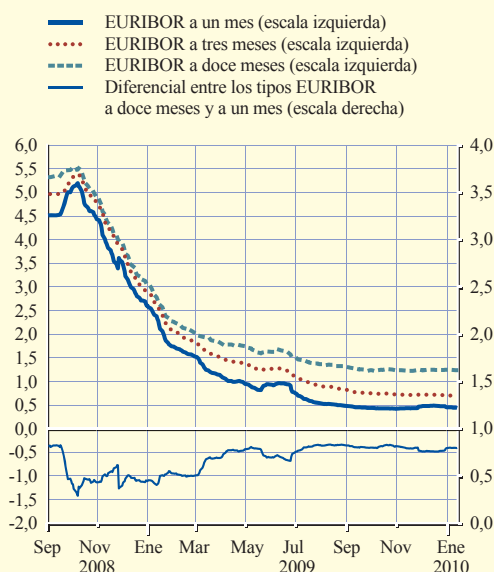
El EONIA permaneció estable, en líneas generales, en diciembre y principios de enero, y se mantuvo

aproximadamente 10 puntos básicos por encima del tipo de interés de la facilidad de depósito, el 0,25% (véase gráfico 11), con la excepción de los días 7, 30 y 31 de diciembre. El día 7, último día del undécimo período de mantenimiento del año, el EONIA se incrementó hasta situarse en el 0,64%, como consecuencia de una operación de absorción de liquidez que realizó el Eurosistema en la que se aplicó un procedimiento a tipo de interés variable. En la operación se absorbieron 129,7 mm de euros, con un tipo máximo del 1%, un tipo marginal del 0,76% y un tipo medio ponderado del 0,74%. Los dos últimos días de diciembre, el EONIA ascendió temporalmente hasta el 0,41%, como consecuencia de los efectos de fin de año, y el 13 de enero se situaba en el 0,33%.

Después de que el volumen de las operaciones de mercado abierto vivas descendiera de manera constante hasta situarse en 651 mm de euros en la primera mitad de diciembre, aumentó hasta 776 mm de euros al final del año, como consecuencia de la liquidación de la última operación de financiación a plazo más largo (OFPML) con ven-

Gráfico 10 Tipos de interés del mercado monetario

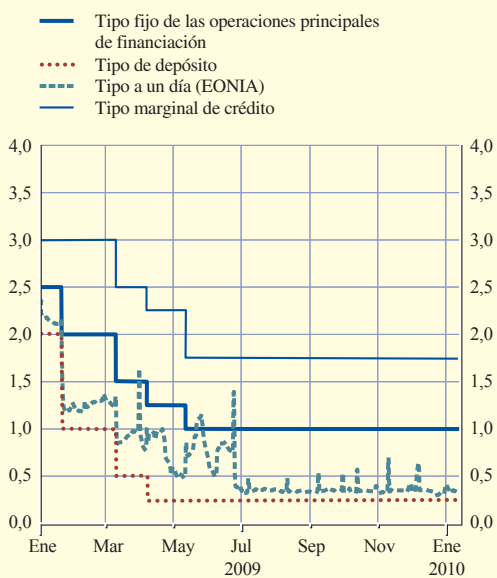
(en porcentaje; diferencial en puntos porcentuales; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

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

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

miento a un año el 17 de diciembre y de la operación principal de financiación por un volumen más elevado que cubría el final del año. La liquidez proporcionada en las demás operaciones, especialmente en las OFPML, disminuyó en diciembre, ya que las entidades de contrapartida redujeron su demanda con anterioridad a la OFPML a un año. En general, el plazo medio de las operaciones de liquidez se mantuvo invariable, y el 13 de enero, las operaciones principales de financiación representaban alrededor del 8% del total de la liquidez.

En las operaciones principales de financiación realizadas los días 1, 7, 15, 22 y 29 de diciembre y 5 de enero, el BCE adjudicó 58,1 mm de euros, 55,8 mm de euros, 52,9 mm de euros, 58,6 mm de euros, 78,6 mm de euros y 54 mm de euros, respectivamente. En cuanto a las operaciones a plazo más largo, el BCE realizó tres OFPML especiales en diciembre con vencimiento a uno, tres y seis meses, así como una OFPML regular a tres meses. El BCE adjudicó 2,7 mm de euros en la OFPML especial a un mes del 7 de diciembre, y 2,9 mm de euros y 1,7 mm de euros, respectivamente, en las

OFPML especiales a tres y a seis meses del 9 de diciembre. En la OFPML regular a tres meses del 16 de diciembre, el BCE adjudicó 2,6 mm de euros. Ese mismo día, el BCE adjudicó 96,9 mm de euros en la última OFPML a un año con un tipo de interés fijado en el promedio de los tipos mínimos de puja de las operaciones principales de financiación durante la vida de la operación. El importe adjudicado superó los 75,2 mm de euros de la segunda OFPML a un año del 30 de septiembre de 2009, pero fue considerablemente inferior a los 442,2 mm de euros de la primera OFPML al mismo plazo del 24 de junio de 2009. Las OFPML a un año de junio y septiembre se ejecutaron al tipo de interés fijo aplicado en las operaciones principales de financiación.

En consonancia con el aumento del superávit de liquidez en el mercado monetario de la zona del euro tras la liquidación de la última OFPML a un año, el recurso medio diario a la facilidad de depósito aumentó hasta situarse en 138,7 mm de euros en el período comprendido entre el 9 de diciembre y el 13 de enero, frente a los 65,7 mm de euros del período de mantenimiento anterior, que finalizó el 8 de diciembre.

En diciembre y principios de enero, el Eurosistema continuó proporcionando liquidez en dólares estadounidenses a través de operaciones a una semana respaldadas por activos de garantía admitidos por el Eurosistema, así como financiación a una semana en francos suizos mediante operaciones de *swaps* de divisas.

Por último, también se continuó con el programa de adquisición de bonos garantizados que se inició el 6 de julio. El importe total de los bonos garantizados denominados en euros emitidos en la zona del euro adquiridos ascendía a 29,6 mm de euros el 13 de enero, es decir, casi la mitad del importe total anunciado de compras directas de 60 mm de euros hasta finales de junio de 2010.

2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

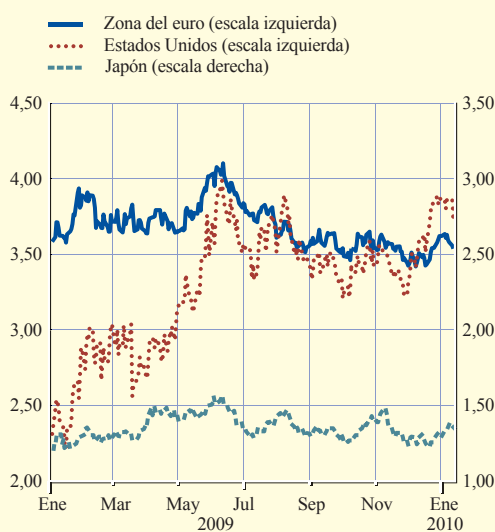
Entre finales de noviembre de 2009 y principios de enero de 2010, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro se elevó ligeramente, como consecuencia, en parte, de cierta nueva mejora de las perspectivas macroeconómicas. El rendimiento de los bonos estadounidenses a largo plazo aumentó de forma más acusada. Además de la mejora de las perspectivas macroeconómicas, este aumento fue reflejo, probablemente, de cierta preocupación respecto al posible impacto de la creciente oferta de bonos estadounidenses sobre el rendimiento de la deuda pública. Las expectativas de inflación derivadas de los bonos indicados crecieron ligeramente en la zona del euro, aunque parece que este ascenso puede atribuirse, principalmente, a factores de demanda no fundamentales, que afectaron al mercado de bonos indicados con la inflación en el período considerado. Los diferenciales de renta fija privada de la zona del euro siguieron estrechándose en todas las calificaciones crediticias en diciembre y a comienzos de enero.

En comparación con finales de noviembre de 2009, el rendimiento de la deuda pública a diez años de la zona del euro se elevó unos 10 puntos básicos, hasta situarse en torno al 3,5% el 13 de enero de 2010 (véase gráfico 12). En Estados Unidos, el rendimiento de los bonos a diez años experimentó un aumento de unos 60 puntos básicos, situándose alrededor del 3,8% el 13 de enero. En consecuencia, el diferencial entre el rendimiento nominal de la deuda pública a diez años en Estados Unidos y en la zona del euro cambió de signo y se situó en 30 puntos básicos. El modesto incremento del rendimiento de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro parece ser reflejo, principalmente, de una nueva mejora de las perspectivas macroeconómicas en el período analizado. Asimismo, el ascenso más pronunciado del rendimiento de los bonos estadounidenses a diez años parece ser resultado de la publicación de nuevos datos macroeconómicos positivos, así como de la preocupación de los inversores respecto al impacto que podría tener sobre el rendimiento de la deuda pública el esperado fuerte aumento de la oferta de bonos del Tesoro estadounidense en 2010 y más allá de este año. La volatilidad implícita de los mercados de renta fija creció levemente en la zona del euro y algo más en Estados Unidos, en consonancia con el mayor incremento del rendimiento de la deuda pública observado en Estados Unidos.

A excepción de Grecia y Portugal, los diferenciales de deuda soberana de los países de la zona del euro frente a Alemania experimentaron escasos cambios o disminuyeron ligeramente en el período examinado. En diciembre y a primeros de enero, los seguros de riesgo de crédito se elevaron levemente en la mayor parte de los países de la zona del euro, como consecuencia, en parte, de la rebaja de la calificación crediticia de la deuda soberana de Grecia realizada por varias agencias de calificación.

Gráfico 12 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.

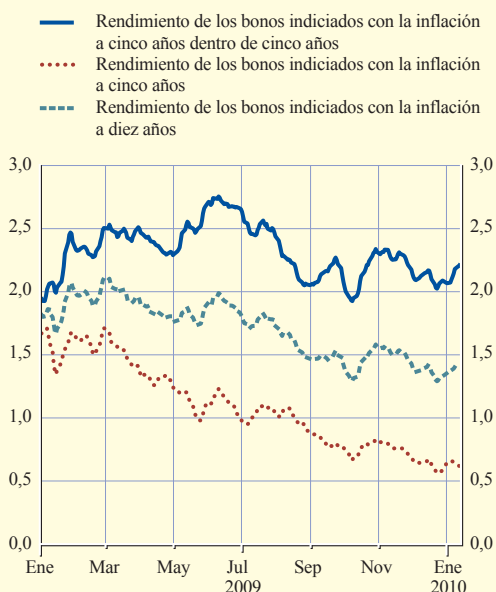
El rendimiento de los bonos a cinco años indicados con la inflación de la zona del euro se redujo unos 5 puntos básicos, hasta situarse en torno al 0,6% el 13 de enero, y el rendimiento real de los bonos a diez años se mantuvo prácticamente sin cambios en el 1,4% (véase gráfico 13). El rendimiento real de los bonos a cinco años dentro de cinco años se elevó ligeramente, hasta el 2,2%. Aunque la mejora de las perspectivas macroeconómicas observada en el período considerado ejerció, probablemente, cierta presión al alza sobre el rendimiento real, esta presión parece haber sido compensada con un aumento temporal de la demanda de bonos indicados con la inflación de elevada calidad crediticia, que guarda escasa relación con las variaciones de las expectativas de inflación.

Las expectativas de inflación derivadas de los bonos indicados aumentaron levemente en la zona del euro entre finales de noviembre de 2009 y principios de enero de 2010. El 13 de enero, las tasas de inflación implícitas *spot* a cinco y a diez años se situaron en el 1,9% y el 2,3%, respectivamente, ligeramente por encima de los niveles de finales de noviembre (véase gráfico 14). La tasa de inflación implícita *forward* a cinco años dentro de cinco años se elevó unos 20 puntos básicos, hasta el 2,7%. Sin embargo, la reciente volatilidad y la elevación de las tasas de inflación implícitas *forward* a largo plazo parecen ser reflejo, principalmente, de los citados factores no fundamentales, que afectaron al mercado de bonos indicados con la inflación en el período analizado.

La estructura temporal de los tipos *forward* de la zona del euro muestra como el comportamiento general del rendimiento de la deuda pública a largo plazo de la zona puede descomponerse entre las variaciones de las expectativas de tipos de interés (y de las correspondientes primas de riesgo) en distintos horizontes temporales (véase gráfico 15). En comparación con los niveles de finales de noviembre, la curva de tipos de interés *forward* implícitos a un día de la deuda pública de la zona del

Gráfico 13 Rendimiento de los bonos de cupón cero indicados con la inflación en la zona del euro

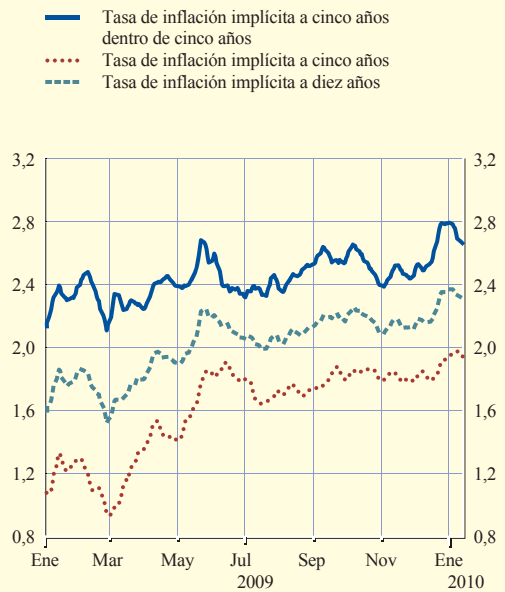
(en porcentaje; medias móviles de cinco días de datos diarios; datos desestacionalizados)



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

Gráfico 14 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.

euro registró un ligero desplazamiento al alza en los plazos medios y largos.

En los mercados de renta fija privada, los diferenciales siguieron estrechándose en todas las calificaciones crediticias tanto en el sector financiero como en el no financiero, especialmente a comienzos de enero. Esta evolución fue consecuencia de las mejores expectativas respecto a las perspectivas económicas futuras, de la mayor tolerancia al riesgo por parte de los inversores y de la menor incertidumbre, medida por la volatilidad implícita de los mercados de renta variable. En la zona del euro, los diferenciales de los bonos garantizados se mantuvieron, en general, estables a lo largo del período examinado.

2.5 TIPOS DE INTERÉS DE LOS PRÉSTAMOS Y DE LOS DEPÓSITOS

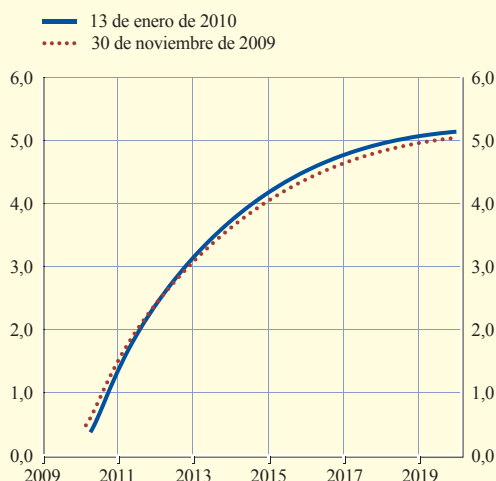
En general, la evolución de los tipos de interés de los préstamos y de los depósitos de las IFM en noviembre de 2009 apuntó a la estabilización de estos tipos en niveles históricamente reducidos. Algunos de los tipos de interés de los préstamos otorgados a las sociedades no financieras aumentaron ligeramente ese mes, mientras que la mayor parte de los tipos de interés de los préstamos a los hogares mantuvieron la trayectoria descendente observada en meses anteriores, aunque permanecieron, en casi todos los casos, ligeramente por encima de los mínimos registrados en 2005. En general, esta evolución sugiere que las entidades de crédito de la zona del euro continuaron trasladando la reducción de los tipos de interés oficiales del BCE observada desde octubre de 2008, siguiendo en grandes líneas el patrón histórico.

Los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a los préstamos y depósitos de los hogares disminuyeron o no registraron variaciones en noviembre de 2009, mientras que los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a los préstamos concedidos a las sociedades no financieras se elevaron ligeramente (véase gráfico 16) y los tipos de los depósitos apenas experimentaron cambios.

