

# EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

## I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

*En un contexto de disminución generalizada de las presiones en los mercados financieros mundiales, comienzan a observarse nuevas señales de estabilización de la economía mundial. Durante el mes pasado, el flujo de datos ha confirmado, en general, un gradual repunte de la economía mundial. No obstante, pese a la mejora de las perspectivas mundiales a corto plazo, persisten los obstáculos estructurales que frenan el ritmo de crecimiento. La inflación, a escala mundial, se ha moderado en los últimos meses, en parte como consecuencia del descenso de la tasa de variación interanual del componente energético de los índices de precios de consumo.*

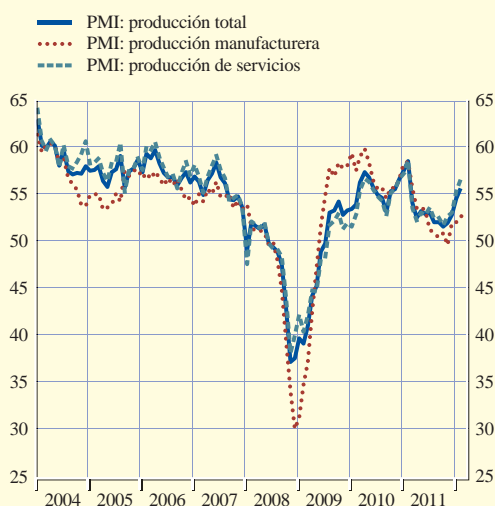
### I.1 EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

En un contexto de disminución generalizada de las presiones en los mercados financieros mundiales, comienzan a observarse nuevas señales de estabilización de la economía mundial. Durante el mes pasado, el flujo de datos ha confirmado, en general, un gradual repunte de la economía mundial. No obstante, pese a la mejora de las perspectivas a corto plazo, persisten los obstáculos estructurales que frenan el ritmo de crecimiento a medio plazo. En algunas de las principales economías avanzadas se mantiene la debilidad en los mercados de trabajo y de la vivienda, a pesar de que se están recuperando gradualmente. Además, aunque se ha avanzado en el saneamiento de los balances tanto del sector público como del sector privado, el proceso aún no ha concluido. En las economías emergentes, pese a la ligera desaceleración de la actividad observada hacia finales del pasado año, el crecimiento prosigue a un ritmo mucho más rápido que en las economías avanzadas, lo que supone una sólida contribución a la expansión de la economía mundial.

En conjunto, los datos de las encuestas más recientes indican que la confianza tanto empresarial como de los consumidores siguió mejorando en el primer trimestre de este año, tras las incipientes señales de estabilización observadas hacia finales de 2011. El índice PMI global de producción de manufacturas se mantuvo prácticamente sin variación en 52,7 en marzo (véase gráfico 1). También el índice PMI de

Gráfico 1 PMI: producción mundial

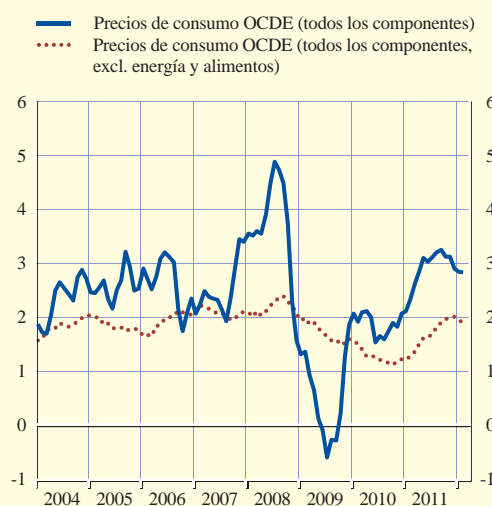
(índice de difusión; datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Markit.

Gráfico 2 Evolución internacional de los precios

(datos mensuales; tasas de variación interanual)



Fuente: OCDE.

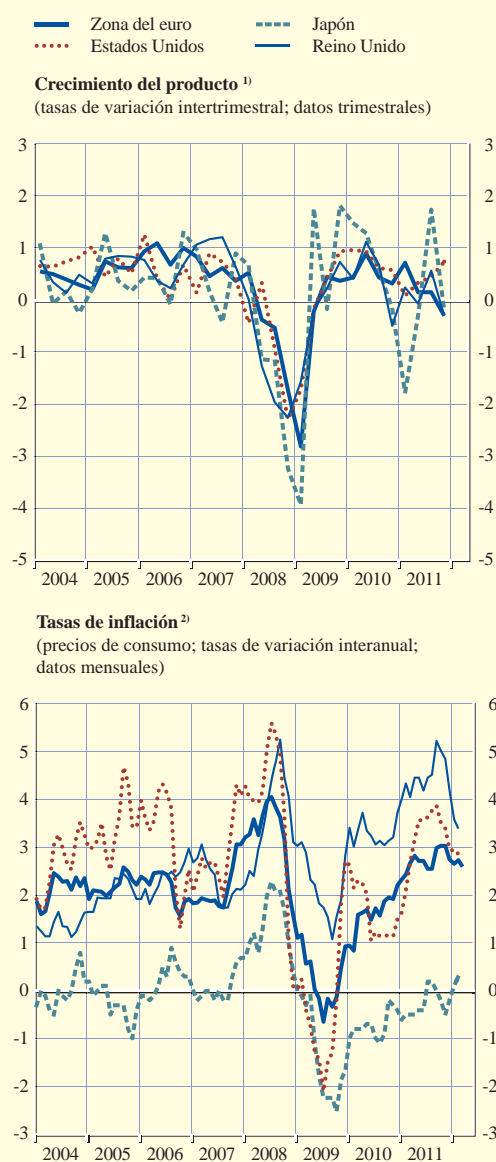
nuevos pedidos, que es un indicador más adelantado, se mantuvo prácticamente estable en 51,1 en marzo, proporcionando algunas señales positivas respecto a las perspectivas a corto plazo de la economía mundial. Por lo que se refiere al consumo, los indicadores de confianza de los consumidores también han tendido a mejorar. No obstante, en el caso de las economías avanzadas, dichos indicadores se mantienen por debajo de las medias históricas, mientras que, en las economías emergentes, la confianza ha resistido bien.

La inflación, a escala mundial, se ha moderado en los últimos meses en todos los principales países. En los países de la OCDE, se situó en el 2,8 % en febrero de 2012, habiéndose reducido con respecto al máximo del 3,3 % registrado en septiembre de 2011. Este descenso tuvo relación, en parte, con los favorables efectos de base reflejo de la caída de la tasa de variación interanual del componente energético de los índices de precios de consumo. En febrero, los precios de la energía aumentaron en los países de la OCDE a una tasa interanual del 7,9 %, frente al 14,2 % observado en septiembre. La tasa de inflación interanual, excluidos la energía y los alimentos, se situó en el 1,9 % en febrero, sin variación con respecto al mes anterior. En las economías emergentes, la inflación también se ha reducido últimamente.

### ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos, la economía siguió recuperándose en el último trimestre de 2011. La tercera estimación de la oficina de análisis económico (*Bureau of Economic Analysis*) indica que el PIB real creció a una tasa anualizada del 3 % en el cuarto trimestre de 2011 (0,7 % en tasa intertrimestral), frente al 1,8 % del trimestre anterior. La expansión registrada en el cuarto trimestre tuvo su origen, principalmente, en la variación de las existencias privadas y del gasto en consumo. La inversión residencial experimentó un fuerte repunte, mientras que la demanda exterior neta y el gasto público contribuyeron negativamente al crecimiento. Los datos correspondientes al primer trimestre de 2012 indican que la actividad económica siguió mejorando. El crecimiento del empleo del sector no agrícola a comienzos de 2012 ha cobrado impulso, más rápidamente de lo previsto por los analistas del mercado, y ha contribuido de forma sustancial a la mejora del clima económico. La fortaleza de las ventas de automóviles y del comercio al por menor indica que el consumo ha

**Gráfico 3 Evolución del producto y de la inflación en las principales economías industrializadas**



Fuentes: Datos nacionales, BPI, Eurostat y cálculos del BCE.

1) Para la zona del euro y el 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 el Reino Unido; IPC para Estados Unidos y Japón.

seguido creciendo. Al mismo tiempo, se observan señales de estabilización en el mercado de la vivienda, aunque, en general, se mantiene la debilidad.

La inflación interanual medida por el IPC se mantuvo en el 2,9 % en febrero de 2012, sin variación con respecto al mes anterior. Las cifras de inflación de febrero muestran una evolución divergente de los componentes de alimentos y energía, con una desaceleración de la tasa interanual de los precios de los alimentos y una aceleración de los precios de la energía, que revierte, efectivamente, la desaceleración observada en el segundo semestre de 2011. La inflación interanual, excluidos la energía y los alimentos, se redujo al 2,2 %, frenándose así la tendencia alcista registrada desde comienzos de 2011.

El 13 de marzo de 2012, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal indicó que las tensiones en los mercados financieros mundiales se han suavizado y que la economía estadounidense registra una moderada expansión. Asimismo, señaló que las condiciones del mercado de trabajo han mejorado aún más, pero que el mercado de la vivienda sigue estando deprimido. El Comité decidió mantener en una banda del 0 % al 0,25 % el objetivo fijado para el tipo de interés de los fondos federales y siguió previendo que la situación económica probablemente justificará que dicho tipo se mantenga en niveles excepcionalmente bajos como mínimo hasta finales de 2014.

## JAPÓN

En Japón, la actividad económica sigue mostrando señales incipientes de un repunte tras el paréntesis temporal observado a finales de 2011, pero los datos más recientes han sido un tanto dispares. Tras dos meses de crecimiento positivo, la producción industrial dio un giro inesperado, reduciéndose en febrero, aunque las empresas manufactureras prevén un aumento en los dos meses posteriores. El índice PMI de producción de manufacturas también apunta a un crecimiento positivo (aunque moderado), atribuible en gran medida a un aumento sostenido de los nuevos pedidos. Por otra parte, la encuesta trimestral Tankan del Banco de Japón correspondiente a marzo mostró, sorprendentemente, que el clima empresarial no ha variado entre las grandes empresas manufactureras desde diciembre de 2011. El consumo privado sigue siendo sólido, debido en parte al impacto positivo de los incentivos para la compra de vehículos. La recuperación de las exportaciones reales de bienes desde finales de 2011 ha sido, hasta ahora, un tanto endeble, mientras que, en febrero de 2012, el crecimiento de las importaciones reales de bienes perdió parte del terreno ganado anteriormente. En cifras desestacionalizadas, la balanza comercial en términos nominales (basada en los datos de comercio de aduanas) siguió siendo negativa en febrero, aunque el déficit se ha reducido desde noviembre de 2011.

En cuanto a la evolución de los precios, la inflación interanual medida por el IPC aumentó en febrero de 2012 hasta el 0,3 % (desde el 0,1 % del mes anterior). La inflación interanual medida por el IPC, excluidos los alimentos frescos, también aumentó, pasando del -0,1 % en enero al 0,1 % en febrero de 2012, mientras que, si se excluyen la energía y los alimentos, la tasa se situó en el -0,5 % (frente al -0,8 % del mes anterior). En su reunión más reciente sobre política monetaria, celebrada el 13 de marzo, el Banco de Japón decidió mantener el objetivo fijado para el tipo de interés de los préstamos a un día sin garantía entre el 0 % y el 0,1 %. Anunció, además, la mejora de la medida de provisión de fondos para ayudar a reforzar las bases del crecimiento económico.

## REINO UNIDO

En el Reino Unido, los datos de las encuestas durante el primer trimestre de 2012 fueron relativamente optimistas, pero la producción industrial y los volúmenes de ventas al por menor mostraron ciertos signos de debilidad. La situación del mercado de trabajo ha seguido siendo frágil, ya que el desempleo es relativamente alto (8,4 %, en promedio, en los tres meses transcurridos hasta enero). De cara al futuro, se prevé que

el crecimiento de la demanda interna siga estando limitado por las restrictivas condiciones de concesión de crédito, el ajuste de los balances de los hogares y las sustanciales restricciones presupuestarias, mientras que las perspectivas de la demanda externa probablemente moderarán el crecimiento de las exportaciones.

La tasa de inflación continúa siendo relativamente alta, pero ha seguido reduciéndose, debido a la progresiva pérdida de intensidad de algunos factores transitorios (los anteriores aumentos de los precios de la energía y el incremento del tipo impositivo del IVA en enero de 2011). La inflación interanual medida por el IPC se redujo hasta el 3,4 % en febrero, desde el 3,6 % de enero, mientras que, si se excluyen la energía y los alimentos no elaborados, la inflación medida por el IPC se mantuvo, sin variación, en el 2,9 %. La inflación continuará moderándose, probablemente, en el corto plazo, aunque la reciente subida del precio del petróleo podría ejercer cierta presión al alza. A más largo plazo, la existencia de una holgada capacidad productiva sin utilizar, sumada a la lenta recuperación de la actividad económica, debería ayudar a contener las presiones inflacionistas. El 8 de marzo, el Comité de Política Monetaria del Bank of England mantuvo el tipo de interés oficial al que se remuneran las reservas de las entidades de crédito en el 0,5 % y el volumen de compras de activos financiados mediante la emisión de reservas del banco central en un total de 325 mm de libras esterlinas.

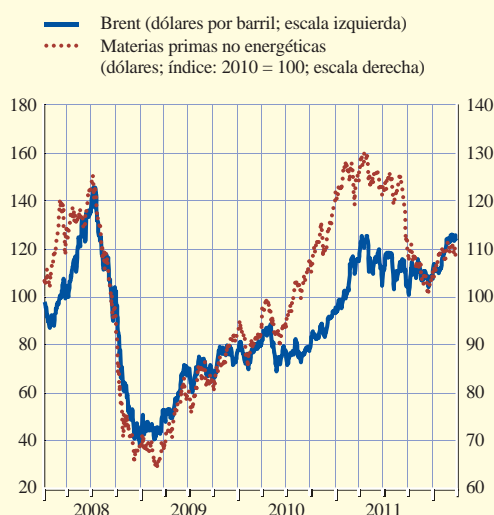
## CHINA

En China, los indicadores disponibles sugieren que el crecimiento económico siguió desacelerándose en los dos primeros meses del año. En un contexto de condiciones externas menos favorables y de una desaceleración de la demanda interna, se produjeron sendos descensos de las exportaciones y de las importaciones, y la balanza comercial registró un déficit acumulado de 4,2 mm de dólares estadounidenses para los dos primeros meses de 2012. El crecimiento de la producción industrial se ha ralentizado en los últimos meses y el avance del índice PMI del sector manufacturero correspondiente a marzo indica un empeoramiento de las condiciones. Los beneficios de las empresas públicas se redujeron un 11 % en tasa interanual en febrero de 2012. El ajuste en el sector inmobiliario también está afectando a la demanda interna. Las ventas de viviendas residenciales fueron más de un 10 % más bajas en enero y febrero de 2012 que en el mismo período del año anterior. No obstante, los datos de febrero sugieren que los precios de la vivienda están tocando fondo gradualmente. Por lo que respecta a la evolución de los precios, las presiones inflacionistas se redujeron aún más en febrero de 2012. La inflación interanual, medida por el IPC, descendió hasta el 3,2 %, y los precios industriales no experimentaron variación en comparación con el mismo período del año anterior. El Banco Central de la República Popular China siguió relajando las condiciones monetarias, elevando el límite máximo de la ratio de préstamos/depositos para dos de las entidades de crédito estatales más grandes. Las autoridades fijaron el objetivo de crecimiento del PIB para 2012 en el 7,5 %, frente al 8 % del año pasado, y mantuvieron sin variación en el 4 % el objetivo de inflación interanual medida por el IPC.

## 1.2 MERCADOS DE MATERIAS PRIMAS

Los precios del petróleo se mantuvieron, en general, estables en marzo. El 3 de abril, el precio del barril de Brent se situaba en 123,4 dólares estadounidenses, es decir, un 0,8 % por encima del nivel de comienzos de marzo y un 14,7 % por encima del observado a principios del año (véase gráfico 4). De cara al futuro, los participantes en los mercados prevén que los precios del crudo sean más bajos en el medio plazo, y los futuros con entrega en diciembre de 2013 se negocian actualmente a 112,5 dólares estadounidenses el barril.

La presión sobre los precios sigue siendo intensa, debido a la preocupación por una posible interrupción del suministro en relación con el inminente embargo a las importaciones de petróleo de Irán por parte

**Gráfico 4 Evolución de los precios de las materias primas**

Fuentes: Bloomberg y HWWI.

de la UE. Esta situación se ve agravada por las tensiones que se observan actualmente en la oferta y la demanda y que se reflejan en el hecho de que las existencias de petróleo de la industria en la OCDE se sitúen por debajo de la media histórica por séptimo mes consecutivo. De cara al futuro, las presiones sobre los precios podrían atenuarse, al menos de forma transitoria, si se confirman los rumores respecto a una posible liberación de las reservas estratégicas de petróleo o a un compromiso, por parte de Arabia Saudita, de incrementar la producción.

En conjunto, los precios de las materias primas no energéticas también se mantuvieron, en general, estables en marzo. Mientras que los precios de las semillas oleaginosas y los aceites se vieron estimulados principalmente por el descenso de la oferta en América del Sur, como consecuencia de las adversas condiciones meteorológicas, las perspectivas de crecimiento económico en China afec-

taron negativamente a los precios de los metales. En cifras agregadas, el índice de precios de las materias primas no energéticas (denominado en dólares estadounidenses) se situaba, a finales de marzo de 2012, un 6 % por encima del nivel observado a comienzos del año.

### 1.3 TIPOS DE CAMBIO

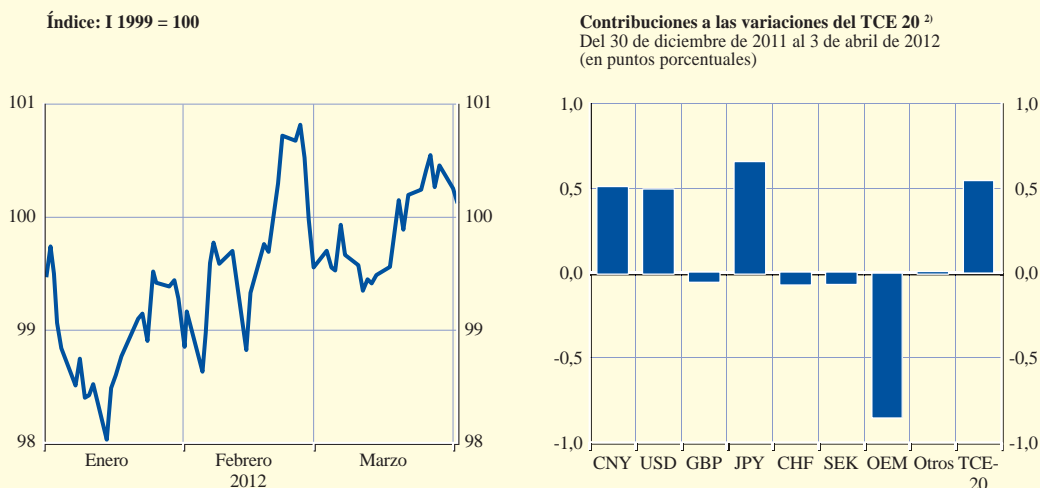
Durante el primer trimestre de 2012, el euro se apreció ligeramente y en forma generalizada en un contexto de descenso sostenido de la volatilidad. El 3 de abril de 2012, el tipo de cambio efectivo del euro, medido frente a las monedas de 20 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro, se situaba un 0,5 % por encima del nivel de finales de diciembre de 2011 y un 3,2 % por debajo de la media de ese mismo año (véase gráfico 5).

En términos bilaterales, en los tres últimos meses el euro se ha apreciado, en general, frente a la mayoría de las principales monedas. Entre el 30 de diciembre de 2011 y el 3 de abril de 2012, el euro se apreció un 2,9 % frente al dólar estadounidense, un 9,1 % frente al yen japonés y un 2,7 % frente al renminbi chino. La moneda única se mantuvo, en general, estable frente a la libra esterlina. Durante el período considerado, el euro se depreció, de forma general, frente a otras monedas europeas, especialmente frente al forint húngaro y el zloty polaco (un 6,6 % y un 7,2 %, respectivamente), así como frente a la corona checa (un 4,5 %) (véase cuadro 1). La volatilidad de los mercados, medida a partir de los precios de las opciones sobre tipos de cambio, ha seguido reduciéndose desde comienzos del año y actualmente se sitúa por debajo de las medias de largo plazo en la mayoría de los pares de monedas.

Entre el 30 de diciembre de 2011 y el 3 de abril de 2012, las monedas que participan en el MTC II se mantuvieron, en general, estables frente al euro, cotizando al tipo de cambio correspondiente a las respectivas paridades centrales o en torno a dichas paridades. El lats letón cotizó en la zona más fuerte de su paridad central, dentro de la banda de fluctuación de  $\pm 1$  % establecida unilateralmente.

### Gráfico 5 Tipo de cambio efectivo del euro (TCE-20) y sus componentes<sup>1)</sup>

(datos diarios)



Fuente: BCE.

1) Un aumento del índice supone una apreciación del euro frente a las monedas de 20 de los 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-20 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 libra esterlina y la corona sueca). La categoría «Otros» se refiere a la contribución agregada al índice TCE-20 de los otros seis socios comerciales de la zona del euro. Las variaciones se calculan utilizando las correspondientes ponderaciones basadas en el comercio del índice TCE-20.

### Cuadro I Evolución del tipo de cambio del euro<sup>1)</sup>

(datos diarios; unidades de moneda nacional por euro; tasas de variación)

	Ponderación en el TCE-20	Nivel a 3 de abril de 2012	Apreciación (+)/depreciación (–) del euro a 3 de abril de 2012 desde:		
			30 de diciembre de 2011	3 de enero de 2011	en comparación con: media de 2011
Renminbi chino	18,8	8,378	2,7	-4,7	-6,9
Dólar estadounidense	16,9	1,332	2,9	-0,2	-4,3
Libra esterlina	14,9	0,833	-0,3	-3,3	-4,1
Yen japonés	7,2	109,3	9,1	0,6	-1,5
Franco suizo	6,5	1,204	-1,0	-3,4	-2,4
Zloty polaco	6,2	4,136	-7,2	4,5	0,4
Corona sueca	4,7	8,794	-1,3	-1,6	-2,6
Corona checa	5,0	24,62	-4,5	-1,9	0,1
Won coreano	3,9	1,497	-0,1	-0,3	-2,9
Forint húngaro	3,2	293,8	-6,6	5,5	5,2
TCEN <sup>2)</sup>		100,1	0,5	-1,4	-3,2

Fuente: BCE.

1) Tipos de cambio bilaterales en orden descendente basados en las ponderaciones por el comercio de las monedas correspondientes en el índice TCE-20.

2) Tipo de cambio efectivo nominal del euro frente a las monedas de 20 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro (TCE-20).

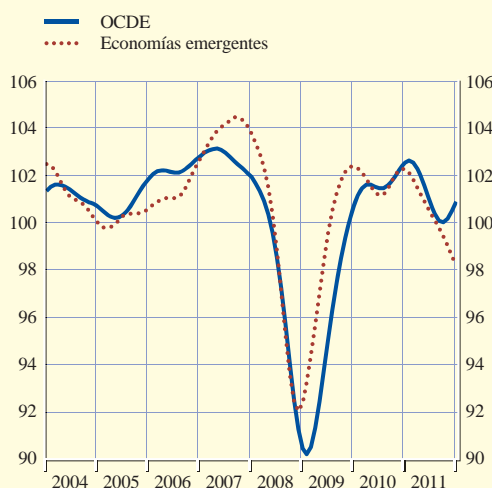
## 1.4 PERSPECTIVAS DEL ENTORNO EXTERIOR

De cara al futuro, los indicadores adelantados sugieren que el ritmo de crecimiento de la economía mundial ha mejorado en los últimos meses. El indicador sintético adelantado de la OCDE aumentó en enero de 2012 por tercer mes consecutivo, respaldado en particular por la evolución en Estados Unidos

y Japón. Pese a la incertidumbre que rodea a la economía mundial, los riesgos para las perspectivas del entorno exterior de la zona del euro siguen estando prácticamente equilibrados. Si bien los riesgos a la baja guardan relación, sobre todo, con los desequilibrios aún evidentes en varias economías y con la posibilidad de que se produzcan nuevos aumentos de los precios de las materias primas, la información que se va conociendo indica que la recuperación en las principales economías avanzadas podría ser, de hecho, ligeramente más sólida de lo previsto actualmente en las proyecciones.

**Gráfico 6 Indicadores sintéticos adelantados de la OCDE**

(datos mensuales; ajustados a la amplitud del ciclo)



Fuente: OCDE.

Nota: El indicador de las economías emergentes es una media ponderada de los indicadores sintéticos adelantados de Brasil, Rusia y China.