En noviembre de 2009, por ejemplo, los tipos de interés medios de los descubiertos en cuenta de los hogares y los tipos de interés a corto plazo de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda descendieron 8 y 6 puntos básicos, respectivamente (hasta el 9% y el 2,7%), los niveles más bajos observados desde 2003 en ambos casos. Los tipos de interés a corto plazo aplicados al crédito al consumo, que son más volátiles, registraron una caída de 29 puntos básicos, hasta el 7%, aunque permanecieron por encima de la media histórica desde 2003. Mientras que los tipos de interés de los descubiertos en cuenta otorgados a las sociedades no financieras se redujeron unos 6 puntos básicos adicionales, hasta alcanzar el 4,1% en noviembre de 2009, los tipos de interés a corto plazo aplicados a los préstamos por importes elevados concedidos a las sociedades no financieras aumentaron 9 puntos básicos, hasta el 2,2%. Los tipos de interés a corto plazo aplicados a los préstamos por importes reducidos otorgados a las sociedades no finan-

Gráfico 15 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.

cieras se mantuvieron prácticamente sin cambios en torno a su mínimo histórico del 3,3%.

Dado que el EURIBOR a tres meses se redujo 2 puntos básicos en noviembre de 2009, los diferenciales entre los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM y el tipo a tres meses del mercado monetario se estrecharon ligeramente para los préstamos a los hogares y se ampliaron para los préstamos a las sociedades no financieras (véase gráfico 17). En general, esta evolución sugiere que la transmisión de la reducción de los tipos de interés oficiales del BCE que se venía produciendo desde octubre de 2008 está llegando a su fin.

Desde una perspectiva a más largo plazo, entre septiembre de 2008 (es decir, justo antes del inicio del ciclo de relajación de la política monetaria) y noviembre de 2009, los tipos de interés a corto plazo de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda y de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras descendieron unos 300 a 340 puntos básicos, frente a una disminución de 430 puntos básicos del EURIBOR a tres meses, lo que es indicativo de una considerable transmisión de las variaciones de los tipos de mercado a los tipos de interés aplicados a los préstamos por las entidades de crédito. Los tipos de interés normalmente más «rígidos» aplicados a los descubiertos en cuenta y al crédito al consumo a corto plazo se han ajustado en mucha menor medida a lo largo del mismo período.

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

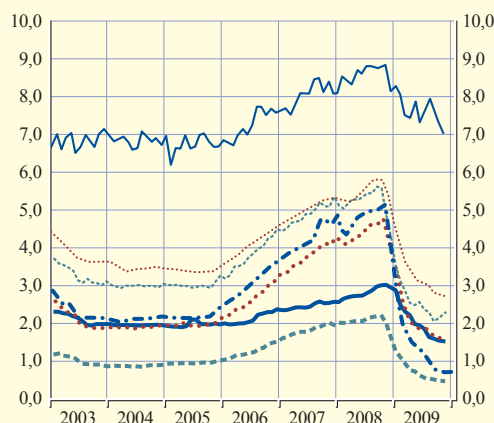
En cuanto a los préstamos concedidos por las IFM con períodos iniciales de fijación del tipo más largos, los tipos aplicados a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años y hasta diez años se mantuvieron sin cambios en el 4,5% en noviembre de 2009 (véase gráfico 18). Los tipos medios aplicados a los préstamos por importes reducidos otorgados a las sociedades no financieras con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años volvieron a bajar, en 8 puntos básicos, hasta el 4,18%. Al mismo tiempo, los tipos de interés aplicados a los préstamos por importes elevados concedidos a las sociedades no financieras con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años aumentaron 15 puntos básicos (hasta el 3,8%) en noviembre de 2009, tras alcanzar su nivel más bajo desde 2003 el mes anterior.

En un horizonte más dilatado, entre septiembre de 2008 y noviembre de 2009, las entidades de crédito de la zona del euro ajustaron los tipos de interés aplicados a los préstamos a largo plazo otorgados a las

Gráfico 16 Tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM y tipo de mercado a corto plazo

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

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

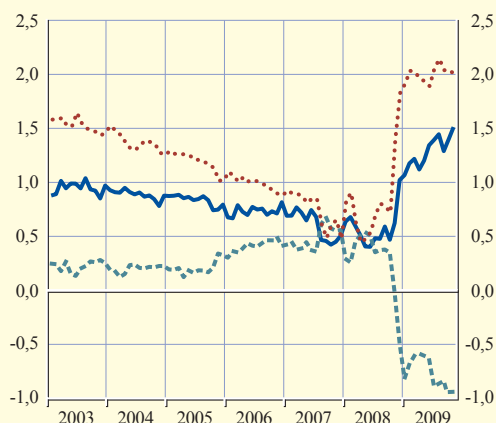


Fuente: BCE.

Gráfico 17 Diferenciales entre los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM y el tipo a tres meses del mercado monetario

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

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

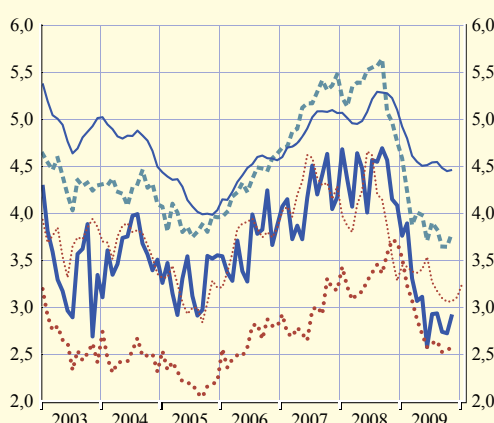


Fuente: BCE.
Nota: Los diferenciales de los préstamos se calculan como el tipo de interés de los préstamos y créditos menos el tipo a tres meses del mercado monetario, y los de los depósitos se calculan como el tipo a tres meses del mercado monetario menos el tipo de interés de los depósitos.

Gráfico 18 Tipos de interés a largo plazo aplicados por las IFM y tipo de mercado a largo plazo

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

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



Fuente: BCE.

sociedades no financieras más o menos en línea con el descenso del rendimiento de la deuda pública a largo plazo. Por el contrario, los tipos de interés a largo plazo aplicados a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda no se han reducido tanto en el período considerado, reflejo, con toda probabilidad, de una transmisión incompleta y más lenta (en ausencia de otras fuentes de financiación para los hogares) y también de la inquietud respecto al riesgo de crédito y al valor de las garantías hipotecarias.

La rentabilidad de las entidades de crédito de la zona del euro depende, entre otras cosas, del diferencial entre los tipos de interés de los préstamos y de los depósitos, tanto el basado en los saldos vivos como el basado en las nuevas operaciones. La primera medida no experimentó prácticamente variaciones entre octubre y noviembre de 2009. Sin embargo, la segunda se elevó 22 puntos básicos (hasta el 2,2%), aunque se mantuvo por debajo de la media registrada desde 2003.

2.6 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

En diciembre de 2009 y a comienzos de enero de 2010, los precios de las acciones siguieron subiendo en la zona del euro y en Estados Unidos. Al mismo tiempo, la volatilidad implícita de los mercados de renta variable disminuyó de forma significativa a ambos lados del Atlántico. La subida de las cotizaciones bursátiles tuvo su origen en la publicación de datos económicos generalmente positivos en los

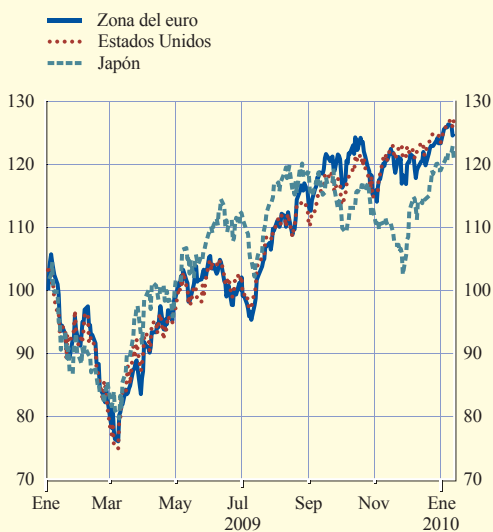
principales mercados, en las revisiones al alza de las expectativas de beneficios en el período considerado y en un nuevo aumento de la tolerancia al riesgo al inicio de 2010. En la zona del euro, el crecimiento de los beneficios por acción esperado en los próximos doce meses volvió a elevarse en diciembre de 2009, reflejo de las mejores expectativas para los sectores financiero y no financiero.

En diciembre de 2009 y a principios de enero de 2010, los índices bursátiles de la zona del euro y de Estados Unidos mantuvieron la tendencia al alza observada desde marzo de 2009. En la primera parte del período analizado, el sector no financiero registró resultados algo mejores que los del sector financiero, en el que se había iniciado anteriormente la recuperación de los precios de las acciones. Sin embargo, hacia finales del período examinado la tendencia al alza se generalizó y las acciones registraron importantes ganancias en la mayor parte de los sectores económicos. Entre finales de noviembre de 2009 y el 13 de enero de 2010, las cotizaciones bursátiles de la zona del euro, medidas por el índice Dow Jones EURO STOXX, y las de Estados Unidos, medidas por el índice Standard & Poor's 500, ganaron un 6,8% y un 4,6%, respectivamente, mientras que las de Japón, medidas por el índice Nikkei 225, subieron incluso más, en torno a un 15%, tras el notable descenso observado en los meses anteriores (véase gráfico 19). La incertidumbre a corto plazo de los mercados de renta variable, medida por la volatilidad implícita, volvió a disminuir, hasta situarse por debajo de los niveles más reducidos observados a lo largo de 2009 y a comienzos de enero de 2010 (véase gráfico 20).

Para las empresas cotizadas de la zona del euro, el crecimiento de los beneficios efectivos por acción siguió siendo reducido en diciembre de 2009. Los beneficios efectivos por acción de las empresas in-

Gráfico 19 Índices bursátiles

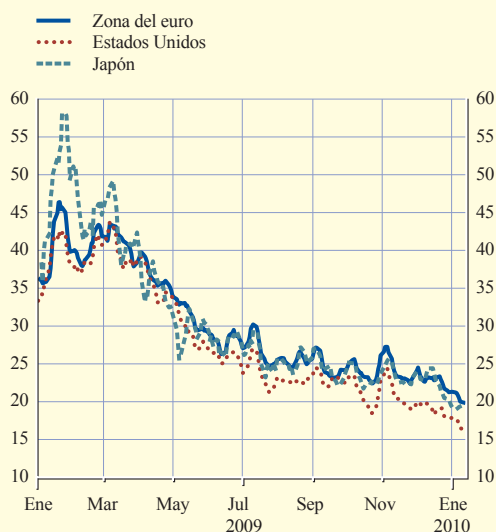
(índice: 1 de enero de 2009 = 100; datos diarios)



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 20 Volatilidad implícita de los mercados de renta variable

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



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

cluidas en el índice Dow Jones EURO STOXX disminuyeron en un 36%, lo que supuso una ligera mejora con respecto al mes de noviembre. Se observó una mejora más significativa del crecimiento esperado de los beneficios por acción en los próximos doce meses, que se elevó al 30%, desde el 22% de noviembre. Los beneficios esperados por acción han venido experimentando una mejora sostenida desde el inicio del tercer trimestre de 2009.

Los fuertes aumentos de los precios de las acciones registrados en el período considerado fueron consecuencia de la publicación de datos macroeconómicos más favorables de lo previsto, que impulsaron a algunos participantes en el mercado a volver a revisar al alza las expectativas de crecimiento de las principales economías. Además, al final del año se observó una mayor tolerancia al riesgo por parte de los inversores institucionales, lo que se tradujo en ganancias bastante generalizadas en los activos de riesgo, incluidas la renta fija privada de calificación crediticia más baja y las materias primas.

Desde una perspectiva a más largo plazo, el aumento bastante rápido y generalizado de los precios de los activos de riesgo observado desde marzo de 2009 parece, hasta el momento, haber sido principalmente una corrección de los anteriores acusados descensos de los precios. En este punto, un nuevo y marcado incremento de los precios de los activos podría, sin embargo, acentuar el riesgo de bruscas correcciones del mercado en el futuro.

3 PRECIOS Y COSTES

Según el avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC volvió a elevarse en diciembre, hasta el 0,9%, desde el 0,5% de noviembre. El resultado de diciembre estuvo en línea con las expectativas y reflejó, principalmente, el comportamiento de los precios mundiales de la energía observado hace un año. La evolución a corto plazo de la inflación interanual medida por el IAPC sigue estando determinada, en gran medida, por los efectos de base al alza derivados de las anteriores variaciones de los precios de los alimentos y de la energía. Al mismo tiempo, se espera que las variables fundamentales de la economía, como una reducida demanda de consumo y un menor crecimiento de los costes laborales, influyan en la evolución de la inflación interanual medida por el IAPC, que se situará, según las previsiones, en un nivel próximo al 1% a comienzos de 2010 y se mantendrá a medio plazo en una senda moderada, como resultado de la lenta recuperación de la demanda que debería producirse en la zona del euro y en otros países, lo que mejorará el poder adquisitivo de los hogares de la zona del euro. Cabe destacar que las expectativas de inflación a medio y largo plazo permanecen firmemente ancladas, en línea con el objetivo del Consejo de Gobierno de mantener las tasas de inflación en un nivel inferior, aunque próximo, al 2% a medio plazo. Los riesgos para las perspectivas de inflación están, en general, equilibrados.

3.1 PRECIOS DE CONSUMO

Según el avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se situó en el 0,9% en diciembre, frente al 0,5% de noviembre (véase cuadro 4). Aunque no se han publicado todavía las estimaciones oficiales del detalle del IAPC de diciembre, se sabe que el resultado de ese mes se vio afectado por un fuerte efecto de base al alza del componente energético, como consecuencia de la caída experimentada por los precios del petróleo en los mercados internacionales doce meses antes.

Por sectores, la tasa de variación interanual del IAPC de los precios del componente energético se elevó de forma significativa, hasta el -2,4%, en noviembre de 2009, el último mes para el que se dispone de datos desagregados, desde el -8,5% de octubre, como resultado, en parte, de un acusado efecto de base al alza derivado de las variaciones de los precios del petróleo registradas el año pasado. Además, los precios de la energía subieron en términos intermensuales en noviembre de 2009, debido, principalmente, al aumento de los precios de los combustibles y de los lubricantes para vehículos privados.

Cuadro 4 Evolución de los precios

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	2008	2009	2009 Jul	2009 Ago	2009 Sep	2009 Oct	2009 Nov	2009 Dic
IAPC y sus componentes								
Índice general ¹⁾	3,3	.	-0,7	-0,2	-0,3	-0,1	0,5	0,9
Energía	10,3	.	-14,4	-10,2	-11,0	-8,5	-2,4	.
Alimentos no elaborados	3,5	.	-1,1	-1,2	-1,3	-1,6	-1,3	.
Alimentos elaborados	6,1	.	0,8	0,6	0,5	0,3	0,5	.
Bienes industriales no energéticos	0,8	.	0,5	0,6	0,5	0,3	0,2	.
Servicios	2,6	.	1,9	1,8	1,8	1,8	1,6	.
Otros indicadores de precios								
Precios industriales	6,1	.	-8,4	-7,5	-7,6	-6,6	-4,5	.
Precios del petróleo (euro/barril)	65,9	44,6	46,5	51,1	46,9	49,8	52,1	51,5
Precios de las materias primas no energéticas	2,1	-18,6	-22,9	-16,4	-17,0	-7,3	-0,9	18,4

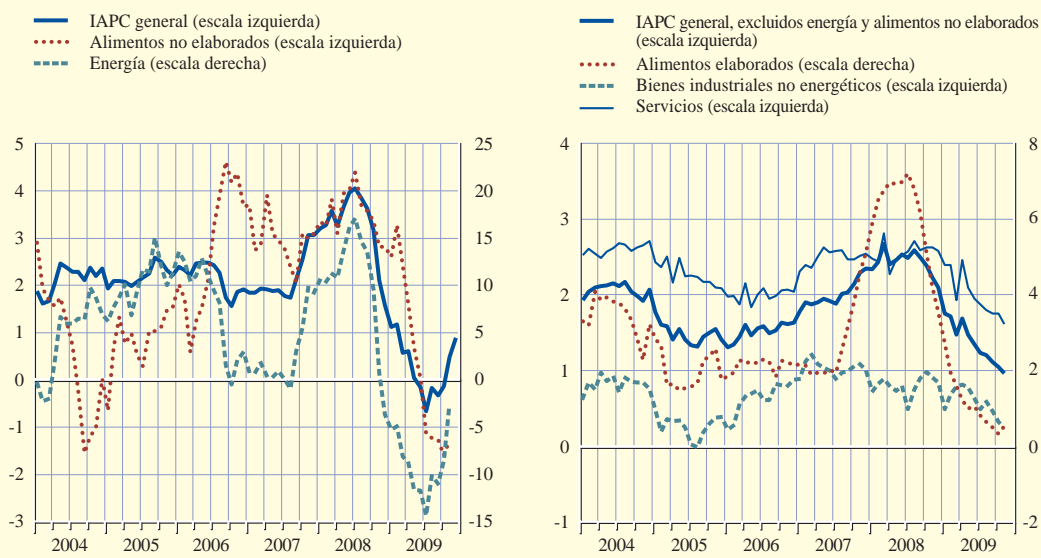
Fuentes: Eurostat, BCE y cálculos del BCE basados en datos de Thomson Financial Datastream.