## 2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

### 2.1 DINERO Y CRÉDITO DE LAS IFM

*La evolución monetaria y crediticia mantuvo su atonía en febrero de 2012, a pesar de que el agregado monetario amplio registró entradas significativas, que fueron reflejo, principalmente, de la evolución de los pasivos a corto plazo de las entidades de crédito. En lo que respecta a las contrapartidas, las IFM de la zona del euro incrementaron sustancialmente sus principales carteras de activos en febrero mediante la adquisición de valores, mientras que los préstamos bancarios permanecieron bastante estables. La evolución observada durante los dos primeros meses de 2012 respalda la valoración de que se han atenuado las presiones para el desapalancamiento de las entidades de crédito y de que el riesgo de un desapalancamiento desordenado se ha reducido considerablemente. Al mismo tiempo, el pleno efecto positivo de las operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) con vencimiento a tres años sobre la oferta de préstamos al sector privado no financiero tardará un tiempo en materializarse.*

#### EL AGREGADO MONETARIO AMPLIO M3

La tasa de crecimiento interanual de M3 volvió a aumentar en febrero de 2012 y se situó en el 2,8 %, frente al 2,5 % de enero (véase gráfico 7). Esta evolución fue consecuencia de las significativas entradas mensuales que volvió a registrar este agregado amplio, cuya tasa de crecimiento intermensual fue del 0,8 % en febrero. Este incremento no estuvo relacionado con las operaciones de préstamo realizadas en el mercado monetario con garantías a través de entidades de contrapartida central ubicadas en la zona del euro. Por consiguiente, las tenencias de M3 ajustadas por el impacto de las cesiones temporales llevadas a cabo a través de entidades de contrapartida central también aumentaron en términos intermensuales, y la tasa de crecimiento interanual del agregado M3 ajustado por este efecto se elevó hasta el 2,5 %, frente al 2 % de enero.

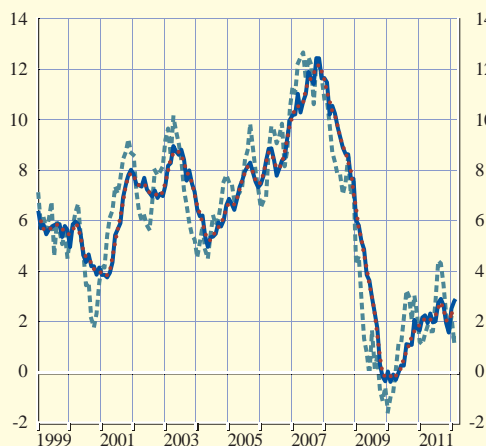
En febrero se registraron entradas mensuales en todos los componentes de M3 que representan pasivos a corto plazo de las entidades de crédito. Estas entidades intentaron captar depósitos ofreciendo tipos de interés atractivos en algunos países. El detalle por sectores confirma esta valoración, ya que la recuperación de los flujos mensuales estuvo determinada, principalmente, por el sector privado no financiero.

En cuanto a las contrapartidas, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado (ajustados por el impacto de las ventas y titulizaciones) disminuyó en febrero y se situó en el 1,1 %, frente al 1,5 % de enero. Este descenso fue generalizado en los distintos sectores. Las IFM redujeron sobre todo sus préstamos a intermediarios financieros no monetarios, mientras que el flujo neto mensual de préstamos al sector privado no financiero fue prácticamente nulo. Los datos correspondientes a los dos primeros meses de 2012 respaldan la valoración de que la trayectoria a la baja observada en los préstamos a

Gráfico 7 Crecimiento de M3

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

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



Fuente: BCE.



este último sector en el cuarto trimestre de 2011 (pese a que estuvo relacionada en parte con factores especiales, como las operaciones de fin de año de diciembre) ha sido, en general, contenida.

Los datos monetarios también confirman la disminución más general de las presiones para el desapalancamiento de otros elementos de los balances de las entidades de crédito y, por tanto, la considerable reducción del riesgo de desapalancamiento desordenado. Los principales activos mantenidos por las IFM de la zona del euro (excluido el Eurosistema) aumentaron significativamente en febrero, gracias a la adquisición de valores y, en menor medida, a los préstamos entre IFM, mientras que los préstamos bancarios al sector privado permanecieron bastante estables.

### PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

El aumento de la tasa de crecimiento interanual de M3 observado en febrero se debió, principalmente, al avance más acusado de los componentes de M3 que representan pasivos a corto plazo de las entidades de crédito. En términos de flujos mensuales, la contribución más importante procedió de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista (es decir, M2 menos M1), que tienden a albergar operaciones que responden, fundamentalmente, a consideraciones de cartera y, en parte, reflejan los intentos de las entidades de crédito por captar depósitos estables ofreciendo tipos de interés atractivos.

La tasa de crecimiento interanual de M1 aumentó hasta el 2,5 % en febrero, frente al 2,1 % del mes anterior. Los depósitos a la vista y el efectivo en circulación registraron flujos mensuales de entrada. Los depósitos a la vista de los intermediarios financieros no monetarios se incrementaron en mayor medida que los de las sociedades no financieras; en cambio, los del sector hogares descendieron ligeramente en términos interanuales, ya que los flujos mensuales fueron nulos en febrero.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista aumentó hasta el 3,1 % en febrero, frente al 2,6 % de enero, siendo reflejo de los incrementos de las tasas de crecimiento interanual de sus dos subcomponentes. Las entradas mensuales en depósitos a plazo hasta dos años fueron especialmente significativas desde comienzos de año y se debieron, sobre todo, a que los hogares de algunos países reasignaron sus fondos, aparentemente desplazándolos hacia instrumentos monetarios de mayor rentabilidad. Es probable que las consideraciones relativas a la remuneración también hayan sido el principal factor impulsor de los cuantiosos flujos de entrada observados en los depósitos de ahorro a corto plazo (es decir, depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses) desde principios de año.

La tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables disminuyó hasta el 3,1 % en febrero, frente al 4,4 % registrado en enero. Esta evolución ocultó una trayectoria divergente de las tasas de crecimiento interanual de sus subcomponentes: las participaciones en fondos del mercado monetario y las cesiones temporales descendieron, mientras que los valores distintos de acciones de las IFM con vencimiento hasta dos años (es decir, valores a corto plazo) experimentaron un fuerte aumento. Las cesiones temporales llevadas a cabo a través de entidades de contrapartida central registraron pequeñas entradas mensuales, igual que en enero, mientras que se produjo un reembolso neto de participaciones en fondos del mercado monetario del sector tenedor de dinero de la zona del euro (véase el recuadro 1 relativo a la nueva definición estadística de los fondos del mercado monetario). Este sector incrementó sus tenencias de valores distintos de acciones a corto plazo de las IFM en febrero. Con carácter más amplio, los no residentes en la zona del euro también reanudaron sus compras de estos valores, lo que señala un cambio de actitud frente al recelo general observado en relación con los valores bancarios a finales de 2011.

## Recuadro I

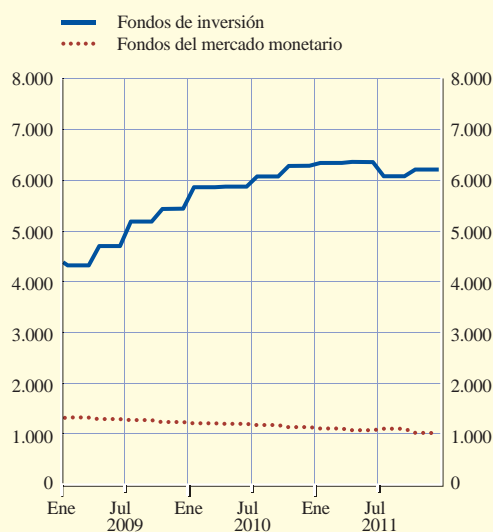
### NUEVA DEFINICIÓN ESTADÍSTICA DE LOS FONDOS DEL MERCADO MONETARIO DE LA ZONA DEL EURO

En mayo de 2010, el Comité de Reguladores Europeos de Valores (predecesor de la Autoridad Europea de Valores y Mercados) publicó directrices para una nueva definición común de los fondos del mercado monetario europeos a efectos de supervisión, que actualmente se está implantando en la mayor parte de los países de la UE. Estas directrices mejoran la protección de los inversores mediante el establecimiento de criterios cuantitativos y cualitativos claros que debe aplicar todo fondo que se comercialice como fondo del mercado monetario, y tienen por objeto limitar los diversos tipos de riesgo asociados a estos fondos, es decir, el riesgo de tipo de interés, de liquidez, de crédito y de diferencial de crédito. En agosto de 2011, el Consejo de Gobierno del BCE decidió adoptar la nueva definición europea de fondos del mercado monetario, también a efectos de las estadísticas, mediante un Reglamento<sup>1</sup>. La nueva definición debía aplicarse a los datos recopilados por las instituciones financieras monetarias y que se presentan para la elaboración de las estadísticas monetarias a partir del 1 de febrero de 2012, a más tardar. En este contexto, en este recuadro se considera brevemente el impacto de la nueva definición estadística en las estadísticas monetarias y el análisis monetario.

Los fondos del mercado monetario representan una proporción significativa de los fondos de inversión (véase gráfico A). En general, debido a las características de liquidez de sus participaciones y a su estrategia de inversión, los inversores consideran que estos fondos son sustitutos próximos de los depósitos a corto plazo. Junto con la estabilidad del principal, esto es, la cancelación por el valor nominal, estas características hacen que las participaciones en fondos del mercado monetario se consideren activos monetarios y se clasifiquen dentro de los «instrumentos negociables» en el agregado monetario amplio M3. Si se tiene en cuenta el destacado papel que desempeña el dinero en la estrategia de política monetaria basada en dos pilares del BCE, las participaciones en fondos del mercado monetario contribuyen al análisis que este realiza de los riesgos para la trayectoria futura de los precios derivados de la evolución monetaria.

**Gráfico A Activos totales de los fondos del mercado monetario y de los fondos de inversión (excluidos fondos del mercado monetario) de la zona del euro**

(mm de euros)



Fuente: BCE.

1 Véase el Reglamento BCE/2011/12, por el que se modifica el Reglamento (CE) n° 25/2009, relativo al balance del sector de las instituciones financieras monetarias (BCE/2008/32). Con arreglo a la nueva definición, el principal objetivo de inversión de los fondos del mercado monetario es mantener el principal del fondo y ofrecer una rentabilidad acorde a los tipos de interés del mercado monetario. Además, estos fondos solo pueden invertir en instrumentos del mercado monetario de elevada calidad. Al tomar sus decisiones de inversión, la sociedad gestora del fondo debe tener en cuenta un amplio conjunto de factores, entre los que se incluyen: a) la calidad crediticia del instrumento; b) la naturaleza de la clase de activo representado por el instrumento; c) el riesgo operativo y de crédito inherente a operaciones financieras estructuradas y d) el perfil de liquidez. El anterior Reglamento del BCE definía los fondos del mercado monetario como instituciones de inversión colectiva que i) emiten participaciones que son sustitutos próximos de los depósitos; ii) invierten principalmente en a) instrumentos del mercado monetario, b) participaciones en fondos del mercado monetario, c) otros instrumentos de deuda negociables con un vencimiento residual de hasta un año, o d) depósitos bancarios; o iii) ofrecen una rentabilidad acorde a los tipos de interés de los instrumentos del mercado monetario. Las dos definiciones también se diferencian en que los nuevos criterios y umbrales se aplican a toda la cartera de inversión de los fondos del mercado monetario, mientras que el criterio estadístico anterior del BCE se aplicaba solo al 85 % de la cartera de inversión.

Una característica importante del dinero es su garantía del capital. En el difícil entorno para la actividad de los fondos del mercado monetario vivido durante episodios de la crisis financiera, se cuestionó la garantía del capital asociada a algunas participaciones en estos fondos. Los fondos que utilizaban productos financieros innovadores con el objetivo de conseguir un perfil de riesgo/rentabilidad mejor que el de la mayoría de los fondos que aplicaban un enfoque inversor más tradicional resultaron especialmente afectados. La falta de garantía del capital y las características no convencionales de estos fondos concretos pusieron en peligro el modelo de negocio de este sector y su reputación como categoría de inversión. Esto ha contribuido a que, durante la crisis financiera, se registraran elevados flujos de salida de estos fondos. Además, ha obstaculizado la sustituibilidad de las participaciones en fondos del mercado monetario por otros componentes de M3, limitando con ello su grado de «liquidez».