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 diciembre de 2009 corresponde a una estimación preliminar de Eurostat.

Gráfico 21 Desagregación del IAPC por principales componentes

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

La tasa de variación interanual de los precios del componente de alimentos no elaborados del IAPC de la zona del euro se situó en el $-1,3\%$ en noviembre, frente al $-1,6\%$ de octubre, como reflejo, en buena parte, de un efecto de base derivado de la evolución de los precios de las frutas y hortalizas, que suelen ser volátiles al depender de las condiciones meteorológicas. Al mismo tiempo, en los últimos meses el descenso de la tasa de crecimiento interanual de los precios de la carne ha incidido, en gran medida, en la evolución de los precios de los alimentos no elaborados. La desaparición de la perturbación que afectó a los precios de las materias primas alimentarias el año pasado ha reducido también la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos elaborados en los últimos meses. Sin embargo, en noviembre esta tasa aumentó ligeramente, hasta el $0,5\%$, señal de una posible estabilización. No obstante, la fuerte competencia en los precios al por menor de los alimentos y la debilidad de la demanda de consumo siguen ejerciendo presiones a la baja sobre los precios de los alimentos elaborados.

Si se excluyen los alimentos y la energía, que representan cerca del 30% de la cesta del IAPC, la inflación medida por el IAPC disminuyó $0,2$ puntos porcentuales, hasta el 1% , en noviembre, reflejo de un ligero descenso de la tasa de variación interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos y de una nueva caída de la inflación en los precios de los servicios.

La tasa de variación interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos volvió a disminuir, hasta el $0,2\%$ en noviembre, desde el $0,3\%$ de octubre, manteniendo, por tanto, la leve tendencia a la baja observada el año pasado. Esta tendencia ha estado determinada, fundamentalmente, por los precios de los bienes de consumo duradero, sobre todo los automóviles, y en menor medida por los del subcomponente de bienes de consumo semiduradero, que reflejan, básicamente, el comportamiento de los precios de los artículos de vestir y del calzado.

La inflación en los precios de los servicios disminuyó hasta el $1,6\%$ en noviembre, desde el $1,8\%$ de octubre, alcanzando su nivel más bajo desde noviembre de 2000. La tendencia descendente que este

componente del IAPC ha mostrado en 2009 estuvo originada, principalmente, por el ajuste a la baja de los precios de las partidas relacionadas con los viajes de ocio, que se han visto afectadas por la debilidad de la situación económica y de la demanda.

Según la encuesta de la Comisión Europea, las percepciones y expectativas de los consumidores de la zona del euro acerca de la inflación volvieron a elevarse en diciembre, señalando que la percepción de la inflación tiende a estabilizarse, tendencia que continuará, probablemente, en los próximos meses.

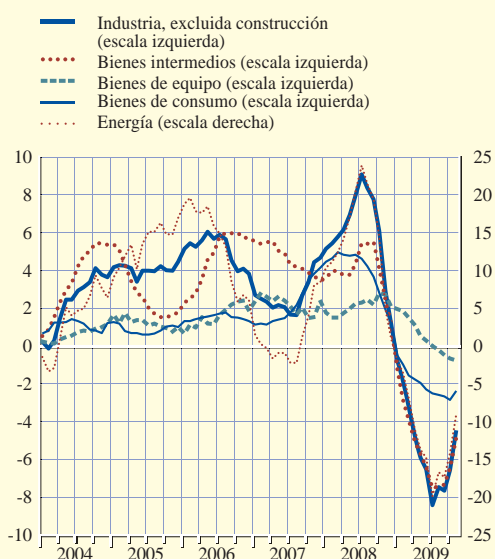
3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

La tasa de variación interanual de los precios industriales, excluida la construcción, aumentó en noviembre, hasta el -4,4%, desde el -6,6% de octubre. Aunque esta moderación se produjo de forma generalizada, fue impulsada por los precios de los componentes de energía y de bienes intermedios. La tasa de variación interanual de los precios del componente energético se elevó hasta el -8,7% en el mes de noviembre, desde el -14,2% de octubre, como resultado, principalmente, de efectos de base positivos. De forma similar, la tasa de variación interanual de los precios de los bienes intermedios ascendió, desde el -6,4% de octubre, hasta el -5% de noviembre, como consecuencia, fundamentalmente, de efectos de base.

En las últimas fases de la cadena de producción, la tasa de variación interanual de los precios de los bienes de equipo se mantuvo estable, mientras que la correspondiente tasa de los precios de los bienes de consumo, que sigue en general la evolución de los precios del componente de alimentos, aumentó en

Gráfico 22 Desagregación de los precios industriales

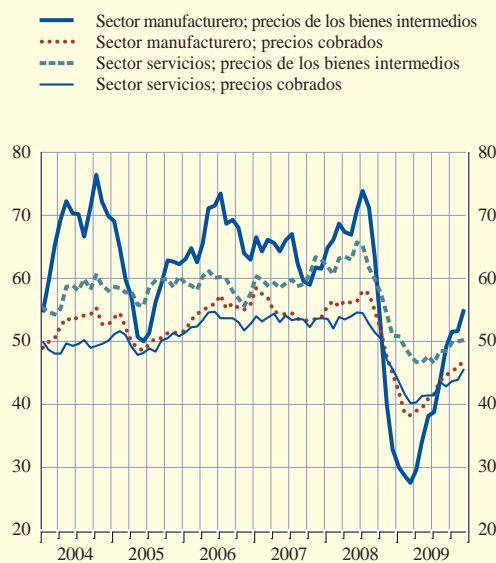
(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico 23 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.

noviembre. Sin embargo, las tasas de variación interanual de estos dos componentes siguen registrando valores negativos, De cara al futuro, es probable que el incremento de los precios de la energía y de los bienes intermedios observado en los últimos meses se trasladará a los precios de los bienes de equipo y de los bienes de consumo, aunque el ritmo y la magnitud de esta transmisión son todavía inciertos.

La información relativa a los últimos meses procedente de las encuestas sobre fijación de precios por parte de las empresas indica una moderación de las presiones a la baja sobre los precios (véase gráfico 23). Por lo que se refiere a la encuesta a los directores de compras, el índice de precios de los bienes intermedios en los sectores de manufacturas y de servicios volvió a subir en diciembre, situándose por encima de 50 en ambos sectores, lo que señala una elevación de los precios de los bienes intermedios, posiblemente asociada a un aumento de los precios de las materias primas. Asimismo, los índices de precios cobrados en los sectores de manufacturas y de servicios ascendieron también, aunque se mantuvieron por debajo de 50. Esta evolución indica que, mientras que las empresas siguen ofreciendo descuentos para estimular las ventas de bienes y servicios ante la debilidad de la demanda subyacente, se están atemperando las presiones a la baja sobre los precios.

3.3 INDICADORES DE COSTES LABORALES

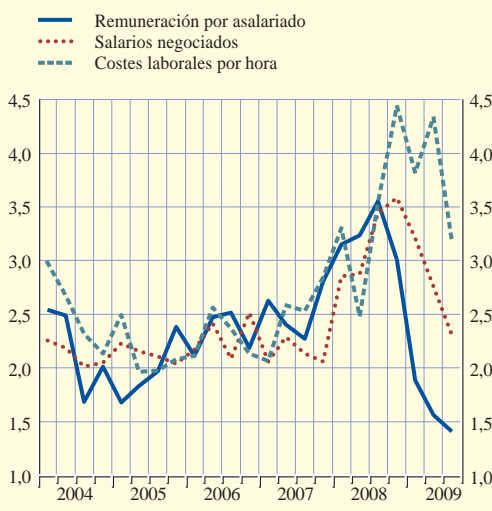
Los indicadores de costes laborales de los que se ha venido disponiendo desde el anterior Boletín Mensual apuntan a un menor crecimiento de dichos costes. En conjunto, el descenso del crecimiento interanual de los costes laborales en el tercer trimestre de 2009 fue reflejo del menor crecimiento de los salarios por hora y de la reducción del número de 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 24 y cuadro 5).

La tasa de crecimiento interanual de los salarios negociados en la zona del euro disminuyó, desde el 2,8% del segundo trimestre de 2009, hasta el 2,3% del tercer trimestre. Este notable descenso fue reflejo, probablemente, de la fuerte desaceleración de la actividad económica, del persistente aumento del desempleo y de la pronunciada caída de la inflación. Dado que los salarios negociados reflejan los aumentos salariales acordados en los convenios colectivos, este indicador tiende a responder a cambios en la situación económica con cierto retraso. La información disponible señala que la tasa de crecimiento interanual de los salarios negociados puede haber registrado un nuevo descenso en el cuarto trimestre de 2009.

La tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado volvió a disminuir, hasta el 1,4% en el tercer trimestre de 2009, desde el 1,6% del trimestre anterior. La nueva moderación de la tasa de crecimiento interanual de este indicador fue resultado del menor crecimiento de los salarios por hora, de

Gráfico 24 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

Cuadro 5 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	2007	2008	2008 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	3,5	4,4	3,8	4,3	3,2
Remuneración por asalariado	2,5	3,2	3,6	3,0	1,9	1,6	1,4
<i>Pro memoria:</i>							
Productividad del trabajo	1,0	-0,1	-0,1	-1,7	-3,8	-3,1	-2,0
Costes laborales unitarios	1,6	3,3	3,6	4,8	5,9	4,8	3,5

Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

la reducción de las horas trabajadas y de recortes en los elementos flexibles de las remuneraciones. Por sectores, se observa que la desaceleración estuvo determinada, principalmente, por el componente de servicios de mercado (véase gráfico 25).

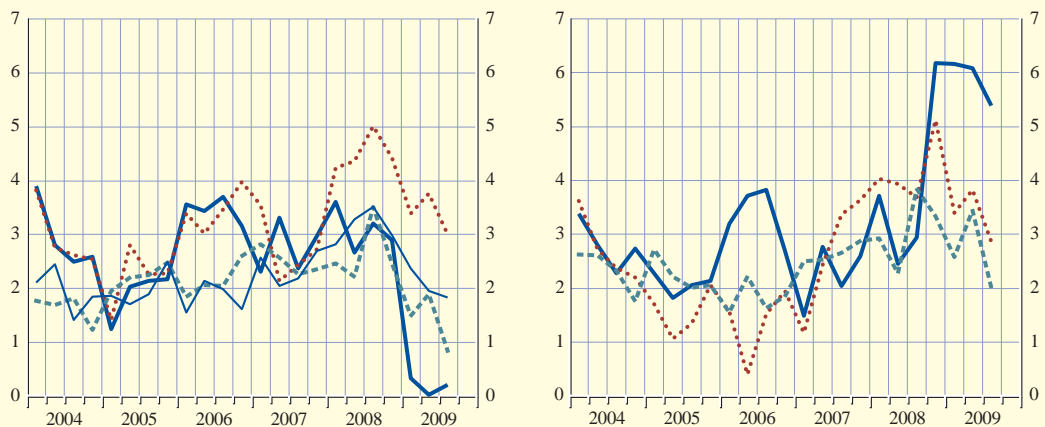
En consonancia con la reciente desaceleración del crecimiento de los salarios negociados y de la remuneración por asalariado, los costes laborales por hora disminuyeron también en el tercer trimestre, hasta el 3,2%, desde el 4,3% del segundo trimestre. Sin embargo, la tasa de crecimiento interanual de este indicador es todavía alta, en comparación con otros indicadores de costes laborales. El crecimiento persistentemente elevado de los costes laborales por hora sigue siendo resultado del impacto de las distintas medidas adoptadas en varias economías de la zona del euro para reducir el número de horas trabajadas por asalariado. Debido a que el sector industrial es el que se ha visto más afectado por estas medidas de ajuste, la tasa más alta de crecimiento interanual de los costes laborales por hora, que alcanzó el 5,4%, se registró en este sector en el tercer trimestre de 2009.

Gráfico 25 Evolución de los costes laborales por sectores

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)

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

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



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

La tasa de crecimiento interanual de la productividad por asalariado volvió a experimentar un fuerte descenso en el tercer trimestre de 2009, con una caída del 2%, en comparación con el mismo trimestre del año anterior. Sin embargo, este descenso fue menor que la contracción del 3,1% observada en el segundo trimestre y contribuyó a reducir la tasa de crecimiento interanual de los costes laborales unitarios hasta el 3,5%. Considerando que la tasa media de crecimiento interanual de los costes laborales unitarios desde el inicio de la UEM se ha situado en torno al 1,8%, su nivel actual sigue siendo muy alto.

3.4 PERSPECTIVAS DE EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS

A corto plazo, los efectos de base al alza derivados de las variaciones de los precios de los alimentos y de la energía seguirán configurando la evolución de la inflación interanual medida por el IAPC (véase recuadro 3). Al mismo tiempo, se espera que las variables fundamentales de la economía, como una reducida demanda de consumo y un menor crecimiento de los costes laborales, influyan en la evolución del IAPC. De cara al futuro, en el horizonte temporal relevante para la política monetaria, se estima que la evolución de los precios y costes se mantendrá en una senda moderada, ante la debilidad de la demanda en la zona del euro y en otros países. Cabe destacar que las expectativas de inflación a medio y largo plazo permanecen firmemente ancladas, en línea con el objetivo del Consejo de Gobierno de mantener las tasas de inflación en un nivel inferior, aunque próximo, al 2% a medio plazo.

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.

Recuadro 3

LOS EFECTOS DE BASE Y SU IMPACTO SOBRE LA INFLACIÓN MEDIDA POR EL IAPC EN 2010

La evolución de la inflación medida por el IAPC se analiza, con frecuencia, en términos de tasas de variación interanual, que muestran en qué medida el índice ha variado en doce meses, comparando el valor observado en un mes con el registrado en el mismo mes del año anterior. La utilización de este indicador estadístico implica que las fluctuaciones de la inflación interanual medida por el IAPC se ven notablemente afectadas por las variaciones experimentadas por el índice doce meses antes, lo que se conoce como «efectos de base». En consecuencia, para valorar las variaciones de la inflación interanual medida por el IAPC, resulta útil desagregarlas en un componente de efectos de base y un componente relacionado con la evolución reciente de la inflación intermensual. El componente de efectos de base tiende a influir especialmente en períodos en los que la inflación había mostrado un año antes una elevada volatilidad, inducida, por ejemplo, por acusadas variaciones de los precios de las materias primas. En los dos últimos años, los precios de la energía y de los alimentos han originado gran parte de las pronunciadas oscilaciones de la inflación medida por el IAPC, dado que las marcadas fluctuaciones de los precios del petróleo y de las materias primas alimentarias en los mercados internacionales han sido trasladadas a los precios de consumo. Los efectos de base de estos dos componentes seguirán incidiendo probablemente de forma significativa en la inflación medida por el índice general en los próximos meses, ya que las fuertes caídas registradas en los precios de la ener-

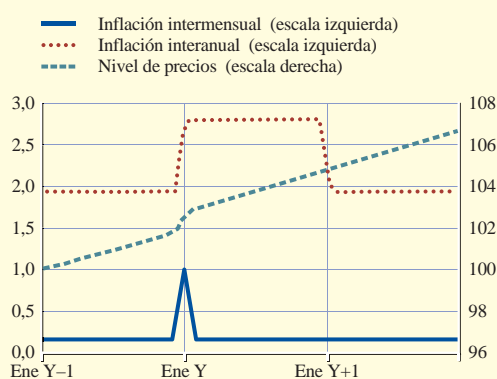
gía hacia finales de 2008 y el descenso de los precios de los alimentos observado en el transcurso de 2009 solo desaparecen de la comparación interanual un año más tarde. Tal y como se indica en el presente recuadro, a la hora de valorar la evolución prospectiva de la inflación medida por el IAPC en el transcurso de 2010 es necesario tener en cuenta las contribuciones de estos efectos de base.

Definición

Las fluctuaciones de las tasas de variación interanual muestran la presencia recurrente de efectos de base, que se observan cuando las oscilaciones de la tasa de variación interanual de un indicador económico dependen más de alguna influencia atípica que afectó a la evolución del indicador doce meses antes que de su comportamiento intermensual¹. Para ilustrar esta distinción con un ejemplo sencillo se adopta el supuesto de que la inflación intermensual es del 0,16% cada mes, excepto en enero del año Y, cuando, debido a un acontecimiento singular, como una subida del IVA, la inflación se eleva al 1% (véase gráfico A). En consecuencia, la inflación calculada en términos interanuales aumenta desde el 1,9% de diciembre del año Y-1 al 2,8% de enero del año Y, nivel en el que se mantiene durante un año, antes de recaer al 1,9% en enero del año Y+1. La caída de la tasa de inflación interanual en enero del año Y+1 se explica por un efecto de base a la baja, debido a que la elevación inusual del nivel de precios registrada un año antes desaparece de la comparación interanual.

Gráfico A Ilustración de los efectos de base

(tasas de variación e índice: enero Y-1 = 100)



Fuente: Cálculos del BCE.

Aunque se trata de un concepto intuitivo, en la práctica no es fácil identificar y estimar los efectos de base. Decir que un efecto de base se deriva de influencias atípicas de un año antes supone calcular una desviación de la tasa de variación intermensual en el período base con respecto a su perfil habitual, pero no suele haber ninguna manera especial de distinguir entre efectos típicos y atípicos. En el presente recuadro, el perfil habitual de las variaciones intermensuales del IAPC se calcula para cada mes, añadiendo un efecto estacional estimado a la tasa media de variación intermensual observada desde enero de 1995.

Impacto de los efectos de base sobre el perfil de la inflación de la zona del euro en 2010

En 2010, se espera que los efectos de base contribuyan a la evolución de la inflación medida por el índice general de una forma nada despreciable, aunque más moderada que el año precedente. El gráfico B muestra las contribuciones esperadas de los efectos de base de los componentes de energía y de alimentos a las variaciones intermensuales de la tasa de inflación interanual en los doce meses hasta noviembre de 2010.

1 Técnicamente, un efecto de base puede definirse como la contribución a la variación de la tasa de inflación interanual en un determinado mes, derivada de una desviación de la tasa de variación intermensual en el mes base (es decir, el mismo mes del año anterior), con respecto a su perfil habitual o normal, teniendo en cuenta las fluctuaciones estacionales. Véanse el recuadro titulado «Evolución reciente y futura de la inflación medida por el IAPC: incidencia de los efectos de base», en el Boletín Mensual de diciembre de 2008, y las referencias señaladas en dicho recuadro.

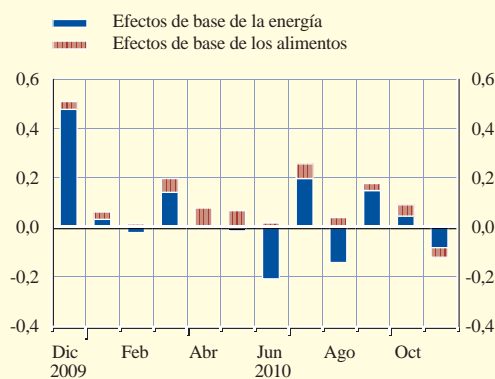
Del gráfico pueden deducirse algunos rasgos significativos. En general, se prevé que la contribución de los efectos de base de la energía y de los alimentos a las variaciones intermensuales de la inflación interanual será positiva. Se estima que los efectos de base del componente energético serán los mayores, en términos de variación intermensual de la inflación interanual medida por el IAPC, entre noviembre y diciembre de 2009 (en torno a 0,5 puntos porcentuales). Posteriormente, se espera que reflejen la volatilidad de los precios de la energía observada en el transcurso de 2009. Al mismo tiempo, la contribución de los efectos de base de los precios de los alimentos elaborados y no elaborados a la evolución intermensual de la inflación interanual medida por el IAPC sería positiva cada mes hasta octubre de 2010, como consecuencia de la evolución moderada de las tasas de variación intermensual de los precios de los alimentos elaborados y de los precios de la carne (dentro del componente de alimentos no elaborados) en el transcurso de 2009, reflejo de la desaparición de la perturbación que afectó a los precios de las materias primas alimentarias en los mercados internacionales.

El gráfico C muestra la contribución acumulada de los efectos de base a la evolución de las tasas de variación interanual del IAPC en doce meses a partir de noviembre de 2009. Como se aprecia en el gráfico, se prevé que los efectos de base totales de los componentes de energía y de alimentos tendrán un impacto al alza acumulado de cerca de 1 punto porcentual sobre la inflación interanual medida por el IAPC desde noviembre de 2009 a noviembre de 2010. Aunque este efecto de base se derive inicialmente de variaciones de los precios de la energía, con el tiempo crecerá la importancia del efecto de base de los precios de los alimentos, casi hasta igualar la de los precios energéticos al final del período.

En general, estos efectos de base al alza derivados de variaciones de los precios de la energía y de los alimentos contribuirán probablemente a configurar las perspectivas de evolución de la inflación interanual medida por el IAPC en los próximos meses. Sin embargo, la medida en que aumentará la inflación es incierta y no se puede evaluar mecánicamente solamente a partir de los efectos de base. El perfil de la tasa de variación interanual del IAPC dependerá del impacto de las fluctuaciones de las variables fundamentales de la economía, como la fortaleza de la demanda de consumo y el crecimiento de los costes laborales, así como de la evolución futura de los precios de las materias primas y de cómo estos se trasladarán a los consumidores de la zona del

Gráfico B Contribución de los efectos de base de la energía y de los alimentos a las variaciones intermensuales de la inflación interanual medida por el IAPC

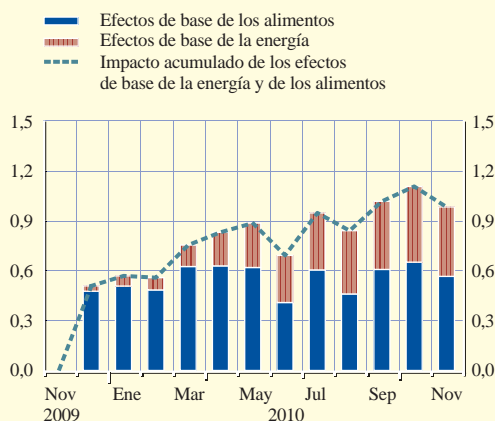
(puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico C Impacto acumulado de los efectos de base de la energía y de los alimentos

(puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

euro. Si la actividad económica se recupera de forma moderada en la zona del euro y en otros países, tal y como se prevé actualmente, las variables fundamentales de la economía contribuirán a contener la inflación medida por el IAPC general en el corto plazo. Así pues, el aumento previsto de la inflación medida por el IAPC general en 2010, desde una tasa interanual estimada del 0,9% en diciembre de 2009, no debería interpretarse como un rebrote de las presiones inflacionistas subyacentes.

4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

El PIB real de la zona del euro creció un 0,4% en el tercer trimestre de 2009, tras haber registrado una ligera contracción en el trimestre anterior. Los últimos datos indican que la actividad económica de la zona siguió mejorando a finales de 2009. La zona del euro ha venido beneficiándose de un giro en el ciclo de existencias y de la recuperación 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, dado que la demanda interna sigue siendo moderada y que algunos de los factores en que se basa la recuperación son de carácter temporal, las perspectivas siguen estando sujetas a cierto grado de incertidumbre. La volatilidad de los nuevos datos hace esperar que la economía de la zona del euro crezca a un ritmo moderado en 2010 y que el proceso de recuperación sea desigual. Es probable que la economía de la zona del euro se vea afectada por el proceso de corrección de los balances que se está llevando a cabo 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.

4.1 PIB REAL Y COMPONENTES DE LA DEMANDA

La actividad económica empezó a recuperarse de nuevo en el tercer trimestre de 2009, tras haberse contraído durante cinco trimestres consecutivos. La segunda estimación de Eurostat confirmó que el PIB real creció un 0,4%, en tasa intertrimestral, en el período comprendido entre julio y septiembre de 2009, tras registrar un reducido descenso en el trimestre anterior. La tasa de crecimiento del PIB para el segundo trimestre se revisó ligeramente al alza, del -0,2% al -0,1% (véase gráfico 26). Las encuestas de opinión y los indicadores mensuales sugieren que la actividad económica siguió mejorando en la zona del euro en los últimos meses de 2009.

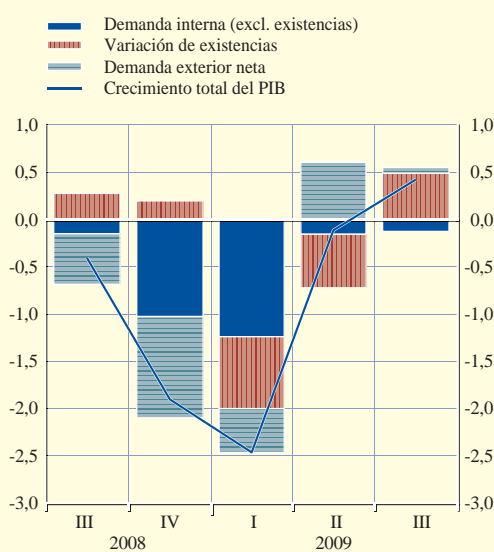
La desagregación del PIB por el lado del gasto en el tercer trimestre muestra una contribución levemente negativa de la demanda interna (excluidas las existencias) y aportaciones positivas de las existencias y, en menor medida, de la demanda exterior neta. La contribución negativa de la demanda interna obedeció a los descensos observados en la inversión y en el consumo privado, que se vieron contrarrestados parcialmente por un incremento del consumo público.

El consumo privado retrocedió ligeramente en el tercer trimestre de 2009, descendiendo un 0,1%, en tasa intertrimestral, tras haber registrado un crecimiento moderado en el trimestre anterior. El gasto de los hogares mantuvo su moderación en el tercer trimestre, por lo que las ventas del comercio al por menor cayeron un 0,5%, en tasa intertrimestral.

En cuanto al último trimestre de 2009, la información disponible sobre las ventas al por menor y sobre la confianza de los consumidores y las matriculaciones de automóviles ofrece un panorama ligeramente contradictorio. Por una parte, las encuestas de opinión de los consumidores apuntan a una

Gráfico 26 Crecimiento del PIB real y contribuciones

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



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

mejora paulatina. Por ejemplo, el indicador de confianza de los consumidores de la zona del euro elaborado por la Comisión Europea aumentó cada uno de los meses del último trimestre de 2009, continuando la tendencia al alza que se inició en el primer semestre del año. Por otra parte, las ventas de comercio al por menor (incluidas las ventas de combustibles) se contrajeron un 1,2% en noviembre, tras un incremento del 0,2% en el mes anterior. En términos de medias móviles de tres meses, las ventas del comercio al por menor cayeron un 0,9%, es decir, más que en el tercer trimestre del año (véase gráfico 27). En los mismos términos de medias móviles de tres meses, el crecimiento de las matriculaciones de automóviles se situó en el 1,7% en noviembre, frente al 3% registrado en el tercer trimestre. Esta evolución indica claramente que el impacto de los incentivos fiscales para la adquisición de automóviles adoptados en algunos países está disminuyendo.

En resumen, mientras que las encuestas de opinión han seguido apuntando a una mejora en la confianza de los consumidores, la evolución reciente de las ventas del comercio al por menor y de las matriculaciones de automóviles, junto con la debilidad de los mercados de trabajo y la reducción del impacto de los incentivos fiscales a la compra de automóviles, sugiere que el gasto en consumo siguió siendo moderado durante el cuarto trimestre de 2009.

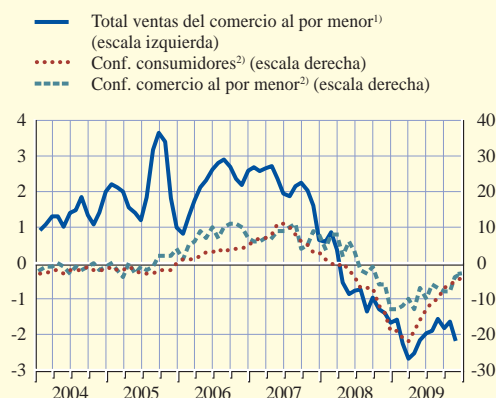
La formación bruta de capital fijo retrocedió un 0,8%, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre de 2009, tras una contracción del 1,6% en el periodo de tres meses anterior. Esta evolución confirma que el ritmo de descenso de la inversión se está moderando en relación con las elevadas tasas intertrimestrales observadas en el cuarto trimestre de 2008 y en el primer trimestre de 2009, cuando la inversión cayó un 4% y un 5,4%, respectivamente. La desagregación de la inversión en el tercer trimestre de 2009 indica que la inversión en construcción, que se redujo un 1,8%, en tasa intertrimestral, explica casi por completo este descenso, pues la inversión excluida la construcción disminuyó solo un 0,1%.

En cuanto a los indicadores de inversión disponibles en el cuarto trimestre, tanto la producción de la construcción como los nuevos pedidos industriales registraron una ligera reducción en octubre; sin embargo, la tasa de crecimiento de los nuevos pedidos industriales, en términos de medias móviles de tres meses, se mantuvo en niveles históricamente muy elevados. Se prevé que la inversión mejore en los próximos trimestres, pero que siga siendo moderada como consecuencia de la escasa utilización de la capacidad productiva, del mantenimiento de la debilidad de la demanda, de la elevada incertidumbre y de los ajustes efectuados en los mercados de la vivienda en algunos países de la zona del euro.

La recuperación de los flujos comerciales en el tercer trimestre del 2009 fue mayor de lo que reflejaba la primera estimación de Eurostat. Las exportaciones aumentaron un 3,1%, en tasa intertrimestral, frente a la contracción del 1,2% observada en el segundo trimestre, mientras que las importaciones se incrementaron un 3%, tras el descenso del 2,8% registrado en el trimestre anterior. La contribución de la

Gráfico 27 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.

demanda exterior neta a la tasa de crecimiento intertrimestral del PIB fue de 0,1 puntos porcentuales, manteniéndose sin cambios con respecto a la primera estimación.

La variación de existencias contribuyó con 0,5 puntos porcentuales al crecimiento del PIB en el tercer trimestre de 2009, tras haber realizado una aportación negativa en los dos primeros trimestres del año. Parece que la desaceleración observada en el ritmo de desacumulación de existencias, más que el comienzo de una fase de reposición de existencias, explica la contribución de esta variable al crecimiento del PIB.

4.2 PRODUCTO, OFERTA Y MERCADO DE TRABAJO

La segunda estimación de Eurostat confirma que el aumento del 0,4% registrado en el valor añadido real en el tercer trimestre de 2009 fue impulsado por una acusada recuperación del producto en la industria, mientras que la actividad se mantuvo sin cambios en la rama de servicios y siguió contrayéndose en la construcción. En concreto, el valor añadido de la industria (excluida la construcción) ascendió un 2,3%, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre, tras haber retrocedido un 1,5% en el segundo trimestre. El valor añadido de los servicios no experimentó ningún crecimiento en el tercer trimestre, si bien había aumentado un 0,2% en el trimestre anterior, mientras que el valor añadido de la construcción se contrajo un 0,8% en el tercer trimestre, ligeramente por encima de la reducción del 0,7% observada en el segundo trimestre.