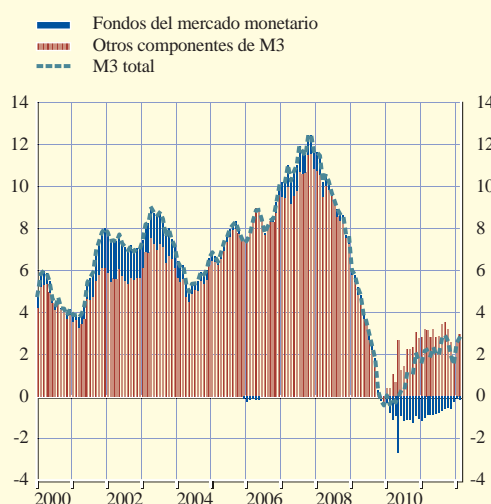
### El impacto de la nueva definición en los agregados monetarios

Las estimaciones preliminares sugieren que el cambio en la definición que ha supuesto el nuevo Reglamento altera sustancialmente el panorama del sector de fondos del mercado monetario en algunos Estados miembros. En particular, en Irlanda y Luxemburgo, la nueva definición hizo que el valor neto total de los activos de este sector se redujera aproximadamente un 28 % y un 22 %, respectivamente. El impacto total de las modificaciones de la población informadora en la zona del euro representa una disminución de 193,7 mm de euros (18 %) del valor neto total de los activos del sector de fondos del mercado monetario desde julio de 2011.

En cuanto al impacto de la nueva definición en el agregado monetario M3, solo se han visto afectadas las participaciones en fondos del mercado monetario del sector tenedor de dinero residente en la zona del euro. Dado que, en algunos países, como Irlanda y Luxemburgo, el cambio en la composición de la población informadora es aplicable principalmente a las participaciones en fondos mantenidos por no residentes en la zona y otras IFM (que están clasificadas como parte del sector emisor de dinero), el impacto en los agregados monetarios es mucho más limitado. El efecto en las participaciones en fondos del mercado monetario del sector tenedor de dinero de la zona del euro equivale a una reducción de solo unos 69 mm de euros, lo que corresponde a un 0,7 % en términos de saldos vivos de M3 en febrero de 2012. Se ha de destacar que no se ha observado un efecto directo en las operaciones ni en las tasas de crecimiento de M3, ya que la modificación de la población informadora se corrigió mediante reclasificaciones estadísticas, trasladando estos fondos del sector de fondos del mercado monetario al de fondos de inversión. No obstante, se debe señalar que, además de los fondos que se han reclasificado en el sector de fondos de inversión, también hay fondos del mercado monetario que han adaptado su política de inversión en respuesta a la nueva definición a efectos de

**Gráfico B Crecimiento interanual de M3 y contribuciones de las participaciones en fondos del mercado monetario y de otros componentes de M3**

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

supervisión. Esto puede haber causado cierto impacto en los datos, aunque más limitado, si bien resulta difícil disociar el verdadero efecto de otros factores que pueden haber influido en la evolución del sector de fondos del mercado monetario, por ejemplo, el entorno de tipos de interés reducidos.

Como se muestra en el gráfico B, la contribución de las participaciones en fondos del mercado monetario a la tasa de crecimiento interanual de M3 ha sido, en general, limitada. En consecuencia, cualquier posible distorsión en el contenido informativo del agregado monetario amplio en lo que respecta al análisis monetario puede considerarse pequeña. Con todo, la nueva definición más detallada y precisa de los fondos del mercado monetario es necesaria para garantizar la calidad de las estadísticas monetarias a los efectos de la política monetaria.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3, que incluyen los depósitos a corto plazo y las cesiones temporales, y que constituyen el agregado monetario más amplio para el que se dispone de un detalle puntual por sectores, aumentó hasta el 2,5 % en febrero, frente al 2,3 % registrado el mes anterior. Las entradas mensuales se distribuyeron por igual entre los sectores financiero y no financiero. En cuanto a este último, la tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3 que obran en poder de los hogares se incrementó hasta el 2 % en febrero, frente al 1,7 % del mes anterior, mientras que la de los depósitos de M3 de las sociedades no financieras se mostró más contenida y ascendió al 0,4 %, desde el 0,3 % de enero.

## PRINCIPALES CONTRAPARTIDAS DE M3

En cuanto a las contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual del crédito concedido por las IFM a residentes en la zona del euro se mantuvo prácticamente sin variación en febrero (véase cuadro 2). Este estancamiento enmascara un repunte de la tasa de crecimiento interanual del crédito concedido a las Administraciones Públicas, que aumentó hasta el 6 % (frente al 4,9 % de enero), mientras que la del crédito al sector privado cayó hasta el 0,3 %, frente al 0,6 % del mes anterior.

**Cuadro 2 Cuadro resumen de variables monetarias**

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

	Saldo vivo en porcentaje de M3 <sup>1)</sup>	Tasas de crecimiento interanual					
		2011 I	2011 II	2011 III	2011 IV	2012 Ene	2012 Feb
<b>M1</b>	<b>49,1</b>	<b>3,2</b>	<b>1,7</b>	<b>1,4</b>	<b>1,9</b>	<b>2,1</b>	<b>2,5</b>
Efectivo en circulación	8,7	4,9	4,2	4,5	6,2	6,2	6,2
Depósitos a la vista	40,4	2,9	1,1	0,8	1,0	1,2	1,7
<b>M2 - M1 (= otros depósitos a corto plazo)</b>	<b>39,4</b>	<b>1,4</b>	<b>3,4</b>	<b>3,4</b>	<b>2,3</b>	<b>2,6</b>	<b>3,1</b>
Depósitos a plazo hasta dos años	19,4	-2,6	2,3	3,1	2,0	3,3	4,0
Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses	20,1	5,4	4,5	3,7	2,5	1,9	2,3
<b>M2</b>	<b>88,5</b>	<b>2,4</b>	<b>2,4</b>	<b>2,3</b>	<b>2,1</b>	<b>2,3</b>	<b>2,8</b>
<b>M3 - M2 (= instrumentos negociables)</b>	<b>11,5</b>	<b>-1,6</b>	<b>-0,2</b>	<b>3,0</b>	<b>3,7</b>	<b>4,4</b>	<b>3,1</b>
<b>M3</b>	<b>100,0</b>	<b>1,9</b>	<b>2,1</b>	<b>2,4</b>	<b>2,3</b>	<b>2,5</b>	<b>2,8</b>
<b>Crédito a residentes en la zona del euro</b>		<b>3,7</b>	<b>3,1</b>	<b>2,4</b>	<b>1,3</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>
Crédito a las Administraciones Públicas		10,9	6,5	5,2	1,4	4,9	6,0
Préstamos a las Administraciones Públicas		17,7	10,7	7,0	-2,2	-4,7	-5,0
Crédito al sector privado		2,1	2,3	1,7	1,3	0,6	0,3
Préstamos al sector privado		2,4	2,6	2,5	2,0	1,1	0,7
Préstamos al sector privado ajustados de ventas y titulizaciones <sup>2)</sup>		2,8	2,8	2,7	2,3	1,5	1,1
<b>Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas)</b>		<b>2,8</b>	<b>3,4</b>	<b>3,6</b>	<b>2,7</b>	<b>1,1</b>	<b>0,5</b>

Fuente: BCE.

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

2) Ajustados de préstamos dados de baja del balance estadístico de las IFM por venta o titulización.

La tasa de crecimiento interanual del crédito concedido a las Administraciones Públicas se incrementó por cuarto mes consecutivo como resultado de las significativas adquisiciones netas de valores de deuda pública de la zona del euro, mientras que los préstamos a este sector se contrajeron. El flujo del crédito otorgado al sector privado fue relativamente débil en febrero, ya que las IFM aumentaron sus tenencias de valores y redujeron los préstamos. Como consecuencia de ello, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado, ajustados de ventas y titulizaciones, descendió y se situó en el 1,1 %, frente al 1,5 % de enero (véase cuadro 2). La disminución de los préstamos en febrero se concentró en el sector de intermediarios financieros no monetarios, pues afectó principalmente a los préstamos otorgados a las empresas de seguros, fondos de pensiones y otros intermediarios financieros. Las entradas registradas en las operaciones de préstamo realizadas a través de entidades de contrapartida central fueron limitadas, muy inferiores a las de meses anteriores. El flujo mensual neto de préstamos al sector privado no financiero (ajustados de ventas y titulizaciones) fue prácticamente nulo en febrero, lo que confirma la estabilización observada en enero.

Es probable que la débil actividad crediticia observada refleje, en gran medida, la escasa demanda en la fase actual del ciclo económico, así como la necesidad de desapalancamiento de los hogares y de las sociedades no financieras en algunas partes de la zona del euro, dadas sus elevadas ratios de endeudamiento (véase el recuadro 2, en el que se analizan los principales factores que probablemente influyan en la evolución de los préstamos al sector privado no financiero en los próximos meses). Puede que los efectos en la oferta derivados de las persistentes presiones sobre la financiación a largo plazo como consecuencia de la incertidumbre económica y financiera y los requerimientos de capital de Basilea III también hayan influido. La disminución de las presiones para el desapalancamiento de otros elementos de los balances de las entidades de crédito fue evidente en enero y febrero, tras la puesta en marcha de las nuevas medidas no convencionales anunciadas por el Consejo de Gobierno el 8 de diciembre de 2011. Al mismo tiempo, el pleno efecto positivo de las OFPML a tres años del Eurosistema sobre la oferta de préstamos tardará un tiempo en materializarse.

**Cuadro 3 Préstamos de las IFM al sector privado**

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

	Saldo vivo en porcentaje del total <sup>1)</sup>	Tasas de crecimiento interanual					
		2011 I	2011 II	2011 III	2011 IV	2012 Ene	2012 Feb
<b>Sociedades no financieras</b>	<b>42,1</b>	<b>0,6</b>	<b>1,0</b>	<b>1,5</b>	<b>1,6</b>	<b>0,7</b>	<b>0,4</b>
Ajustados de ventas y titulizaciones <sup>2)</sup>	-	1,5	1,9	2,2	1,9	0,9	0,6
Hasta un año	24,3	-1,2	1,5	4,1	3,8	0,7	0,1
De uno a cinco años	18,0	-2,4	-2,9	-3,6	-3,3	-3,6	-3,9
Más de cinco años	57,7	2,4	2,2	2,1	2,3	2,2	2,0
<b>Hogares <sup>3)</sup></b>	<b>46,8</b>	<b>3,1</b>	<b>3,4</b>	<b>3,0</b>	<b>2,2</b>	<b>1,3</b>	<b>1,2</b>
Ajustados de ventas y titulizaciones <sup>2)</sup>	-	3,1	3,0	2,7	2,3	2,0	1,8
Crédito al consumo <sup>4)</sup>	11,9	-1,0	-1,0	-2,0	-2,0	-1,6	-1,8
Préstamos para adquisición de vivienda <sup>4)</sup>	72,2	4,0	4,4	4,0	3,0	1,8	1,8
Otras finalidades	15,8	2,4	2,0	2,4	1,8	1,1	0,8
<b>Empresas de seguros y fondos de pensiones</b>	<b>0,8</b>	<b>7,2</b>	<b>3,2</b>	<b>7,0</b>	<b>4,3</b>	<b>-1,3</b>	<b>-8,3</b>
<b>Otros intermediarios financieros no monetarios</b>	<b>10,4</b>	<b>7,1</b>	<b>6,0</b>	<b>3,9</b>	<b>3,2</b>	<b>2,0</b>	<b>0,6</b>

Fuente: BCE.

Notas: El 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) Ajustados de préstamos dados de baja del balance estadístico de las IFM, por venta o titulización.

3) Según la definición del SEC 95.

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

## Recuadro 2

### FACTORES QUE AFECTAN A LOS PRÉSTAMOS AL SECTOR PRIVADO Y A LAS PERSPECTIVAS A CORTO PLAZO DE LA DINÁMICA DEL DINERO Y DEL CRÉDITO

La intensificación de la crisis financiera en el cuarto trimestre de 2011 tuvo un impacto considerable, en su momento, en la financiación bancaria, con un riesgo incipiente de desapalancamiento desordenado, y, por consiguiente, afectó negativamente a la capacidad de las entidades de crédito para sostener la economía real. Dos factores corroboran la validez de esta afirmación, a saber, la especial debilidad de los flujos de dinero en sentido amplio y de crédito al sector privado en el cuarto trimestre (aunque las cifras de diciembre también reflejaron, en gran medida, la influencia de algunos factores especiales, incluidas las operaciones del último día del año) y los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro correspondiente al cuarto trimestre de 2011, que indicaban tanto un endurecimiento de los criterios de aprobación del crédito como una caída de la demanda de crédito. Si bien el débil crecimiento de los agregados monetarios y crediticios podría reflejar, en parte, una corrección del exceso de liquidez y de la excesiva oferta de crédito en el pasado, la celeridad del ajuste observada en el cuarto trimestre de 2011 fue motivo de preocupación.