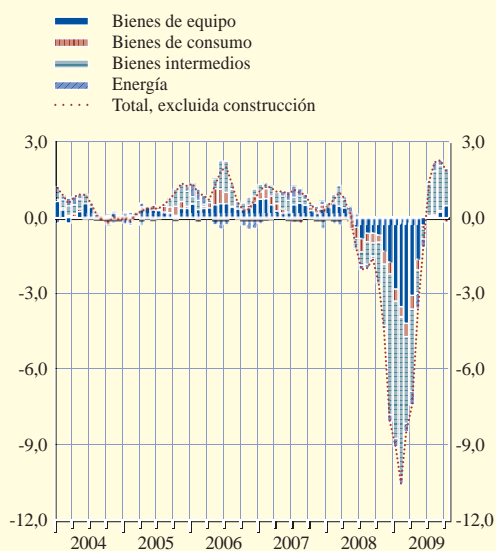
En cuanto a la evolución registrada en el cuarto trimestre, la producción industrial se incrementó un 1%, en tasa intermensual, en noviembre, tras un descenso del 0,3% en octubre. La evolución de la producción ha mostrado una clara recuperación en los últimos meses. En noviembre, la producción se situaba un 4,7% por encima del mínimo observado en abril de 2009 y, en el promedio de los dos meses del cuarto trimestre para los que se dispone de datos, la producción superaba en un 0,8% el nivel del tercer trimestre (véase gráfico 28).

Las encuestas indican que la actividad industrial se incrementó en los últimos meses de 2009 y continuó apuntando hacia la expansión económica, aunque partiendo de un nivel reducido (véase gráfico 29). El índice de directores de compras del sector manufacturero volvió a elevarse en diciembre, hasta situarse en 51,6. En el último trimestre del año, el índice se encontraba, en promedio, por encima de 51, desde menos de 48 en el tercer trimestre, por lo que se encontraba claramente en un rango que denotaba crecimiento por primera vez desde el segundo trimestre de 2008. La encuesta a los directores de compras también indica que el ritmo de desacumulación de existencias en la zona del euro se está desacelerando, lo que sugiere que, en igualdad de condiciones, las existencias deberían haber realizado una nueva contribución positiva al crecimiento del PIB en el último trimestre de 2009. Otras encuestas de opinión, como las de la Comisión Europea, confirman la mejora que indican los datos de la encuesta a los directores de compras. Los indicadores de opinión relativos a la actividad en la rama de servicios también han seguido una senda ascendente, y muestran que la actividad siguió recuperándose en el último trimestre de 2009.

La información disponible sobre la evolución económica reciente muestra que, en general, la actividad siguió recuperándose en el cuarto trimestre 2009. En particular, los indicadores de opinión han mantenido la tendencia de alza que se inició en el segundo trimestre. No obstante, las perspectivas económicas siguen caracterizándose por un cierto grado de incertidumbre. En el recuadro 4 se examinan las tendencias existentes en las percepciones de la incertidumbre, utilizando información procedente de la encuesta a expertos en previsión económica, llevada a cabo por el BCE.

Gráfico 28 Crecimiento de la producción industrial y contribuciones

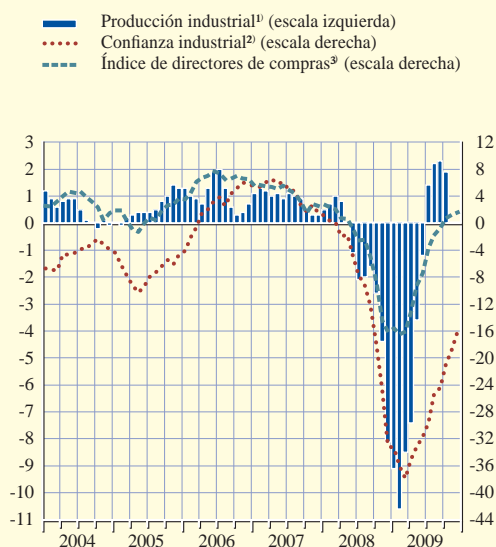
(tasa de crecimiento y contribuciones en puntos porcentuales; datos mensuales desestacionalizados)



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 29 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.

Recuadro 4

CÓMO MEDIR LAS PERCEPCIONES DE LA INCERTIDUMBRE MACROECONÓMICA

Desde la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008, las perspectivas macroeconómicas se han caracterizado por una incertidumbre más elevada de lo habitual. Además de dificultar la tarea de evaluar las perspectivas económicas, es posible que la mayor incertidumbre existente haya influido en las decisiones de las empresas y en el ahorro de los hogares, afectando, por tanto, a la inversión y al consumo. No obstante, no es sencillo calibrar en qué medida ha aumentado la incertidumbre y si ha empezado a retornar a niveles más normales. A fin de arrojar cierta luz sobre esta cuestión, en este recuadro se analiza la información facilitada por los participantes en la encuesta a expertos en previsión económica (EPE) realizada por el BCE en relación con el nivel de incertidumbre que perciben en torno a sus previsiones¹.

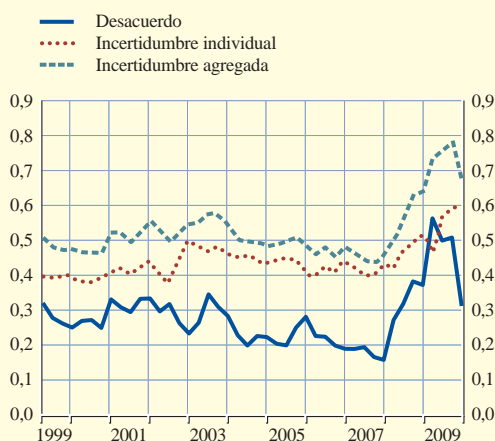
La EPE ofrece varias maneras de medir la incertidumbre de las previsiones, que se basan en el hecho de que los encuestados proporcionan una predicción o estimación puntual, así como una distribución

1 Para obtener un panorama de la incertidumbre en torno a las previsiones durante un período de tiempo más dilatado utilizando fundamentalmente datos de Consensus Economics, véase el recuadro titulado «Incertidumbre y perspectivas económicas de la zona del euro», en el Boletín Mensual de agosto de 2009. El análisis efectuado en el presente recuadro actualiza el análisis anterior, examina una serie de alternativas y trata la incertidumbre macroeconómica de forma más general, incluyendo la incertidumbre percibida en torno a las previsiones de la inflación medida por el IAPC y de la tasa de desempleo, así como a las perspectivas de la actividad económica (crecimiento del PIB).

de probabilidad en torno a esta estimación. Una de ellas consiste en recurrir a la información que se desprende de las distintas estimaciones puntuales y considerar que el «desacuerdo» en las opiniones de los distintos analistas constituye una indicación de incertidumbre. Esta medida de incertidumbre es muy restrictiva y prescinde de la información extra facilitada por los encuestados en lo que respecta a las distribuciones de probabilidad que asignan a su predicción. Existen dos formas de utilizar esa información extra. Una de ellas es calcular la desviación típica media de las distribuciones de probabilidad individuales facilitadas por los analistas, que se conoce como incertidumbre «individual». Aunque esta medida es informativa, la evidencia muestra que, a nivel individual, los expertos tienden a infravalorar el grado de incertidumbre de sus predicciones². Para obtener una medida más amplia de la incertidumbre, se puede calcular la «incertidumbre agregada», que combina el desacuerdo y la incertidumbre individual³. En el gráfico A se muestra la evolución y la relación de las distintas medidas de la incertidumbre en torno a las previsiones de inflación a un año vista de la EPE. La incertidumbre agregada es la medida en la que se centra este recuadro, pues parece que constituye un concepto más amplio de incertidumbre macroeconómica.

Gráfico A Medidas alternativas de la incertidumbre en torno a las previsiones de inflación a un año vista de la EPE

(puntos porcentuales)



Fuentes: EPE del BCE y cálculos del BCE.

Los gráficos B-D muestran la incertidumbre agregada de la inflación medida por el IAPC, del crecimiento del PIB y de la tasa de desempleo, tal y como la perciben los participantes en la EPE del BCE a distintos horizontes. En los gráficos figura la incertidumbre agregada para los años comprendidos entre 1999 y 2009, y la zona sombreada representa un rango de valores correspondientes a una desviación típica por encima y por debajo de la media. No resulta sorprendente que, dado que se pregunta a los encuestados que hagan una previsión para el futuro, la incertidumbre media percibida sobre cada variable, suele aumentar⁴. El nivel medio de incertidumbre, especialmente a horizontes más largos, es más elevado en el caso de la tasa de desempleo. Ello podría reflejar el carácter «no estacionario» de esta tasa (es decir, en presencia de rigideces en el mercado de trabajo, las perturbaciones

2 Véase, por ejemplo, C. Bowles, R. Friz, V. Genre, G. Kenny, A. Meyler y T. Rautanen (2007), «The ECB Survey of Professional Forecasters (SPF): A review after eight years' experience», Documento Ocasional n.º 59, BCE, abril.

3 El «desacuerdo» se calcula como la desviación típica media de las distintas estimaciones puntuales. La «incertidumbre individual» se calcula como la desviación típica media (o dispersión) de cada distribución de probabilidad individual. La «incertidumbre agregada» se calcula como la desviación típica de la distribución agregada (que se construye sencillamente añadiendo las probabilidades individuales recogidas en la EPE y dividiendo la suma total por el número de encuestados que facilitan distribuciones de probabilidad). Se puede demostrar que la incertidumbre agregada es una función y que, por lo tanto, incorpora el desacuerdo y la incertidumbre agregada. Para más información, véase K. F. Wallis, «Combining Density and Interval Forecasts: A Modest Proposal» *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 67 (Suplemento de 2005), 983-994.

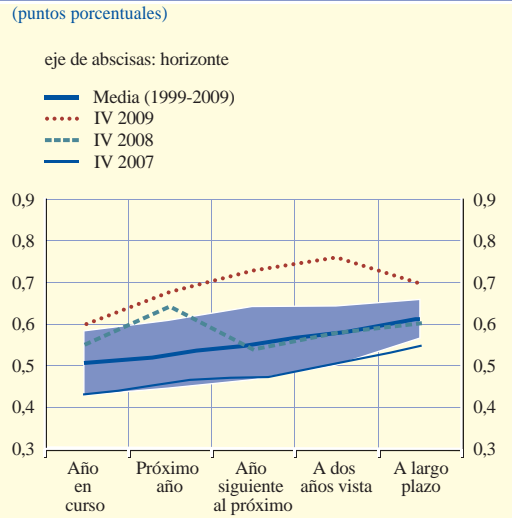
4 Se pide a los participantes en la SPF sus previsiones para «horizontes cambiantes» específicos (a un año y dos años vista de los últimos datos disponibles para cada variable, en el momento en que se lleva a cabo la encuesta) y para «horizontes de un año natural». Estos últimos horizontes son el año en curso, el año próximo, el año siguiente al próximo (solo en las rondas del tercer y del cuarto trimestre) y a largo plazo (cuatro años vista en las rondas correspondientes al primer y segundo trimestres). La incertidumbre percibida en torno a las previsiones para el año en curso no aparece en los gráficos, ya que se ven muy afectadas por el momento en que se realiza la ronda de la EPE y el volumen de información de la que disponen los analistas. Por ejemplo, en la ronda correspondiente al cuarto trimestre de 2009, los encuestados disponían de datos sobre la inflación medida por el IAPC hasta septiembre de 2009, mientras que en la ronda del primer trimestre de 2009 solo tenían datos hasta diciembre de 2008.

que afectan a la tasa de paro tienden a persistir). Por otra parte, es probable que las expectativas a largo plazo con respecto al crecimiento del PIB real y a la inflación estén «ancladas» respectivamente por opiniones relativas a la tasa de crecimiento potencial de la economía y a la credibilidad de la política monetaria.

Los gráficos B-D muestran asimismo el grado de incertidumbre percibido por los participantes en la EPE para cada variable en las rondas de encuestas del cuarto trimestre de 2007, de 2008 y de 2009⁵. En lo que concierne a la inflación medida por el IAPC, la incertidumbre agregada, tal y como se desprende de las respuestas de los analistas, se encontraba en un nivel relativamente bajo en el cuarto trimestre de 2007, lo que refleja principalmente un escaso nivel de desacuerdo. Esta incertidumbre había aumentado notablemente, sobre todo en los horizontes a corto plazo, en el cuarto trimestre de 2008, debido principalmente a la ampliación del desacuerdo, pero también a la elevada incertidumbre individual. En la última ronda (cuarto trimestre de 2009), la incertidumbre agregada se situó considerablemente por encima de los niveles medios. Aunque el desacuerdo sobre las perspectivas de la inflación ha descendido con respecto a su máximo (en el primer semestre de 2009), continúa siendo bastante elevado. La incertidumbre individual media se encontraba en niveles muy elevados desde un punto de vista histórico en el cuarto trimestre de 2009. En cuanto al crecimiento del PIB, la incertidumbre agregada en torno a las perspectivas de las previsiones, tal y como se desprende de las respuestas de los encuestados, se situaba también claramente por encima de sus medias históricas en el cuarto trimestre de 2009. No obstante, si bien la incertidumbre sobre las perspectivas de crecimiento sigue siendo relativamente alta, se ha reducido sustancialmente en relación con el máximo registrado en el primer trimestre de 2009. En lo que se refiere a la tasa de desempleo, la incertidum-

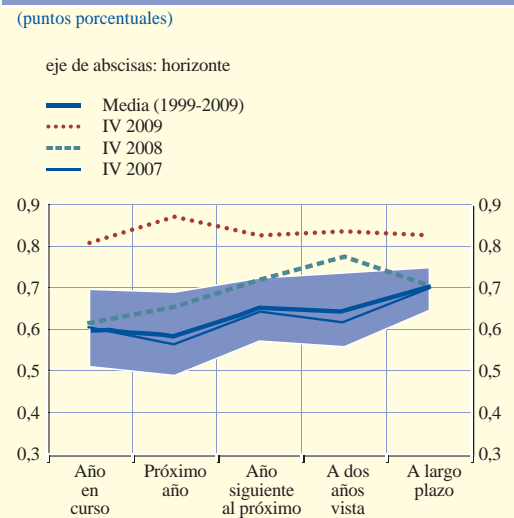
5 Se considera que la última EPE disponible es la ronda correspondiente al cuarto trimestre de 2009, que se llevó a cabo en octubre de 2009, con el fin de evitar posibles problemas de estacionalidad, especialmente en el caso de los horizontes de un año natural (véase nota 4)

Gráfico B Incertidumbre agregada en torno a la inflación medida por el IAPC a partir de la EPE



Fuentes: EPE del BCE y cálculos del BCE.
Nota: La zona sombreada en azul claro representa un rango de valores correspondientes a una desviación típica por encima y por debajo de la media observada durante el período 1999-2009.

Gráfico C Incertidumbre agregada en torno al crecimiento del PIB a partir de la EPE



Fuentes: EPE del BCE y cálculos del BCE.
Nota: La zona sombreada en azul claro representa un rango de valores correspondientes a una desviación típica por encima y por debajo de la media observada durante el período 1999-2009.

bre mostrada por los participantes en la encuesta fue también elevada en la ronda realizada en el cuarto trimestre de 2009, especialmente en los horizontes más largos, pero se situaba por debajo de los máximos observados en la ronda efectuada en el segundo trimestre de 2009.