Los préstamos al sector privado son, normalmente, el principal factor determinante del crecimiento del agregado monetario amplio en la zona del euro. El análisis de la dinámica de los préstamos es esencial para evaluar la evolución monetaria y el ritmo de crecimiento monetario subyacente y, por lo tanto, las consecuencias para la estabilidad de precios en el medio plazo. Considerando la volatilidad a corto plazo, el lento crecimiento del crédito al sector privado en los últimos meses, junto con el débil crecimiento del dinero en sentido amplio, corrobora la opinión de que el ritmo subyacente de expansión monetaria ha seguido siendo atenuado y de que los riesgos para la estabilidad de precios a medio plazo no han variado sustancialmente.

A continuación, se presenta un resumen de algunos de los principales factores que probablemente afectarán a la evolución de los préstamos al sector privado no financiero en los próximos meses. Si bien los datos de las encuestas y las estimaciones basadas en los modelos indican que los factores de oferta probablemente continuarán afectando negativamente al crecimiento de los préstamos en los próximos meses, la debilidad de la demanda seguirá siendo, con toda probabilidad, el principal factor determinante. Los indicadores adelantados sugieren que la demanda de préstamos, por parte tanto de los hogares como de las sociedades no financieras, seguramente seguirá siendo reducida, al menos durante el primer semestre de 2012, en consonancia con la debilidad de la actividad económica. Las persistentes presiones sobre la financiación, resultantes del incierto entorno económico y financiero, así como los cambios en los requerimientos en materia de ratios de capital, derivados del marco regulatorio de Basilea III, también podrían amortiguar la oferta de préstamos. Asimismo, hay que tener en cuenta que el impacto positivo sobre los préstamos al sector privado no financiero de las operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) a tres años realizadas por el Eurosistema en diciembre de 2011 y febrero de 2012 tardará un tiempo en surtir plenamente sus efectos. Por consiguiente, se justifica realizar un estrecho seguimiento de la evolución del mercado de crédito. No obstante, estas operaciones ya han contribuido al ajuste de los balances de las entidades de crédito, observándose indicios claros de estabilización en los datos monetarios de enero y febrero, que sugieren un alivio de las presiones para el desapalancamiento.



## Factores de oferta y de demanda de crédito

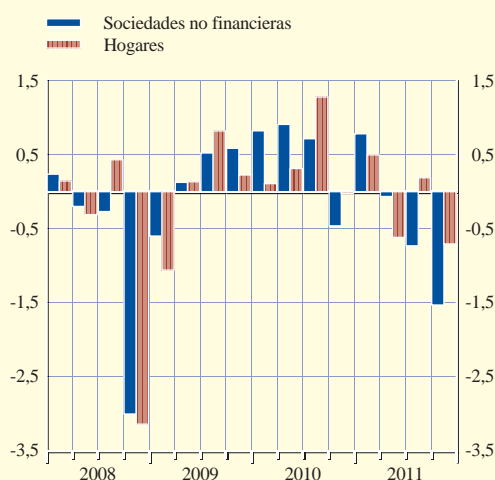
Desde la perspectiva de las políticas económicas, es importante calibrar las contribuciones relativas de las fuerzas de oferta y demanda de crédito a la evolución de los préstamos al sector privado. Desafortunadamente, el impacto de estas fuerzas es difícil de aislar y de estimar. No obstante, los datos procedentes de las encuestas y las estimaciones basadas en los modelos permiten hacerse una idea. Por ejemplo, a juzgar por los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro correspondiente al cuarto trimestre de 2011, la evolución de la oferta y de la demanda podría seguir afectando negativamente a los préstamos. Concretamente, se prevé que los criterios de aprobación del crédito tanto para los hogares como para las empresas hayan sido aún más restrictivos en el primer trimestre de 2012, aunque no tanto como en el cuarto trimestre de 2011, mientras que la demanda podría haber seguido reduciéndose significativamente<sup>1</sup>. Al mismo tiempo, tras la introducción de las OFPML a tres años, la oferta de crédito podría depender menos de la disponibilidad de financiación de mercado y estar asociada más estrechamente a la capacidad de asunción de riesgos de las entidades de crédito y, por ende, a sus niveles de capital. No obstante, el impacto favorable de la relajación de las tensiones en la financiación sobre las condiciones crediticias y los préstamos al sector privado puede tardar un tiempo en manifestarse.

Este panorama lo corroboran los datos de otras encuestas relativas a las sociedades no financieras. Por ejemplo, la encuesta de la Comisión Europea sobre límites a la producción en el primer trimestre de 2012 indica que las restricciones financieras prácticamente no variaron como factor limitativo de la producción de las empresas de la zona del euro del sector servicios o del sector manufacturero, mientras que en la construcción se registró un ligero aumento del impacto de este factor. No obstante, en conjunto, las restricciones financieras representan tan solo un factor de limitación de la producción de menor importancia en todos los sectores, similar a una escasez de mano de obra, espacio, equipo y/o material, mientras que la insuficiencia de la demanda sigue siendo, con diferencia, el factor más importante.

Las estimaciones basadas en los modelos sugieren que los factores de oferta de crédito desempeñaron un papel relativamente limitado a la hora de explicar el crecimiento de los préstamos, tanto a los hogares como a las sociedades no financieras, hasta el cuarto trimestre de 2011. No obstante, de cara al futuro, el impacto de las recientes perturbaciones de oferta de crédito aún está por materializarse. Por ejemplo, utilizando un modelo estructural de vectores autorregresivos (VAR) que identifica las perturbaciones de este tipo con restricciones de signo, se observa que las series correspondientes a las perturbaciones de oferta sobre los préstamos muestran que, en el cuarto trimestre de 2011, aparecieron nuevas perturbaciones adversas (véase gráfico A). Según el modelo, el impacto de estas perturbaciones solo se manifestará gradualmente y no

**Gráfico A Perturbaciones de oferta en los préstamos a las sociedades no financieras y los hogares basadas en un modelo estructural VAR**

(porcentajes; desviaciones típicas)



Fuente: BCE.

Nota: La serie de las perturbaciones de oferta en los préstamos se ha estimado utilizando un modelo estructural VAR con restricciones de signo. Para más información sobre el modelo, véase el artículo titulado «Evolución reciente de los préstamos al sector privado», *Boletín Mensual*, BCE, enero de 2011.

<sup>1</sup> Para más información, véase el recuadro titulado «Resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro correspondiente al cuarto trimestre de 2011», *Boletín Mensual*, BCE, febrero de 2012.

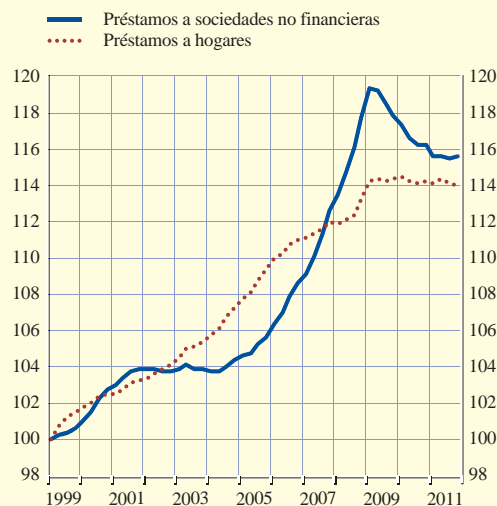


será visible en su totalidad hasta mediados de 2012. Con todo, las medidas de política monetaria no convencionales adoptadas a finales de 2011 probablemente amortiguarán el impacto de estas fuerzas contractivas sobre la economía en general.

El nivel de endeudamiento, tanto de los hogares como de las sociedades no financieras, también afectará probablemente a la demanda de préstamos, así como a la solvencia de los posibles prestatarios a juicio de las entidades de crédito. Las ratios de endeudamiento con respecto al PIB nominal son muy elevadas en términos históricos y, mientras que las empresas han logrado reducir su ratio, los hogares solo han conseguido estabilizarla (véase gráfico B). Este será, seguramente, otro factor que incidirá negativamente en los préstamos a los hogares, especialmente en algunos países, habida cuenta de la gran heterogeneidad que presenta el endeudamiento de los hogares en los distintos países de la zona del euro.

**Gráfico B Saldos vivos de los préstamos de las IFM: ratio con respecto al PIB nominal**

(porcentajes; I 1999 = 100)



Fuente: BCE.  
Nota: Las ratios se han normalizado.

### Indicadores adelantados de la evolución de los préstamos al sector privado no financiero

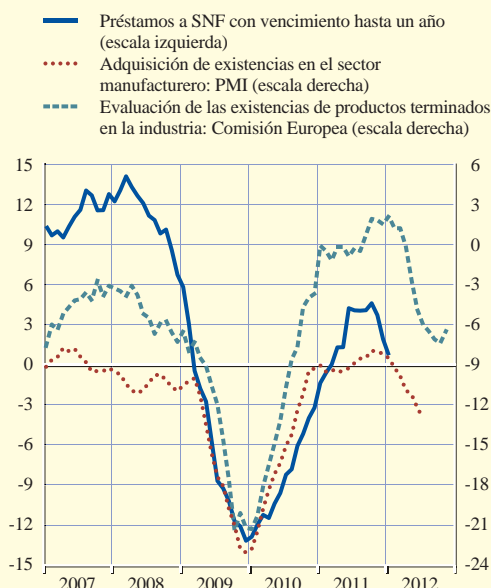
Los indicadores adelantados proporcionan información útil sobre la posible evolución de los préstamos al sector privado en los próximos meses, aunque hay que tener presente que se refieren, principalmente, a la demanda de préstamos y que su fiabilidad es limitada.

Por lo que respecta a los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras, los préstamos a corto plazo han sido el principal factor determinante del reciente descenso del crecimiento interanual de los préstamos totales concedidos por las IFM a estas sociedades (ajustados de ventas y titulizaciones). Los indicadores de opinión sobre variaciones de las existencias, que suelen ser indicadores adelantados relativamente fiables de la evolución a corto plazo de los préstamos a las sociedades no financieras, sugieren que el crecimiento de estos préstamos podría seguir reduciéndose en el primer semestre de 2012 (véase gráfico C). Otro factor que, probablemente, afectará a la evolución de la financiación externa de dichas sociedades es que, actualmente, las grandes empresas que tienen acceso al mercado financiero pueden emitir valores de renta fija privada con relativa facilidad. Si bien las pequeñas y medianas empresas dependen en gran medida de los préstamos bancarios, también pueden beneficiarse indirectamente de un entorno propicio para las emisiones a través de los créditos comerciales o de los préstamos entre empresas relacionadas concedidos por firmas de mayor tamaño. En los tres primeros meses de 2012, muchas sociedades no financieras emitieron grandes cantidades de deuda negociable en un entorno de fuerte demanda de valores emitidos por empresas, reduciendo así la necesidad de recurrir a los préstamos bancarios. Por último, la holgada disponibilidad de fondos propios también podría reducir la demanda de financiación externa<sup>2</sup>.

2 Véase un análisis más detallado de los flujos financieros y los balances de los sectores en el recuadro titulado «Cuentas integradas de la zona del euro del tercer trimestre de 2011», *Boletín Mensual*, BCE, febrero de 2012.

**Gráfico C Préstamos a corto plazo a las sociedades no financieras e indicadores adelantados**

(tasas de variación interanual; saldos netos)



Fuentes: Comisión Europea y BCE.

Nota: El indicador de las existencias de productos terminados en la industria aparece con signo contrario. Tanto este indicador como el indicador de adquisición de existencias en el sector manufacturero, que se obtiene a partir de la encuesta para el Índice de directores de compras (PMI), figuran como desviaciones con respecto a la media de largo plazo con un adelanto de seis y diez meses, respectivamente, para maximizar la correlación con el crecimiento de los préstamos.

Por lo que respecta a los préstamos de las IFM a los hogares, el descenso de la tasa de crecimiento interanual en el último trimestre de 2011 y la estabilización observada en los dos primeros meses de 2012 son coherentes, en general, con la evolución del indicador de confianza de los consumidores de la Comisión Europea durante el mismo período. Los datos sobre confianza de los consumidores correspondientes a marzo, así como el comportamiento de otros indicadores de opinión en el primer trimestre de 2012, como el indicador que elabora la Comisión respecto a la intención de los consumidores de realizar grandes compras en el año siguiente, apuntan a ciertas señales de estabilización de la confianza, aunque en niveles bajos. Así pues, a juzgar por estos indicadores de demanda adelantados y coincidentes, lo más probable es que el crecimiento de los préstamos a los hogares siga siendo relativamente débil en los próximos meses.

#### Ajuste de los balances de las entidades de crédito, medidas de política monetaria y consecuencias para el crecimiento del dinero en sentido amplio

De cara al futuro, la evolución de los préstamos al sector privado dependerá, en parte, de la capacidad

del sector bancario de la zona del euro para ofrecer servicios de intermediación. A este respecto, las medidas de política monetaria no convencionales adoptadas por el Eurosistema han sido esenciales para atenuar las limitaciones en materia de financiación y liquidez inmediatas del sector bancario de la zona del euro, evitándose así un brusco desapalancamiento, que podría haber dado lugar a un notable recorte del crédito. Desde que se realizó la primera OFPML a tres años, los costes de la financiación en el mercado de deuda para las entidades de crédito se han reducido en los plazos más cortos de la curva de rendimientos, lo que ha proporcionado cierto alivio, así como beneficios en la valoración de los activos. Además, las emisiones de deuda han cobrado impulso, posiblemente para ofrecer garantías que puedan emplearse en la segunda OFPML a tres años.

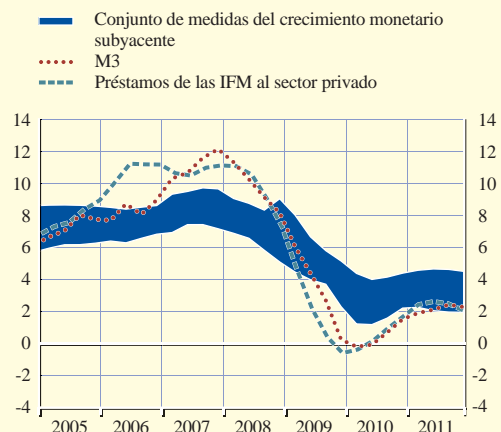
No obstante, la liquidez proporcionada por el Eurosistema no es más que un sustituto incompleto e imperfecto de la financiación de mercado. Además, si bien esta liquidez ha permitido evitar una brusca contracción de las operaciones bancarias, no restablecerá plenamente la transmisión normal de los impulsos de la política monetaria. Las cifras más recientes de los balances de las entidades de crédito indican que estas han logrado avanzar, en cierta medida, en términos de recapitalización y creación de reservas de liquidez, especialmente en algunos países. Sin embargo, es imperativo que el sector bancario realice nuevos ajustes para que pueda prestar servicios de intermediación en el medio plazo.

El lento crecimiento del dinero en sentido amplio y del crédito en los últimos meses corrobora la opinión de que el ritmo subyacente de expansión monetaria ha sido débil (véase gráfico D).

Al mismo tiempo, la fuerte expansión de la liquidez del Eurosistema ha dado lugar a una acusada aceleración del crecimiento de la base monetaria, que, sin embargo, no se ha reflejado en un pronunciado aumento del crecimiento del dinero en sentido amplio o del crédito, lo que indicaría una materialización de los riesgos de inflación. Para que la abundante provisión de reservas del banco central se traduzca en un mayor crecimiento de estos dos elementos, se necesitan una reactivación sostenida de la confianza y un fortalecimiento de la actividad económica que estimulen la demanda de crédito por parte de las empresas y los hogares, y un sistema bancario que pueda y quiera proporcionar crédito a la economía real.

**Gráfico D M3 y crecimiento monetario subyacente**

(tasas de variación interanual)



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM a las sociedades no financieras, ajustados de ventas y titulizaciones, se moderó nuevamente en febrero y se situó en el 0,6% (frente al 0,9% de enero y el 1,2% de diciembre), como consecuencia de unos flujos mensuales ligeramente negativos. La cifra de febrero oculta una cierta sustitución de los préstamos a largo plazo (es decir, con vencimiento inicial a más de cinco años) por préstamos a corto y medio plazo (es decir, con vencimiento inicial hasta cinco años). La evolución de los préstamos a las sociedades no financieras durante los dos primeros meses de 2012 respalda la valoración de que el impulso descendente observado a finales de 2011 ha sido, en general, limitado. La heterogeneidad entre países en la dinámica de los préstamos sigue siendo significativa, en consonancia con la evolución desigual de la actividad económica, las diferencias en las necesidades de financiación externa, y las disparidades en los niveles de endeudamiento de las sociedades no financieras de los distintos países de la zona del euro.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM a los hogares, ajustados de ventas y titulizaciones, descendió ligeramente, hasta situarse en el 1,8% en febrero, frente al 2% de enero, continuando así la desaceleración paulatina experimentada por estos préstamos desde mayo de 2011. Los préstamos a hogares estuvieron dominados por los préstamos para adquisición de vivienda, cuya tasa de crecimiento interanual se mantuvo sin variación en el 1,8% en febrero. Se espera que los planes públicos para apoyar a los mercados inmobiliarios internos introducidos en determinados países tengan, progresivamente, un impacto menor en esta actividad crediticia en el futuro. Al mismo tiempo, las tasas de crecimiento interanual del crédito al consumo y de los préstamos a hogares para otras finalidades fueron del -1,8% y el 0,8%, respectivamente, en febrero, ya que la demanda de estas categorías de préstamo por parte de los hogares disminuyó.

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) descendió significativamente hasta situarse en el 0,5% en febrero, frente al 1,1% del mes anterior. Esta moderación reflejó una nueva salida mensual de valores distintos de acciones a largo plazo de las IFM en base consolidada. En cambio, la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a plazo a más de dos años se mantuvo prácticamente sin

variación, ya que el sector privado no financiero aumentó sus tenencias de estos depósitos, mientras que los intermediarios financieros no monetarios las redujeron. En febrero se registraron nuevas entradas en capital y reservas, que se tradujeron en un incremento del 6,5 % de esta partida en el período de doce meses transcurrido hasta dicho mes, reflejo de los esfuerzos continuados de las entidades de crédito por mejorar su nivel de capital en el contexto de los requisitos impuestos por la Autoridad Bancaria Europea y por Basilea III.

Los flujos interanuales de entrada registrados en la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM ascendieron a 113 mm de euros en febrero, sin variación con respecto a enero (véase gráfico 8). La entrada mensual de febrero se cifró en 17 mm de euros. Los significativos desplazamientos observados, en términos brutos, en la posición frente al exterior de las IFM en los meses anteriores no se repitieron en febrero, lo que sugiere que las consideraciones relativas a la confianza y a los activos refugio, que determinaron los flujos de meses anteriores, fueron menos relevantes ese mes. El flujo de los depósitos de no residentes en la zona del euro fue solo ligeramente negativo en febrero, lo que sugiere que la retirada de la financiación internacional observada a finales de 2011 y principios de 2012 se debilitó en febrero.

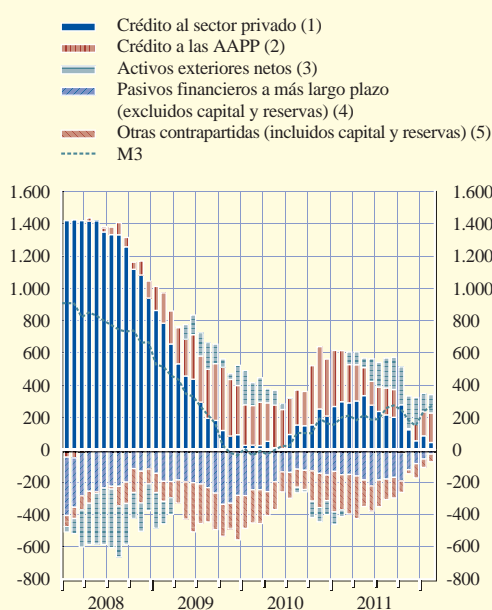
En conjunto, la evolución monetaria y crediticia mantuvo su atonía en febrero. Los datos correspondientes a los dos primeros meses de 2012 confirman que se han atenuado las presiones para el desapalancamiento de las entidades de crédito y que el riesgo de un desapalancamiento desordenado se ha reducido considerablemente. El descenso de los préstamos de las IFM observado en febrero se concentró en los sectores de Administraciones Públicas y de intermediarios financieros no monetarios, mientras que el flujo de préstamos al sector privado no financiero fue débil, lo que refleja, probablemente y en gran medida, el escaso ritmo de actividad económica, así como la necesidad de desapalancamiento de los hogares y de las sociedades no financieras en algunas partes de la zona del euro, aunque se mantuvieron algunos efectos por el lado de la oferta. El pleno efecto positivo de las OFPML a tres años del Eurosistema sobre la oferta de préstamos tardará un tiempo en materializarse.

## 2.2 EMISIONES DE VALORES

*La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro se situó en el 4 % en enero de 2012, frente a un promedio del 3,1 % en el último trimestre de 2011. Es posible que una cierta disminución de la incertidumbre en los mercados en comparación con el final del año anterior haya permitido a todos los tipos de emisores acelerar sus emisiones de valores*

**Gráfico 8 Contrapartidas de M3**

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



Fuente: BCE.

Notas: M3 figura solo 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.

distintos de acciones a principios de 2012. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones cotizadas se mantuvo prácticamente estable, en el 1,7%.

#### VALORES DISTINTOS DE ACCIONES

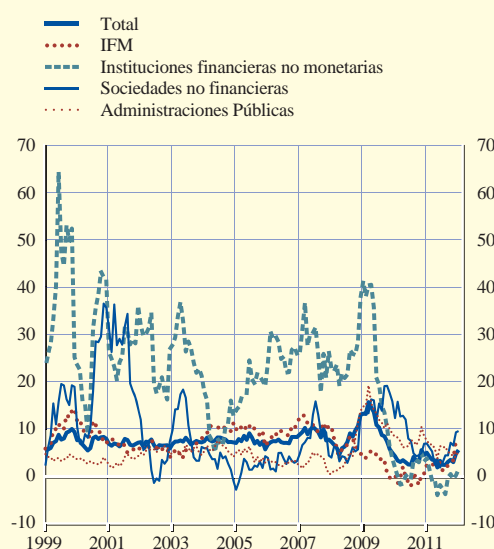
En enero de 2012, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro se situó en el 4%, lo que no supone variación con respecto al mes anterior, pero sí un aumento con respecto al promedio del 3,1% del último trimestre de 2011 (véase cuadro 4). Las tendencias a corto plazo apuntan a una rápida aceleración de la actividad emisora en todos los sectores, salvo el de instituciones financieras distintas de las IFM (véase gráfico 9). Es posible que este repunte de la emisión de valores distintos de acciones refleje, en cierta medida, la reciente mejora del sentimiento de los mercados y la disminución de la incertidumbre gracias a las dos OFPML a tres años.

Por primera vez desde principios de 2010, la emisión de valores distintos de acciones a corto plazo contribuyó positivamente al crecimiento de las emisiones totales en diciembre de 2011 y también en enero de 2012. Al mismo tiempo, las emisiones de valores distintos de acciones a largo plazo a tipo de interés variable experimentaron una contracción adicional, manteniendo la tendencia iniciada a mediados de 2011.

La tasa de crecimiento total de las emisiones de valores distintos de acciones registrada en enero de 2012 ocultó una evolución dispar en los distintos sectores. En el sector financiero, la tasa de crecimiento

**Gráfico 9 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.

**Cuadro 4 Valores emitidos por residentes en la zona del euro**

Sector emisor	Saldo vivo (mm de euros) Enero 2012	Tasas de crecimiento interanual <sup>1)</sup>					
		2011 I	2011 II	2011 III	2011 IV	2011 Dic	2012 Ene
<b>Valores distintos de acciones</b>	<b>16.615</b>	<b>3,7</b>	<b>3,5</b>	<b>3,5</b>	<b>3,1</b>	<b>4,0</b>	<b>4,0</b>
IFM	5.542	0,6	1,1	1,9	3,3	5,2	4,4
Instituciones financieras no monetarias	3.293	1,8	0,8	-0,3	-1,1	-1,0	-0,7
Sociedades no financieras	877	6,2	4,1	4,9	5,0	5,4	6,2
Administraciones Públicas	6.903	7,3	6,9	6,6	4,9	5,4	5,7
De las cuales:							
Administración Central	6.270	6,7	6,1	5,9	4,2	4,7	4,8
Otras Administraciones Públicas	633	13,0	15,8	14,6	13,2	12,1	15,5
<b>Acciones cotizadas</b>	<b>4.107</b>	<b>1,4</b>	<b>1,5</b>	<b>1,9</b>	<b>1,7</b>	<b>1,6</b>	<b>1,7</b>
IFM	362	6,4	7,5	12,4	10,2	9,6	11,6
Instituciones financieras no monetarias	298	3,4	4,2	5,0	5,2	4,9	4,0
Sociedades no financieras	3.447	0,6	0,5	0,4	0,3	0,3	0,4

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».

interanual de los valores emitidos por las IFM disminuyó ligeramente, desde el 5,2 % en diciembre de 2011 hasta el 4,4 % en enero de 2012. Sin embargo, las tendencias a corto plazo siguen apuntando a una rápida aceleración de la emisión de valores distintos de acciones desde mediados de 2011, impulsada por las constantes necesidades de capitalización.