En el gráfico E se presenta la media de las medidas de la incertidumbre agregada a dos años vista para la inflación medida por el IAPC, el crecimiento del PIB y la tasa de desempleo, junto con otros posibles indicadores de la incertidumbre macroeconómica, como la volatilidad implícita del mercado de renta variable (para el índice Dow Jones EURO STOXX 50), la volatilidad implícita del mercado de renta fija (para el Eurex Generic 1st «RX» Future) y el índice de sentimiento económico elaborado por la DG-ECFIN de la Comisión Europea. Por lo general, se observa un cierto grado de correlación entre los distintos indicadores. Parece también que, aunque el nivel de incertidumbre se ha moderado ligeramente en 2009, tras haber alcanzado sus máximos a comienzos de año, ha seguido siendo elevado. Este patrón es más sólido en el caso de la medida de la EPE y del índice de sentimiento económico. Las volatilidades implícitas de los mercados de renta variable y de renta fija se acercaron a las medias históricas, pero también se mantuvieron en niveles superiores a los observados en años más recientes.

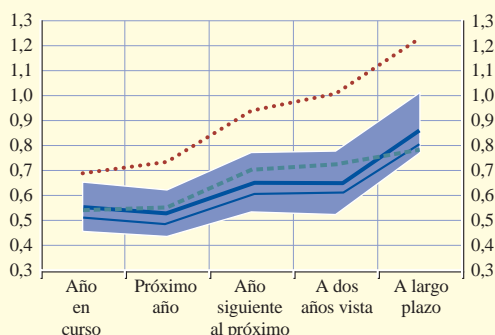
En resumen, la incertidumbre en torno a las previsiones macroeconómicas, tal y como la perciben los participantes en la EPE, ha aumentado sustancialmente desde el segundo semestre de 2008. No obstante, el máximo parece haberse alcanzado en el primer semestre de 2009. A partir de entonces, la incertidumbre percibida en la EPE ha remitido en cierta medida, a pesar de que su nivel siguió siendo muy elevado hasta el último trimestre de 2009.

Gráfico D Incertidumbre agregada en torno a la tasa de desempleo a partir de la EPE

(puntos porcentuales)

eje de abscisas: horizonte

- Media (1999-2009)
- ... IV 2009
- - - IV 2008
- IV 2007



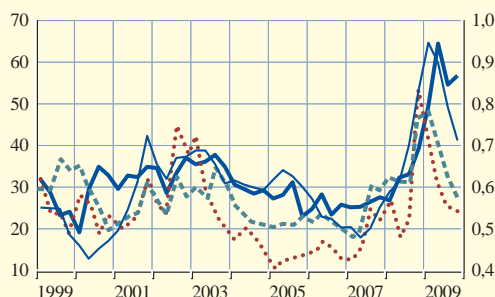
Fuentes: EPE del BCE y cálculos del BCE.

Nota: La zona sombreada en azul claro representa un rango de valores correspondientes a una desviación típica por encima y por debajo de la media observada durante el período 1999-2009.

Gráfico E Contraste con algunos indicadores de la incertidumbre económica

(puntos porcentuales)

- Incertidumbre a dos años vista (escala derecha)
- ... Volatilidad implícita del mercado de renta variable (escala izquierda)
- - - Volatilidad implícita del mercado de renta fija (escala izquierda)
- Índice de sentimiento económico (escala izquierda)



Fuentes: Bloomberg, Comisión Europea (DG-ECFIN), EPE del BCE y cálculos del BCE.

Notas: La incertidumbre a dos años vista se refiere a la media aritmética de las medidas de incertidumbre agregada para las previsiones de inflación medida por el IAPC, de crecimiento del PIB y de la tasa de desempleo a dos años vista. La medida de volatilidad implícita de los mercados de renta fija se ha multiplicado por cinco. El índice de sentimiento económico se ha invertido y se ha ajustado la escala.

MERCADO DE TRABAJO

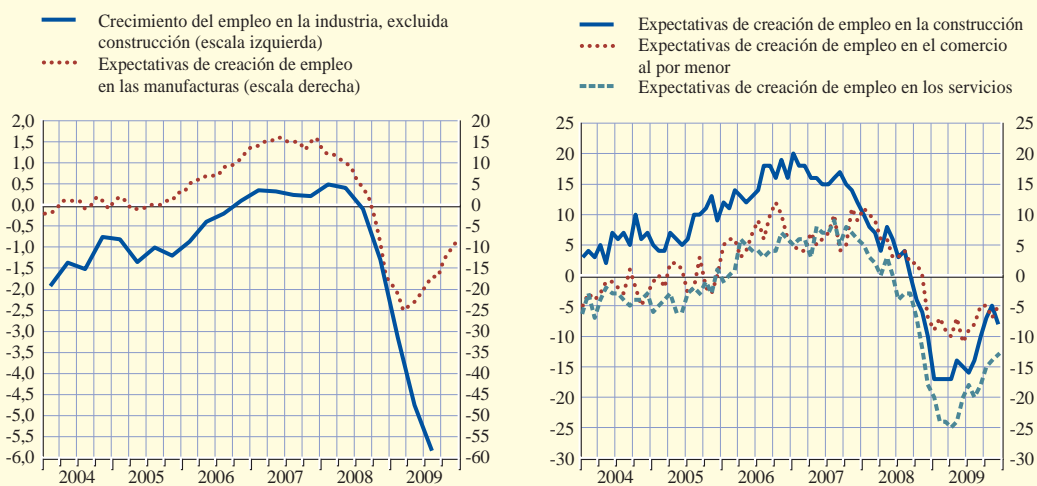
La situación en los mercados de trabajo de la zona del euro ha seguido deteriorándose en los últimos meses. La segunda estimación de Eurostat confirma que el empleo en la zona se redujo un 0,5%, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre de 2009. Esta tasa es la misma que se registró en el segundo trimestre, pero inferior a la observada en el primer trimestre del año (véase cuadro 6). Desde un punto de vista sectorial, la industria y la construcción han sido las más afectadas por la contracción del empleo. Mientras que el descenso intertrimestral del 1,6% registrado en el empleo en la industria (excluida la construcción) en el tercer trimestre sugiere una cierta moderación en la tasa de contracción con respecto al trimestre anterior, la reducción del empleo en la construcción indica un nuevo y claro deterioro en ese trimestre, tras haberse observado ciertas señales de mejora en el segundo trimestre. Por el contrario, el empleo en el sector servicios parece haber aguantado algo mejor, pues sólo descendió un 0,1%, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre, la misma tasa del trimestre anterior (véase gráfico 30).

Junto con la reciente recuperación del crecimiento del producto en la zona del euro, las pérdidas de empleo que se han observado en los últimos trimestres han contribuido a mejorar la evolución de la productividad. Sin embargo, en términos interanuales, la productividad agregada de la zona del euro (en términos de producto por empleado) cayó un 2% en el tercer trimestre de 2009; pero esta tasa constituye una mejora sustancial con respecto a las significativas contracciones registradas en el primer semestre del año (véase gráfico 31). Los últimos indicadores de opinión sugieren que la productividad debería haber seguido mejorando en el cuarto trimestre.

La tasa de desempleo de la zona del euro alcanzó el 10% en noviembre, frente al 9,9% observado en octubre. Esta tasa fue revisada al alza (0,1 puntos porcentuales) con respecto a la primera estimación de Eurostat. El lento incremento de la tasa de desempleo en la zona del euro enmascara la distinta evolución seguida en los países de la zona, pues el paro ha alcanzado tasas mucho más elevadas en algunos de ellos (véase gráfico 32). Si se consideran los próximos meses, los indicadores de opinión

Gráfico 30 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.

Cuadro 6 Crecimiento del empleo

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

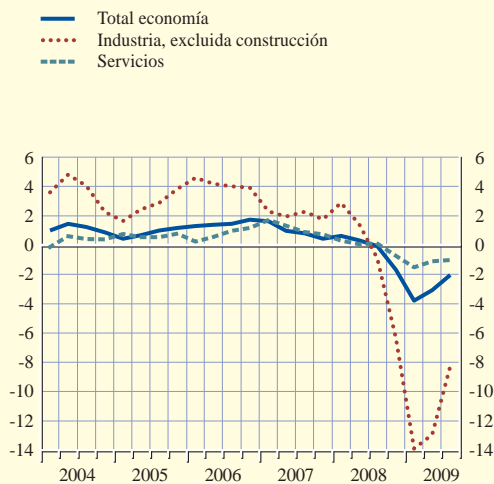
	Tasas interanuales		Tasas intertrimestrales				
	2007	2008	2008 III	2008 IV	2009 I	2009 II	2009 III
Total de la economía	1,8	0,7	-0,2	-0,4	-0,7	-0,5	-0,5
<i>Del cual:</i>							
Agricultura y pesca	-1,5	-1,4	-0,6	0,1	-0,8	-0,8	-1,1
Industria	1,3	-0,8	-0,9	-1,4	-1,7	-1,7	-1,7
Excluida la construcción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

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Incluye también educación, salud y otros servicios.

Gráfico 31 Productividad del trabajo

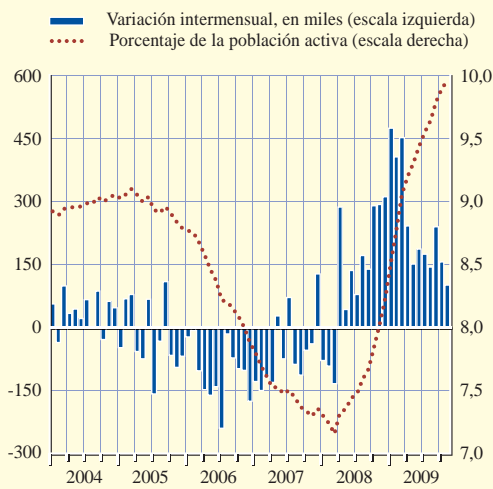
(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico 32 Desempleo

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

se han recuperado en relación con los mínimos alcanzados, pero siguen indicando que es probable que el desempleo vuelva a aumentar, aunque a un ritmo más gradual del observado y esperado a comienzos de 2009.

4.3 PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

El PIB real de la zona del euro creció un 0,4% en el tercer trimestre de 2009, tras haber registrado una ligera contracción en el trimestre anterior. Los últimos datos indican que la actividad económica de la zona siguió mejorando en los últimos meses de 2009, aunque parece que el consumo mantuvo su debilidad. La zona del euro ha venido beneficiándose de un giro en el ciclo de existencias y de la recupera-

ción 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, persiste la incertidumbre sobre la evolución futura, ya que algunos de los factores en que se basa la recuperación son de carácter temporal y que se prevé que la demanda interna mantenga su moderación. La volatilidad de los nuevos datos hace esperar que la economía de la zona del euro crezca a un ritmo moderado en 2010 y que el proceso de recuperación sea desigual. Es probable que la economía de la zona del euro se vea afectada por el proceso de corrección de los balances que se está llevando a cabo en los sectores financieros y no financieros, tanto dentro como fuera de la zona del euro. Además, las bajas tasas de utilización de la capacidad productiva pueden contener la inversión, y se espera que el desempleo crezca algo más, frenando, por lo tanto, el crecimiento del consumo.

Los riesgos para las perspectivas de la actividad económica siguen estando prácticamente equilibrados. Por un lado, 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 que la corrección de los desequilibrios mundiales se lleve a cabo de forma desordenada.

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

5.1 TIPOS DE CAMBIO

El tipo de cambio del euro se ha depreciado ligeramente en términos efectivos nominales en los tres últimos meses, alcanzando niveles cercanos a la media de 2009. La depreciación del euro ha sido relativamente generalizada y se ha producido, principalmente, en diciembre.

TIPO DE CAMBIO EFECTIVO DEL EURO

Tras experimentar algunas fluctuaciones en octubre y noviembre, el tipo de cambio efectivo nominal del euro —medido frente a las monedas de 21 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro— se depreció en diciembre. El 13 de enero, se situaba un 1% por debajo del nivel observado a finales de septiembre y en un nivel próximo a la media de 2009. En los tres últimos meses, la depreciación del euro ha sido más bien generalizada y solo se ha atenuado, en parte, por su apreciación frente al yen japonés (véase gráfico 33). En el recuadro 5 se presenta, de forma sucinta, un conjunto revisado de índices del tipo de cambio efectivo, en los que se tienen en cuenta los cambios en la estructura geográfica del comercio de la zona del euro.

DÓLAR ESTADOUNIDENSE/EURO

Si bien en octubre y noviembre el euro siguió apreciándose frente al dólar, en diciembre y a principios de enero se debilitó en el contexto de una apreciación relativamente generalizada de la moneda estadounidense frente a las principales monedas. La incertidumbre de los mercados, medida por la volatilidad implícita en el horizonte de tres meses, aumentó al principio y se estabilizó ligeramente a finales de 2009, para reducirse posteriormente en enero y situarse en un nivel próximo a la media de diez años (véase gráfico 34). El 13 de enero, el euro cotizaba a 1,46 dólares estadounidenses, prácticamente sin variación en comparación con finales de septiembre, pero un 4,5% por encima de la media de 2009.

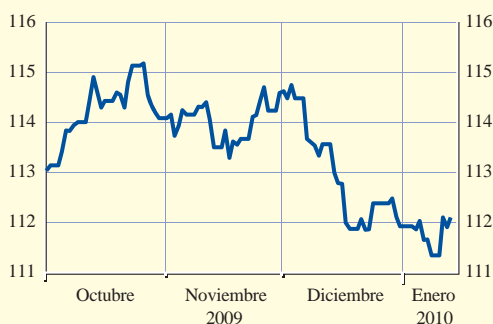
YEN JAPONÉS/EURO

En los tres últimos meses, el tipo de cambio del euro frente al yen japonés ha seguido fluctuando dentro de un intervalo de 129 a 138 yenes por euro

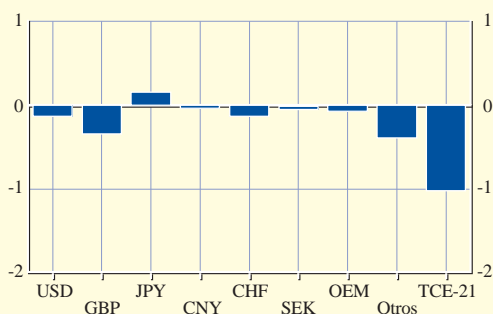
Gráfico 33 Tipo de cambio efectivo del euro y sus componentes¹⁾

(datos diarios)

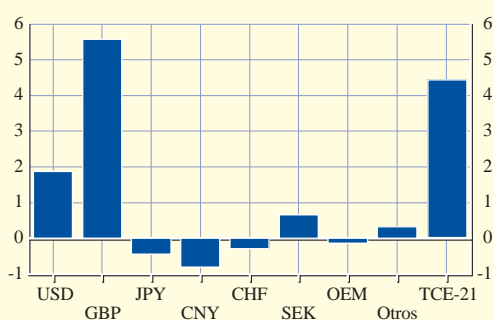
Índice: I 1999 = 100



Contribuciones a las variaciones del TCE-21²⁾
Del 30 de septiembre de 2009 al 13 de enero de 2010
(en puntos porcentuales)



Contribuciones a las variaciones del TCE-21²⁾
Del 3 de enero de 2005 al 13 de enero de 2010
(en puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

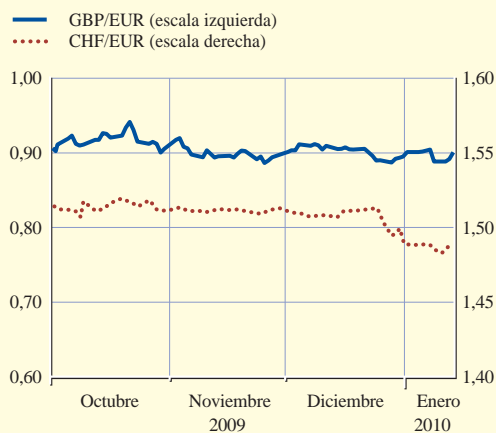
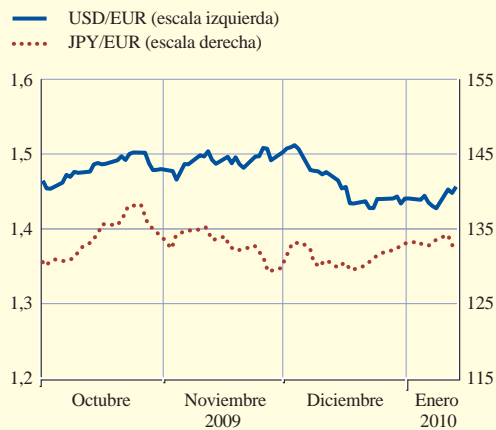
1) Un aumento del índice supone una apreciación del euro frente a las monedas de los 21 socios comerciales más importantes de la zona del euro (incluidos todos los Estados miembros de la UE que no pertenecen a la zona del euro).

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 basadas en el comercio.

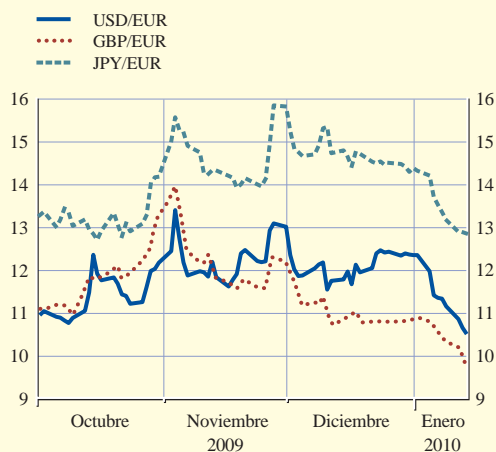
Gráfico 34 Evolución de los tipos de cambio y volatilidades implícitas

(datos diarios)

Tipos de cambio



Volatilidades implícitas del tipo de cambio (a tres meses)



Fuentes: Bloomberg y BCE.

(véase gráfico 34). Tras aumentar de nuevo en octubre, la volatilidad implícita del tipo de cambio entre las dos monedas se redujo, situándose en niveles próximos a la media de largo plazo (véase gráfico 34). El 13 de enero, el euro cotizaba a 133 yenes, un 1,5% por encima del nivel de finales de septiembre y un 2,1% por encima de la media de 2009.

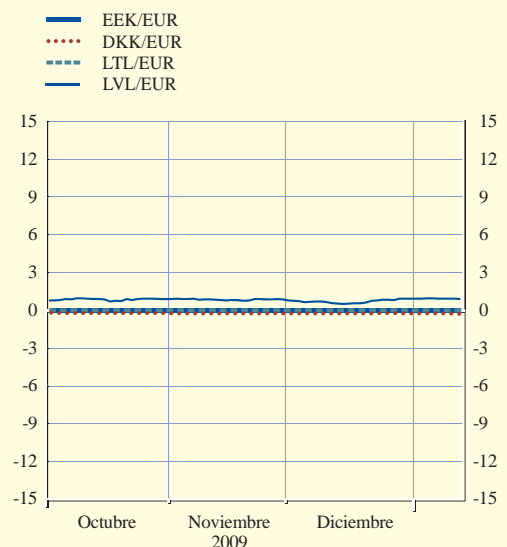
MONEDAS DE LOS ESTADOS MIEMBROS DE LA UE

En los tres meses transcurridos hasta el 13 de enero, la mayoría de las monedas que participan en el MTC II se mantuvieron prácticamente estables frente al euro, cotizando al tipo de cambio correspondiente a sus respectivas paridades o en torno a dichas paridades (véase gráfico 35). No obstante, el lats letón, se mantuvo en 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,

Gráfico 35 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 $\pm 15\%$.

el euro se depreció ligeramente frente a la libra esterlina en el cuarto trimestre. El 13 de enero, el euro cotizaba frente a la moneda británica un 1,6% por debajo del nivel observado a finales de septiembre y en un nivel cercano a la media de 2009. Desde noviembre, la volatilidad implícita del tipo de cambio entre la libra esterlina y el euro ha registrado un acusado descenso, especialmente en los horizontes de uno y tres meses (véase gráfico 34). Desde finales de septiembre, el euro se ha depreciado frente al zloty polaco (un 4,1%), el leu rumano (un 2,4%) y el forint húngaro (un 1,1%), se ha apreciado frente a la corona checa (un 4%) y se ha mantenido prácticamente estable frente a la corona sueca.

OTRAS MONEDAS

En octubre y noviembre, el euro se mantuvo más bien estable frente al franco suizo, en torno a 1,51 francos por euro. En diciembre, tras un cambio en los comunicados del Banco Nacional de Suiza sobre su política cambiaria, el franco suizo se apreció frente al euro en torno a un 2%, cotizando a 1,48 francos por euro el 13 de enero. Durante el mismo período, los tipos de cambio bilaterales del euro frente al renminbi chino y el dólar de Hong Kong siguieron una evolución paralela a la observada frente al dólar estadounidense. La moneda única también se depreció frente a las principales monedas de países que producen materias primas, como el dólar canadiense (un 4,1%), el dólar australiano (un 5,2%) y la corona noruega (un 3,3%).

Recuadro 5

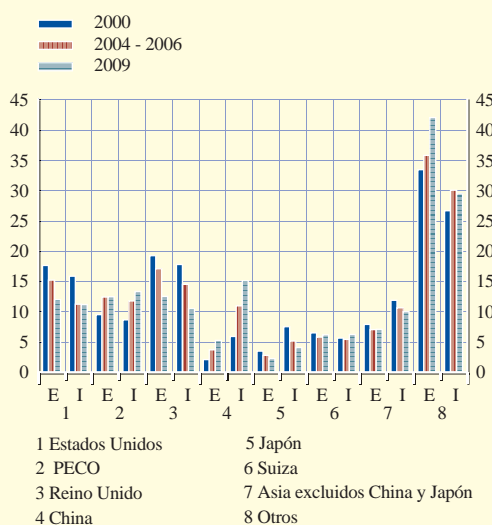
EVOLUCIÓN DEL COMERCIO INTERNACIONAL Y REVISIÓN DE LOS TIPOS DE CAMBIO EFECTIVOS DEL EURO

La distribución geográfica del comercio de la zona del euro ha experimentado cambios significativos en los diez últimos años, con un aumento progresivo del peso de las economías emergentes. En este recuadro se analiza brevemente esa evolución y se presenta un conjunto revisado de tipos de cambio efectivos (TCE) del euro, resultante de la actualización de las ponderaciones subyacentes por el comercio exterior.

El cambio principal en el patrón de comercio exterior de la zona del euro en los diez últimos años ha sido el progresivo aumento del peso de China y de los países de Europa Central y Oriental (PECO)¹ en el comercio de la UE, que se ha producido en paralelo con un descenso gradual del peso de economías avanzadas como Estados Unidos, Reino Unido, Japón y Suiza. El aumento del peso de China desde el comienzo de la década ha sido especialmente visible en las importaciones de la zona del euro, mientras los PECO han incrementado su peso en tasas similares en las exportaciones y en las importaciones (véase gráfico A). Las ponderaciones de los TCE se actualizan periódicamente para reflejar estos cambios; sin embargo, sólo pue-

Gráfico A Peso de diversos países y regiones en las importaciones y en las exportaciones de la zona del euro

(pesos basados en valores en euros; en porcentaje)



¹ Estos países son Bulgaria, la República Checa, Estonia, Letonia, Lituania, Hungría, Polonia y Rumanía.

Fuente: Eurostat.
Nota: E = exportaciones; I = importaciones.

den calcularse con un desfase de algunos años debido a limitaciones en la disponibilidad de los datos, de modo que el conjunto del total de ponderaciones más reciente se basa en el promedio del comercio de los años 2004-2006. Los pesos simples del total del comercio exterior para los meses disponibles de 2009 muestran que ha continuado la tendencia general de progresivo aumento de los mercados emergentes a expensas de las economías avanzadas: la participación de China en el comercio de la zona del euro sigue creciendo, mientras que los pesos de Reino Unido y Japón registran sendas caídas tanto en las importaciones de la zona del euro como en las exportaciones a la zona. El peso de Estados Unidos en las importaciones de la zona del euro se ha mantenido relativamente estable desde el período 2004-2006, mientras que el peso en las exportaciones ha vuelto a descender. Además, el peso del resto del mundo como mercado de exportación de la zona del euro aumentó significativamente en 2009, lo que refleja, entre otras cosas, la creciente importancia de los países exportadores de petróleo (véase gráfico A).

El BCE calcula y publica TCE nominales y reales del euro frente a tres grupos de socios comerciales: el TCE-12, para un grupo integrado por 12 socios comerciales de la zona del euro; el TCE-21, que comprende los países del TCE-12 más China y los ocho Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro no incluidos en el TCE-12, y el TCE-41, integrado por los países del TCE-21 más otros 20 socios comerciales importantes (véanse las listas completas en el cuadro A).

Los TCE se construyen utilizando pesos variables, calculados basándose en los datos del comercio de manufacturas², que en 2009 representó alrededor del 82% de las exportaciones totales y del 66% de las importaciones totales. Se eligió el sector manufacturero como base para las ponderaciones por el comercio, de acuerdo con la práctica general, por dos razones: i) este segmento de comercio responde a cambios en la competitividad, y ii) hay datos disponibles sobre precios y costes relativamente buenos para casi todos los países industrializados. Las ponderaciones revisadas del TCE reflejan los cambios en la composición del comercio de la zona del euro esbozados anteriormente: por ejemplo, en comparación con los pesos utilizados para construir el índice hasta 1997, los pesos del período 2004-2006 de Reino Unido y Japón se han reducido en todos los grupos de socios comerciales. El peso de Estados Unidos también se ha reducido, salvo en el grupo más pequeño de países con los que comercia la zona del euro (véase cuadro A). China aparece como el tercer socio comercial más importante de la zona del euro, tras Estados Unidos y Reino Unido. Sin embargo, como grupo, los ocho PECO de la UE tienen un peso específico mayor que China³.

Los TCE se construyen aplicando las ponderaciones a los tipos de cambio nominales bilaterales del euro frente a las monedas de algunos socios comerciales. Las ponderaciones combinan información sobre las importaciones y las exportaciones y tienen por objeto registrar no sólo los flujos bilaterales directos, sino también el efecto de la competencia de los socios comerciales a la que se enfrentan los exportadores de la zona del euro en terceros mercados.

La diferencia entre las ponderaciones simples por las exportaciones y las ponderaciones dobles ilustra la importancia del efecto de la competencia de terceros mercados. Resulta sorprendente que este

2 Los TCE recientemente actualizados se calculan basándose en los datos del comercio de manufacturas correspondientes a cuatro períodos: las medias del período 1995-1997 se utilizan para construir las series hasta 1997; los datos de 1998-2000 y de 2001-2003 se utilizan en los períodos correspondientes, y las ponderaciones basadas en los datos de 2004-2006 se utilizan para calcular las series que abarcan desde el año 2004 hasta el período actual. Las ponderaciones basadas en el comercio utilizadas para construir los TCE del euro ya se actualizaron una vez, en el año 2004 (para más información, véase el recuadro 10 del Boletín Mensual de septiembre de 2004). Los dos conjuntos de ponderaciones calculadas entonces se basaron en los datos del comercio de manufacturas correspondientes a los períodos 1995-1997 (para construir los índices hasta 1999) y 1999-2001 (para calcular la serie desde 1999 en adelante).

3 Para más información, véanse la nota de prensa publicada el 15 de diciembre de 2009 y la nota metodológica a la que se hace referencia en dicha nota de prensa.

efecto de competencia incrementa el peso de los socios comerciales de Asia en el TCE. En el caso de China y el resto de Asia, ese incremento es de 4,4 y 3,7 puntos porcentuales respectivamente. Por el contrario, se reducen los pesos de los socios comerciales europeos, mientras que el peso de Estados Unidos apenas se ve afectado (véase gráfico B). Esto significa que, por ejemplo, cuando solo se consideran los flujos de comercio directos, el peso de las exportaciones de China en el índice del TCE-41 es del 4,4% y no del 8,8%. Así pues, si se considera la importancia de China también como competidor en los mercados que no forman parte de la zona del euro, su ponderación en el índice se multiplica por dos.

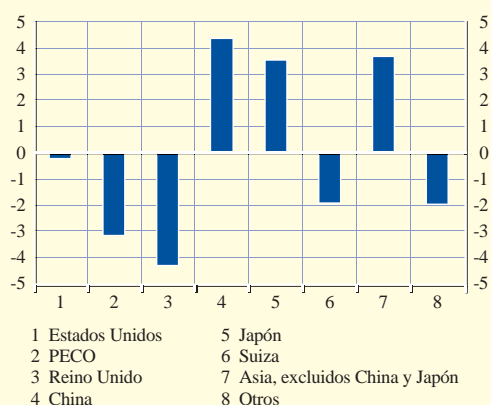
La actualización de las ponderaciones desplaza los índices del TCE calculados frente a grupos más amplios de socios comerciales ligeramente a la baja en términos nominales y de forma algo más notable en términos reales⁴. En diciembre de 2009, el TCE-41 nominal actualizado y el publicado con anterioridad se situaban un 26% y un 28%, respectivamente, por encima de los niveles medios de 1999 (véase gráfico C).

Examinando los TCE reales, que resultan mucho más apropiados para calibrar la competitividad en términos de precios y costes, se observa una diferencia entre la evolución de los índices revisados y los anteriores en los indicadores más amplios basados en 21 y 41 socios comerciales. Desde 1999 hasta diciembre de 2009, el TCE-41 real actualizado del euro, deflactado por los precios de consumo, se apreció un 13%. De haberse utilizado la estructura de ponderaciones anterior, esta apreciación habría sido del 17% (véase gráfico C).

4 Los índices reales del TCE se obtienen ajustando los índices nominales para tener en cuenta la evolución de los precios y costes relativos entre la zona del euro y sus socios comerciales. Se calculan sobre la base de los índices de precios de consumo, los índices de precios industriales, los deflactores del PIB y los índices de costes laborales unitarios, estos últimos tanto para el total de la economía como para el sector manufacturero.

Gráfico B Impacto de del efecto de terceros mercados en las ponderaciones por las exportaciones al TCE-41 en 2004-2006 de algunos grupos de países

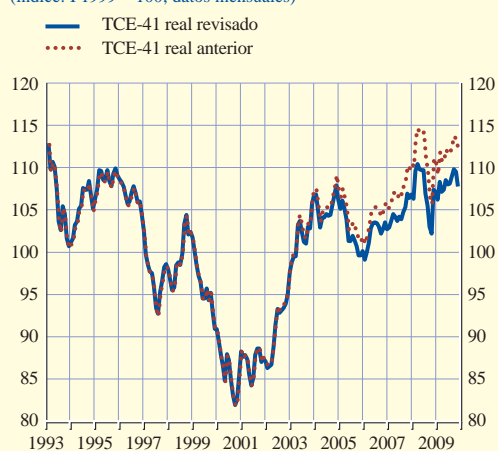
(puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

Gráfico C TCE reales del euro frente al grupo más amplio de socios comerciales anteriores y revisados

(índice: I 1999 = 100; datos mensuales)



Fuente: BCE.
Nota: Deflactados por el IPC.