La tasa de crecimiento interanual de la deuda emitida por el sector de Administraciones Públicas repuntó en diciembre de 2011, situándose en el 15,5 % en enero de 2012. En esos dos meses, el rendimiento de la deuda soberana tendió a descender en la mayoría de los países de la zona del euro que experimentaban dificultades financieras y aumentó con carácter general en otros países, en el marco de las medidas adoptadas para resolver la crisis de la deuda soberana. Los datos aislados disponibles también sugieren que la demanda de bonos soberanos de algunos países de la zona del euro fue particularmente fuerte en el contexto de las OFPML a tres años del Eurosistema. En consonancia con esta evolución positiva, la incertidumbre en torno a la trayectoria a corto plazo de los mercados de renta fija ha disminuido y los inversores han recuperado su interés por los emisores de deuda pública europeos.

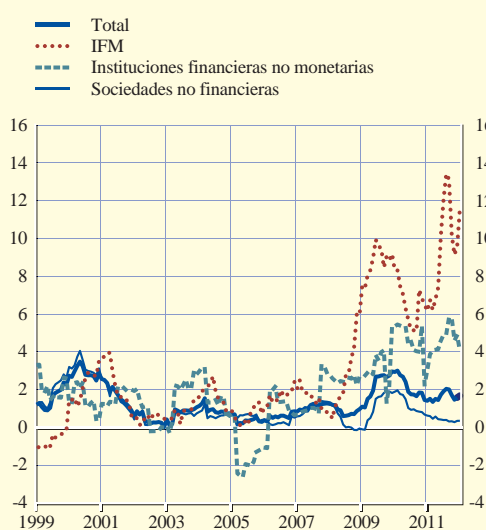
Por último, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las sociedades no financieras aumentó nuevamente y se situó en el 6,2 % en enero, frente al 5,4 % del mes anterior, continuando la tendencia al alza iniciada en abril de 2011. Es posible que los emisores del sector empresarial, aprovechando las lecciones extraídas en 2008 y 2009, hayan evitado al sector bancario afectado por la crisis de la deuda soberana, recurriendo a los mercados financieros directamente. Según los datos facilitados por los participantes en los mercados, en diciembre de 2011 y enero de 2012 la actividad emisora se concentró en el segmento de valores con grado de inversión, lo que pudo deberse a sus condiciones de financiación comparativamente favorables, mientras que la actividad emisora en el segmento de alta rentabilidad se mantuvo escasa. Además, parece que la actividad emisora de estos dos meses se concentró principalmente en los sectores de servicios, energía, y agua, gas y electricidad.

### ACCIONES COTIZADAS

La tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones cotizadas por parte de residentes en la zona del euro se mantuvo prácticamente sin cambios, en el 1,7 %, en enero de 2012. Por una parte, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones por parte de las IFM se incrementó en dicho mes, hasta situarse en el 11,6 %, frente al 9,6 % de diciembre de 2011 (véase gráfico 10), lo que refleja la disminución de las tensiones en los mercados financieros y la continua necesidad de cumplir con los nuevos requerimientos de capital regulatorio. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por las instituciones financieras distintas de las IFM siguió descendiendo hasta situarse en el 4 %, mientras que la de las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras permaneció casi sin variación en el 0,4 %.

**Gráfico 10 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

Los tipos de interés del mercado monetario descendieron entre principios de marzo y comienzos de abril de 2012. En el tercer período de mantenimiento de 2012, que comenzó el 14 de marzo, el eonia se situó en un nivel reducido, reflejando el abundante exceso de liquidez.

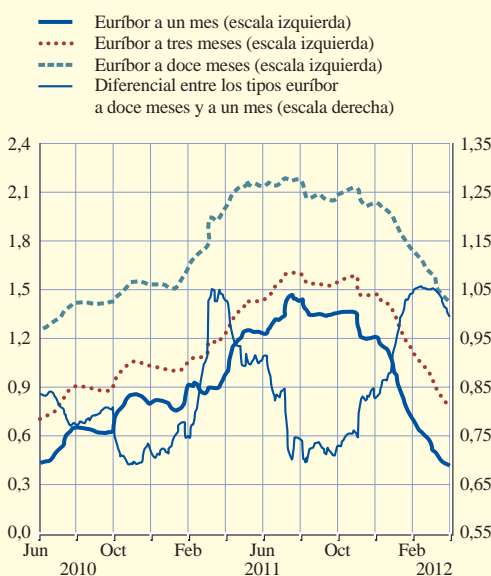
Los tipos de interés del mercado monetario sin garantías, medidos por el euríbor, se redujeron entre principios de marzo y comienzos de abril de 2012. El 3 de abril, los tipos euríbor a un mes, a tres meses, a seis meses y a doce meses se situaron en el 0,42 %, el 0,77 %, el 1,07 % y el 1,41 %, respectivamente, es decir, 9, 14, 15 y 15 puntos básicos por debajo de los niveles observados el 7 de marzo. En consecuencia, el diferencial entre el euríbor a doce meses y a un mes —un indicador de la pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario— disminuyó ligeramente, hasta situarse en 99 puntos básicos el 3 de abril (véase gráfico 11).

El tipo *swap* del eonia a tres meses se situó en el 0,36 % el 3 de abril, 2 puntos básicos por encima del nivel observado el 7 de marzo, lo que hizo que el diferencial entre el euríbor a tres meses y el tipo *swap* del eonia al mismo plazo se redujera 16 puntos básicos y se situara en 41 puntos básicos, aproximándose a los niveles registrados antes del verano de 2011.

El 3 de abril, los tipos de interés implícitos en los precios de los futuros del euríbor a tres meses con vencimiento en junio, septiembre y diciembre de 2012 y marzo de 2013 se situaron en el 0,68 %, el 0,69 %, el 0,74 % y el 0,78 %, respectivamente, lo que representa una disminución de 1 punto básico y aumentos de 2, 6 y 8 puntos básicos, respectivamente, en comparación con los niveles observados el 7 de marzo.

**Gráfico 11 Tipos de interés del mercado monetario**

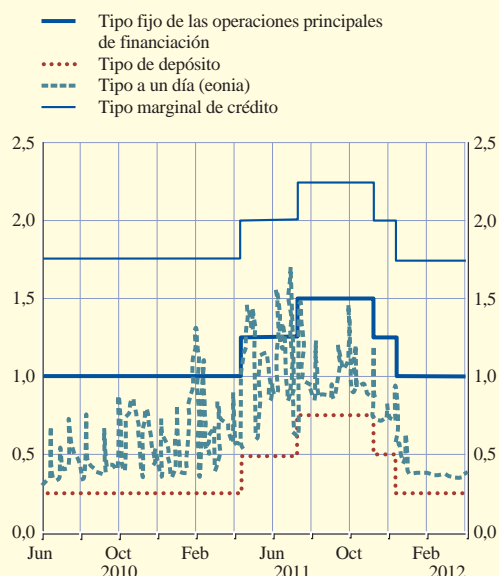
(porcentajes; diferencial en puntos porcentuales; datos diarios)



Fuentes: BCE y Thomson Reuters.

**Gráfico 12 Tipos de interés del BCE y tipo de interés a un día**

(porcentajes; datos diarios)



Fuentes: BCE y Thomson Reuters.



Entre el 7 y el 13 de marzo, último día del segundo período de mantenimiento de 2012, el eonia permaneció estable en torno al 0,35 %, en un contexto de persistente exceso de liquidez. Las fluctuaciones del eonia siguieron siendo limitadas durante el resto del mes, continuando el patrón observado desde principios de año. El diferencial negativo entre el eonia y el tipo de interés de las operaciones principales de financiación fue reflejo del volumen total de exceso de liquidez. El 3 de abril, el eonia se situó en el 0,343 %.

El Eurosistema realizó varias operaciones de financiación entre el 7 de marzo y el 3 de abril. En las operaciones principales de financiación del tercer período de mantenimiento, que se llevaron a cabo los días 13, 20 y 27 de marzo y 3 de abril, el Eurosistema adjudicó 42,1 mm de euros, 59,5 mm de euros, 61,1 mm de euros y 62,5 mm de euros, respectivamente. El Eurosistema también efectuó dos operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) en marzo, en las que aplicó un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena: una operación de financiación a plazo especial el 13 de marzo con plazo de vencimiento de un período de mantenimiento (en la que se adjudicaron 9,8 mm de euros) y una OFPML a tres meses el 28 de marzo (en la que se adjudicaron 25,1 mm de euros). Las disminuciones observadas en los importes adjudicados en las operaciones principales de financiación y en las OFPML fueron reflejo del hecho de que esta financiación fue sustituida por la financiación a plazo más largo proporcionada por el Eurosistema en las dos OFPML a tres años llevadas a cabo en diciembre de 2011 y febrero de 2012.

El Eurosistema también llevó a cabo cuatro operaciones de absorción de liquidez a una semana los días 13, 20 y 27 de marzo y 3 de abril, aplicando un procedimiento de subasta a tipo de interés variable con un tipo máximo de puja del 1 %. Con estas operaciones, el Eurosistema absorbió totalmente la liquidez asociada a las adquisiciones efectuadas en el marco del programa para los mercados de valores.

El tercer período de mantenimiento del año, que comenzó el 14 de marzo, se caracterizó por unos niveles elevados de exceso de liquidez, situándose el recurso medio diario a la facilidad de depósito en 772 mm de euros el 3 de abril.

## 2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

*En conjunto, los rendimientos de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA de la zona del euro se mantuvieron prácticamente estables en marzo y a principios de abril. La evolución de los mercados de deuda pública durante la primera parte del mes reflejó principalmente la disminución de las tensiones en los mercados financieros, que se vio favorecida, entre otros factores, por la segunda OFPML a tres años llevada a cabo a finales de febrero y por el acuerdo sobre la reestructuración de la deuda soberana griega alcanzado el 9 de marzo. No obstante, en la segunda parte del mes, los rendimientos de la deuda pública con calificación AAA de la zona del euro se redujeron ligeramente, debido a la preocupación de los mercados acerca de las perspectivas económicas a corto plazo de la zona. En Estados Unidos, los rendimientos de la deuda pública también descendieron en la segunda parte de marzo, pese a que algunos indicadores confirmaron la opinión de que la economía sigue recuperándose. La incertidumbre existente en torno a la evolución futura de los mercados de renta fija, medida por la volatilidad implícita de estos mercados, disminuyó levemente en la zona del euro, aunque los niveles actuales continúan siendo elevados en términos históricos. Los indicadores de mercado sugieren que las expectativas de inflación siguen estando plenamente en consonancia con la estabilidad de precios.*

En conjunto, entre el 29 de febrero y el 3 de abril de 2012, los rendimientos de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA de la zona del euro se mantuvieron prácticamente estables, en torno

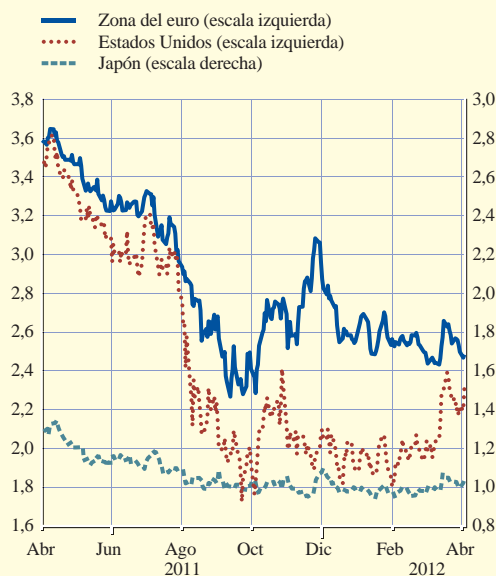
al 2,5%. En Estados Unidos, estos rendimientos aumentaron 30 puntos básicos en ese mismo período, y el 3 de abril se situaron en el 2,3%, aproximadamente. En la primera parte de marzo, los mercados de deuda pública de las dos áreas económicas se vieron favorecidos por la dinámica asociada a la provisión de liquidez al sistema bancario por parte del Eurosistema a través de la OFPML a tres años llevada a cabo el 29 de febrero y por el acuerdo del 9 de marzo sobre la reestructuración de la deuda soberana griega. Aunque la volatilidad esperada de los rendimientos de la deuda pública de la zona del euro no se modificó sustancialmente en este período, la disminución de la elevada incertidumbre existente en torno a la posibilidad de un impago desordenado por parte de Grecia contribuyó a aliviar la preocupación imperante en los mercados financieros y redujo la percepción sobre la probabilidad de que se registrara un evento extremo en la zona del euro. La declaración de evento de reestructuración de crédito para la deuda pública griega efectuada por la Asociación Internacional de Swaps y Derivados (ISDA, en sus siglas en inglés) el 9 de marzo y la activación asociada de los CDS también ayudaron a tranquilizar a los participantes en el mercado en el sentido de que los derivados de crédito siguen siendo instrumentos de cobertura válidos, mitigando con ello su percepción sobre la exposición al riesgo. En cambio, en la segunda parte del mes, los rendimientos de la zona del euro tendieron a disminuir, en un contexto de publicación de datos que apuntaban a un deterioro de las perspectivas económicas (véase gráfico 13). En ese período, los rendimientos descendieron ligeramente en Estados Unidos, pese a que la publicación de datos macroeconómicos confirmó, en general, que la economía de este país continúa recuperándose. En consecuencia, el diferencial de tipos de interés nominales entre los rendimientos de la deuda pública a diez años de Estados Unidos y los de la zona del euro se redujo durante el período de referencia y el 3 de abril se situó en unos 20 puntos básicos. En Japón, los rendimientos de la deuda pública al mismo plazo básicamente no experimentaron variación durante dicho período, situándose en el 1% en dicha fecha.