Cuadro A Ponderaciones basadas en el comercio exterior actualizadas que se utilizan para calcular los TCE del euro

Países	TCE-12				TCE-21				TCE-41			
	1995-1997 ¹⁾	1998-2000	2001-2003	2004-2006	1995-1997 ¹⁾	1998-2000	2001-2003	2004-2006	1995-1997 ¹⁾	1998-2000	2001-2003	2004-2006
TCE-41									100,0	100,0	100,0	100,0
TCE-21					100,0	100,0	100,0	100,0	81,1	82,0	81,8	80,6
TCE-12	100,0	100,0	100,0	100,0	85,5	83,6	77,9	71,3	69,3	68,4	63,6	57,2
Australia	1,1	1,2	1,3	1,5	0,9	0,9	1,0	1,0	0,8	0,7	0,8	0,8
Canadá	2,1	2,4	2,6	2,5	1,8	2,0	2,0	1,7	1,5	1,6	1,6	1,3
Dinamarca	3,7	3,4	3,5	3,7	3,1	2,8	2,8	2,7	2,5	2,3	2,2	2,2
Hong Kong	3,0	2,6	2,6	3,1	2,6	2,1	1,9	2,0	2,1	1,7	1,5	1,6
Japón	14,1	12,8	11,8	11,6	12,0	10,8	9,2	8,3	9,8	8,9	7,6	6,7
Noruega	1,9	1,8	1,7	1,9	1,6	1,5	1,3	1,3	1,3	1,2	1,0	1,0
Singapur	2,6	2,3	2,2	2,5	2,2	1,9	1,7	1,8	1,8	1,6	1,4	1,4
Corea del Sur	4,1	3,9	4,4	5,4	3,5	3,3	3,4	3,9	2,8	2,7	2,7	3,2
Suiza	6,7	6,1	5,7	6,5	5,7	5,2	4,5	4,8	4,7	4,3	3,8	3,9
Suecia	9,4	8,6	8,6	8,7	8,1	7,2	6,9	6,4	6,5	6,0	5,7	5,3
Reino Unido	26,4	25,7	25,9	24,7	22,6	21,6	20,3	17,8	18,3	17,8	16,7	14,3
Estados Unidos	24,9	29,3	29,8	27,9	21,3	24,3	22,9	19,6	17,2	19,8	18,6	15,6
Países adicionales que integran el												
TCE-21					14,5	16,4	22,1	28,7	11,8	13,6	18,3	23,4
Bulgaria					0,4	0,3	0,5	0,6	0,3	0,3	0,4	0,4
República Checa					2,7	2,6	3,6	4,1	2,2	2,2	3,0	3,4
Estonia					0,2	0,2	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
Hungría					1,9	2,3	3,0	3,1	1,6	1,9	2,5	2,5
Letonia					0,1	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
Lituania					0,2	0,2	0,3	0,3	0,1	0,2	0,2	0,3
Polonia					2,9	3,4	4,0	4,9	2,4	2,7	3,3	3,9
Rumanía					0,9	1,0	1,4	1,7	0,7	0,8	1,1	1,4
China					5,3	6,3	9,1	13,6	4,3	5,3	7,5	11,1
Países adicionales que integran el												
TCE-41									18,9	18,0	18,2	19,4
Argelia									0,3	0,3	0,3	0,4
Argentina									0,5	0,5	0,3	0,3
Brasil									1,5	1,4	1,2	1,2
Chile									0,3	0,3	0,3	0,4
Croacia									0,5	0,4	0,5	0,5
Islandia									0,0	0,1	0,1	0,1
India									1,4	1,3	1,5	1,8
Indonesia									0,9	0,8	0,7	0,6
Israel									1,1	1,0	0,9	0,7
Malasia									1,2	1,1	1,2	1,1
México									0,8	1,2	1,3	1,2
Marruecos									0,6	0,6	0,6	0,6
Nueva Zelanda									0,1	0,1	0,1	0,1
Filipinas									0,4	0,5	0,5	0,4
Rusia									2,2	1,9	2,2	2,9
Sudáfrica									1,0	0,8	0,9	1,0
Taiwán									2,2	2,3	2,0	1,8
Tailandia									1,2	1,0	1,0	1,0
Turquía									2,1	2,3	2,3	3,0
Venezuela									0,2	0,2	0,2	0,2

1) Sin revisión.

En el contexto de la evolución más bien dinámica de la distribución geográfica del comercio exterior en los diez últimos años, los TCE reales del euro reflejan mejor los cambios registrados en la competitividad de la zona del euro, en términos de precios y costes, tras la actualización de las ponderaciones.

5.2 BALANZA DE PAGOS

El comercio con países no pertenecientes a la zona del euro ha seguido mostrando señales de mejora. Tanto las exportaciones como las importaciones de bienes y servicios repuntaron en el período de tres meses transcurrido hasta octubre de 2009 y el déficit por cuenta corriente de la zona del euro, acumulado de doce meses, se redujo hasta 86,5 mm de euros (1,0% del PIB). En la cuenta financiera, la zona del euro registró entradas netas tanto de bonos y obligaciones como de instrumentos del mercado monetario y ligeras salidas netas de valores de renta variable en los tres meses transcurridos hasta octubre. Ello se debió a la reversión en curso de las repatriaciones de fondos de residentes en la zona del euro y a un cambio en las preferencias de los residentes en la zona del euro, que se inclinaron por los valores de renta fija en detrimento de la renta variable.

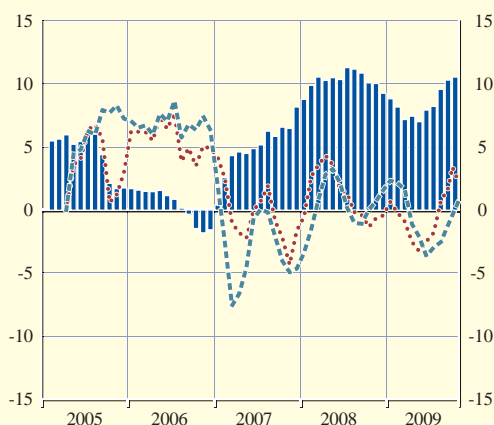
COMERCIO Y BALANZA POR CUENTA CORRIENTE

El comercio con países no pertenecientes a la zona del euro siguió mostrando señales de mejora en el período de tres meses transcurrido hasta octubre de 2009. Si bien las exportaciones de bienes a esos países ya habían comenzado a repuntar en los meses precedentes, también repuntaron las importaciones de bienes provenientes de fuera de la zona del euro, que aumentaron un 0,9% en los tres meses transcurridos hasta octubre en comparación con el período de tres meses anterior (véase gráfico 36). Esta evolución fue coherente con los aumentos de la producción industrial en la zona del euro y reflejó asimismo una menor desacumulación de existencias por parte de las empresas de la zona. Las exportaciones de bienes a países no pertenecientes a la zona del euro siguieron estando respaldadas por el fortalecimiento de la demanda exterior. La desagregación geográfica, disponible hasta septiembre de 2009 para la mayoría de los países, muestra un repunte de las exportaciones en términos reales a algunos de los principales paí-

Gráfico 36 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)

- Balanza de bienes (escala derecha)
- Exportaciones de bienes (escala izquierda)
- ■ ■ Importaciones de bienes (escala izquierda)

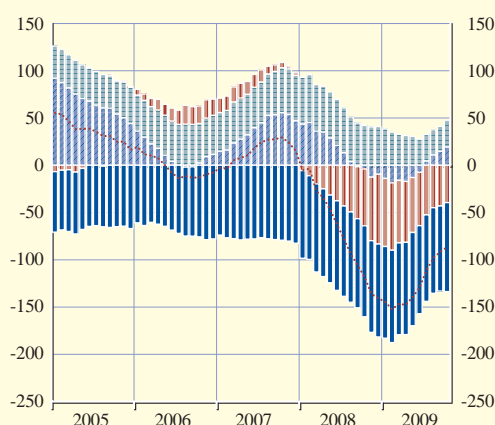


Fuente: BCE.

Gráfico 37 Principales partidas de la balanza por cuenta corriente

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

- Balanza de transferencias corrientes
- ■ ■ Balanza de rentas
- ■ ■ Balanza de servicios
- ■ ■ Balanza de bienes
- Balanza por cuenta corriente



Fuente: BCE.

ses de la UE no pertenecientes a la zona del euro y una pérdida de impulso en el caso de las exportaciones a Asia. Las exportaciones a los países de la OPEP y Japón siguieron reduciéndose en los tres meses transcurridos hasta octubre de 2009. Al mismo tiempo, el aumento de la demanda exterior quedó contrarrestado ligeramente 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. El comercio de servicios también repuntó en los tres meses transcurridos hasta octubre, registrándose sendos aumentos de las importaciones y de las exportaciones del 1,5% y del 1,0%, respectivamente, en comparación con los tres meses anteriores (véase cuadro 7).

Como resultado de esta evolución del comercio exterior de la zona del euro, la balanza de bienes acumulada de doce meses registró una nueva mejora en octubre de 2009, contabilizando un superávit por cuarto mes consecutivo (véase gráfico 37). Por lo que respecta a la balanza comercial, esta mejora se contrarrestó, en parte, con un descenso del superávit de la balanza de servicios. Junto con la caída del déficit de las balanzas de rentas y de transferencias corrientes, la mejora de la balanza comercial se tradujo en una nueva reducción del déficit por cuenta corriente de la zona del euro, hasta 86,5 mm de euros (alrededor del 1,0% del PIB) en cifras acumuladas de doce meses, en comparación con el déficit de 118,0 mm de euros contabilizado un año antes.

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

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

	2009		Media móvil de tres meses Período que finalizó en				Cifras acumuladas de 12 meses hasta	
	2009 Sep	2009 Oct	2009 Ene	2009 Abr	2009 Jul	2009 Oct	2008 Oct	2009 Oct
<i>mm de euros</i>								
Cuenta corriente	-5,0	-4,6	-16,3	-9,6	0,1	-3,1	-118,0	-86,5
Bienes	3,8	8,3	-3,8	-0,9	5,3	5,9	-3,9	19,5
Exportaciones	106,1	111,7	114,4	105,2	106,2	107,7	1.593,0	1.300,3
Importaciones	102,3	103,4	118,1	106,1	100,9	101,8	1.596,8	1.280,9
Servicios	2,0	2,6	2,9	1,9	2,1	2,3	42,2	27,6
Exportaciones	38,9	38,3	41,2	39,3	38,0	38,6	511,0	471,2
Importaciones	36,8	35,7	38,4	37,3	35,9	36,3	468,8	443,6
Rentas	-4,4	-2,2	-6,7	-2,9	-1,2	-2,4	-60,0	-39,4
Transferencias corrientes	-6,5	-13,4	-8,6	-7,7	-6,1	-8,9	-96,3	-94,1
Cuenta financiera ¹⁾	10,4	14,4	20,2	13,3	-5,2	6,4	154,0	104,3
Total inversiones directas y de cartera netas	27,3	17,7	-11,3	41,1	26,7	31,3	173,6	263,3
Inversiones directas netas	-26,2	-1,5	-26,4	-10,4	1,0	-8,3	-137,4	-132,1
Inversiones de cartera netas	53,5	19,2	15,0	51,5	25,6	39,6	311,0	395,4
Acciones y participaciones	-4,3	-29,3	-12,4	4,9	27,2	-0,7	-16,7	57,1
Valores distintos de acciones	57,8	48,5	27,5	46,6	-1,6	40,3	327,8	338,3
Bonos y obligaciones	33,2	27,6	20,9	36,1	-4,0	20,6	133,8	220,9
Instrumentos del mercado monetario	24,7	20,9	6,6	10,5	2,4	19,7	193,9	117,4
<i>variaciones porcentuales sobre el período anterior</i>								
Bienes y servicios								
Exportaciones	0,8	3,5	-11,7	-7,1	-0,2	1,5	5,7	-15,8
Importaciones	2,3	0,0	-9,4	-8,4	-4,7	1,0	9,4	-16,5
Bienes								
Exportaciones	0,8	5,3	-14,3	-8,0	0,9	1,5	5,6	-18,4
Importaciones	2,5	1,1	-10,8	-10,2	-4,9	0,9	9,9	-19,8
Servicios								
Exportaciones	0,8	-1,4	-3,7	-4,8	-3,3	1,5	5,9	-7,8
Importaciones	1,7	-3,1	-5,1	-2,7	-3,9	1,0	7,8	-5,4

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.

De cara al futuro, los indicadores disponibles sugieren que la gradual recuperación de las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro continuará en el corto plazo. En diciembre de 2009, el Índice de directores de compras (PMI) de nuevos pedidos de exportación del sector manufacturero de la zona del euro registró un nuevo incremento, manteniéndose, por quinto mes consecutivo, muy por encima del umbral de 50 que separa la expansión de la contracción. También se prevé que las importaciones provenientes de fuera de la zona del euro vuelvan a aumentar, respaldadas por el fortalecimiento de la demanda interna y por la demanda adicional de consumos intermedios importados. No obstante, dado que el reciente repunte del comercio mundial y con países no pertenecientes a la zona del euro refleja, en parte, el impacto de factores transitorios —como las medidas de estímulo fiscal y el respaldo del ciclo de existencias— es de prever cierta pérdida de impulso a medida que se desvanezca el impacto de esos factores.

CUENTA FINANCIERA

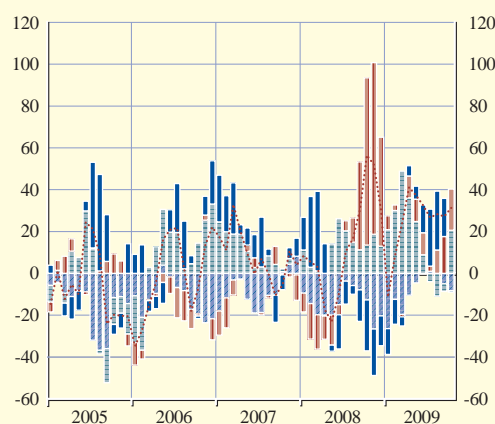
En el período de tres meses transcurrido hasta octubre de 2009, los residentes en la zona del euro continuaron realizando compras netas de valores extranjeros de renta fija y de renta variable, revirtiéndose gradualmente la repatriación de fondos que se produjo al intensificarse la crisis financiera. Al mismo tiempo, los no residentes incrementaron sus inversiones de cartera en la zona del euro, con un cambio en sus preferencias que favoreció la inversión en valores de renta fija. Como resultado de lo anterior, se registraron entradas netas de valores distintos de acciones, que se distribuyeron casi por igual entre bonos y obligaciones e instrumentos del mercado monetario, y ligeras salidas netas de valores de renta variable en el período de tres meses transcurrido hasta octubre de 2009 (véase gráfico 38).

El cambio en las preferencias de los no residentes por los bonos y obligaciones de la zona del euro, que se tradujo en una menor demanda de valores de renta variable de la zona, parece coherente con la evolución de los diferenciales de rendimiento y las valoraciones de los mercados bursátiles. Si bien el dife-

Gráfico 38 Principales partidas de la cuenta financiera

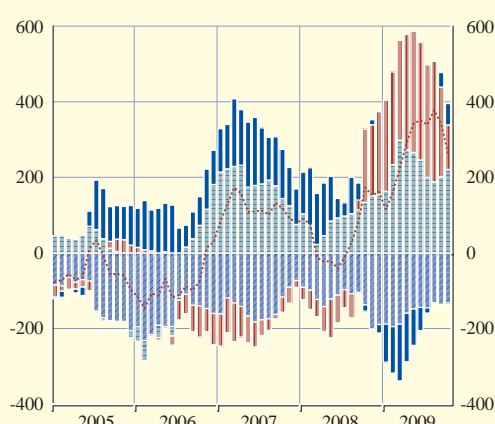
(mm de euros; flujos netos; medias móviles de tres meses; datos mensuales)

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



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

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



Fuente: BCE.

rencial de rendimiento positivo entre los bonos de la zona del euro y los de otras grandes economías, como Estados Unidos, parece haber estimulado a los inversores extranjeros a aumentar sus compras de bonos y obligaciones de la zona del euro, la caída de las compras netas de valores de renta variable de la zona del euro podría guardar relación con las percepciones del mercado respecto a unas perspectivas algo menos favorables para las empresas de la zona, como se refleja en el descenso de las valoraciones de los mercados bursátiles en octubre de 2009. Además, la zona del euro siguió registrando entradas netas de instrumentos del mercado monetario, aunque continuaron situándose muy por debajo de los máximos observados el pasado año.

La inversión directa repuntó ligeramente en el período de tres meses transcurrido hasta octubre, especialmente las inversiones de la zona del euro en el exterior. Como resultado, la zona registró un incremento, en promedio, de las salidas netas de inversiones directas en esos tres meses a diferencia de las entradas netas contabilizadas en el período de tres meses precedente. Este incremento, resultante tanto del aumento de las salidas netas de acciones y otras participaciones y de beneficios reinvertidos, así como de otro capital, podría deberse, en parte, a que las empresas de la zona del euro han aprovechado la apreciación del euro para adquirir activos en el exterior.

En conjunto, la zona del euro registró un ligero aumento, en promedio, de las entradas netas totales de inversiones directas y de cartera en el período de tres meses transcurrido hasta octubre de 2009 en comparación con el período de tres meses anterior. En cifras acumuladas de doce meses, las entradas netas del agregado de inversiones directas y de cartera ascendieron a 263,3 mm de euros en octubre de 2009, frente a los 173,6 mm de euros contabilizados un año antes (véase gráfico 38).