La incertidumbre de los inversores respecto a la evolución a corto plazo de los mercados de renta fija de la zona del euro, medida por la volatilidad implícita obtenida de las opciones, se redujo ligeramente durante el período de referencia, mientras que apenas se modificó en Estados Unidos. Esta evolución se produjo en un contexto en el que la volatilidad esperada en los mercados internacionales de renta variable volvió a disminuir moderadamente.

No obstante, desde una perspectiva de más largo plazo, la volatilidad implícita de los mercados de renta fija ha disminuido de manera significativa en ambas áreas económicas con respecto a los niveles máximos registrados en noviembre de 2011, y actualmente es aproximadamente la mitad de la observada tras la quiebra de Lehman Brothers en 2008. Con todo, los valores actuales todavía siguen siendo elevados en términos históricos. Pese a que la aversión al riesgo de los inversores se moderó en marzo, como señaló

**Gráfico 13 Rendimiento de la deuda pública a largo plazo**

(porcentajes; datos diarios)



Fuentes: EuroMTS, BCE, Bloomberg y Thomson Reuters.

Notas: 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 la deuda pública de la zona del euro se basa en datos del BCE sobre deuda con calificación AAA, que actualmente incluyen bonos franceses.

el índice VIX, entre otros indicadores, la demanda de «activos refugio» (aproximada por las primas de liquidez todavía considerables de la deuda pública de Alemania en relación con las de los bonos de institutos públicos de financiación) continuó siendo intensa durante el período de referencia, lo que sugiere que la confianza general de los mercados de renta fija no se ha recuperado totalmente.

Durante el período de referencia, los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana a diez años frente a la de Alemania tendieron a seguir estrechándose, aunque bastante marginalmente, en la mayor parte de los países de la zona del euro. No obstante, los diferenciales se elevaron en el caso de España e Italia, así como en el de los Países Bajos, si bien en menor medida. Aunque el incremento observado en este último país puede deberse a una normalización de las primas de liquidez que habían estado afectando a los emisores con calificación crediticia AAA en el período de mayor intensidad de las turbulencias en la zona del euro, hacia finales de 2011, el aumento registrado en Italia y España en la segunda parte del mes se produjo en un entorno de revisión de las perspectivas de crecimiento de la zona del euro.

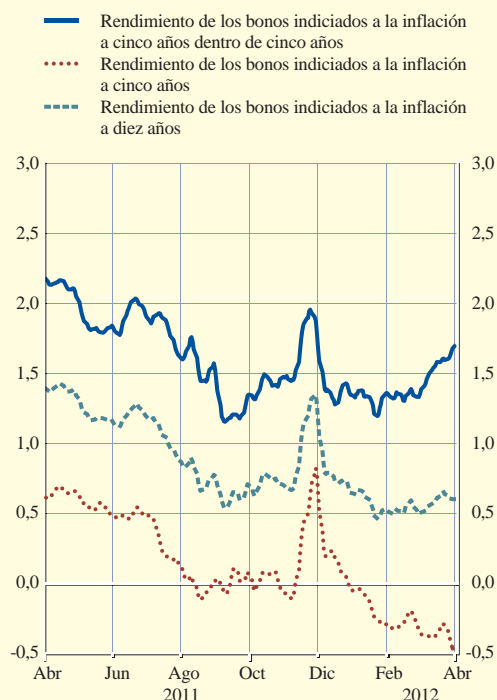
El rendimiento de la deuda pública a cinco años de la zona del euro indicia a la inflación se redujo unos 15 puntos básicos en el período de referencia, mientras que el correspondiente a la deuda pública a diez años se incrementó alrededor de 10 puntos básicos, y los rendimientos reales se situaron en el  $-0,5\%$  y el  $0,6\%$ , respectivamente, a principios de abril (véase gráfico 14). Como consecuencia de la distinta evolución de los rendimientos a cinco y a diez años, las tasas de inflación implícitas *forward* (a cinco años dentro de cinco años) de la zona se redujeron casi 30 puntos básicos, hasta situarse justo por encima del  $2\%$  en el período considerado (véase gráfico 15). No obstante, los correspondientes tipos *swap* indicia a la inflación con el mismo horizonte temporal se mantuvieron prácticamente sin cambios en torno al  $2,4\%$  en ese período.

En conjunto, si se tienen en cuenta no solo la volatilidad de los mercados y las distorsiones observadas en un contexto de primas de liquidez elevadas, sino también las primas de riesgo de inflación, los indicadores de mercado sugieren que las expectativas de inflación siguen estando plenamente en consonancia con la estabilidad de precios. El patrón general de rendimiento de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA de la zona del euro puede descomponerse en variaciones de las expectativas de tipos de interés (y de las primas de riesgo asociadas) en distintos horizontes (véase gráfico 16). En comparación con finales de febrero, la estructura temporal de los tipos *forward* observada a finales de marzo no se modificó de forma reseñable.

Los diferenciales de los valores de renta fija privada con calificación de grado de inversión emitidos por las sociedades no financieras (en comparación

**Gráfico 14 Rendimiento de los bonos cupón cero indicia a la inflación de la zona del euro**

(porcentajes; datos diarios de medias móviles de cinco días; datos desestacionalizados)



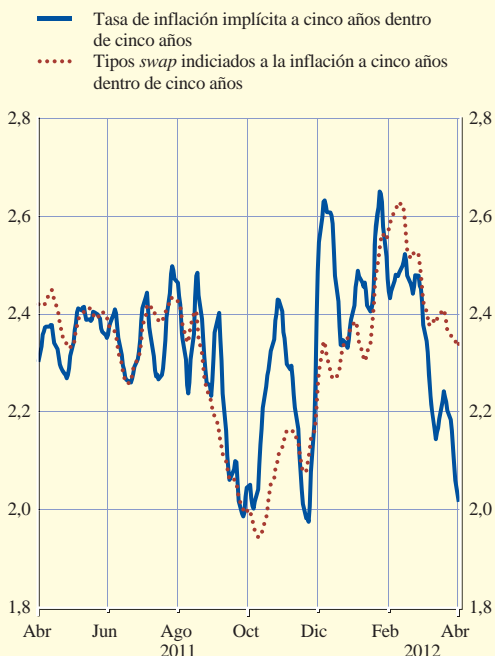
Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Notas: Desde finales de agosto de 2011, los tipos reales se calculan como media ponderada por el PIB de los tipos reales de Francia y Alemania, estimados por separado. Antes de esa fecha, los tipos reales se calculaban estimando una curva combinada de rendimientos reales para Francia y Alemania.

con el índice Merrill Lynch EMU de deuda pública con calificación AAA) aumentaron ligeramente en el caso de los bonos con calificación AA durante el período de referencia, aunque, en general, los diferenciales del resto de calificaciones crediticias se redujeron. Este descenso fue especialmente acusado para los bonos con calificación AAA, cuyos diferenciales se contrajeron 20 puntos básicos. Entre el 5 de marzo y el 3 de abril, los diferenciales de los valores de renta fija privada con calificación de grado de inversión emitidos por las instituciones financieras también cayeron de manera generalizada, en mayor medida en el caso de los emisores con calificación más baja, concretamente unos 15 puntos básicos. La marcada compresión de los diferenciales observada desde principios de 2012 y que continuó a un ritmo más pausado en marzo puede haber reflejado la disminución general de la percepción de riesgo, como señalan el pronunciado retroceso del índice VIX, las menores presiones de financiación de las instituciones financieras tras las dos OFPML a tres años llevadas a cabo por el Eurosistema en diciembre de 2011 y febrero de 2012, y la subasta realizada por la ISDA el 19 de marzo para liquidar las operaciones de derivados de crédito asociados a la deuda griega, que ha reducido sensiblemente la percepción de los mercados sobre la posibilidad de que se produjeran eventos extremos.

**Gráfico 15 Tasas de inflación implícitas en los bonos cupón cero de la zona del euro y tipos *swap* iniciados a la inflación**

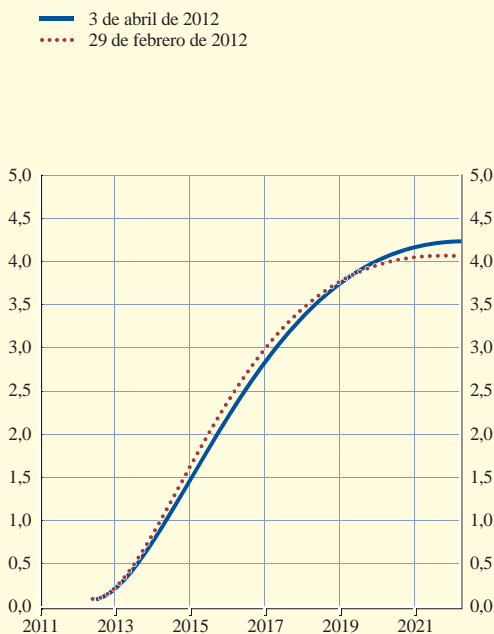
(porcentajes; datos diarios de medias móviles de cinco días; datos desestacionalizados)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.  
 Notas: Desde finales de agosto de 2011, las tasas de inflación implícitas se calculan como media ponderada por el PIB de las tasas de inflación implícitas de Francia y Alemania, estimadas por separado. Antes de esa fecha, las tasas de inflación implícitas se calculaban comparando los rendimientos de la curva de rendimientos nominales de la deuda pública de la zona del euro con calificación AAA con una curva combinada de rendimientos reales obtenida a partir de la deuda pública iniciada a la inflación de Francia y Alemania.

**Gráfico 16 Curva de tipos *forward* a un día de la zona del euro**

(porcentajes; datos diarios)



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

Notas: 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.

## 2.5 TIPOS DE INTERÉS DE LOS PRÉSTAMOS Y DE LOS DEPÓSITOS

En febrero de 2012, los tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos descendieron ligeramente. Al mismo tiempo, los tipos de interés de los préstamos a corto plazo se redujeron en la mayor parte de las categorías y plazos, mientras que la evolución ha sido más dispar en el caso de los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a largo plazo.

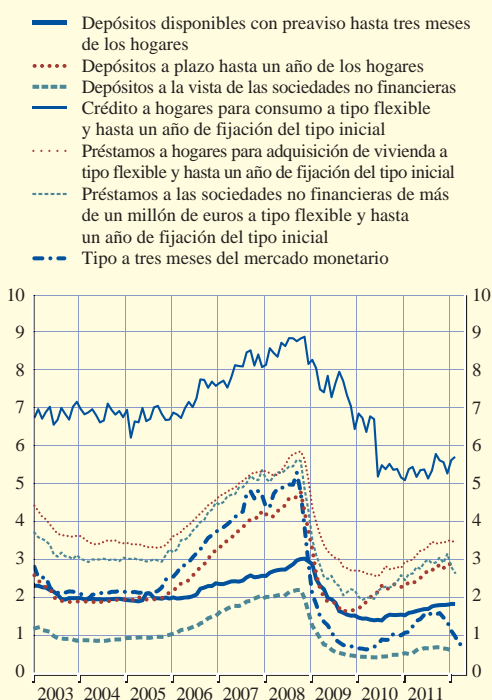
En febrero de 2012, los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a los depósitos descendieron ligeramente. Tanto los tipos de interés aplicados a los depósitos a plazo hasta un año de los hogares como los aplicados a los depósitos de las sociedades no financieras registraron una caída de unos 3 puntos básicos (véase gráfico 17).

Al mismo tiempo, también descendieron la mayor parte de los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a los préstamos, aunque en distinta medida. Por ejemplo, los tipos de interés de los descubiertos de las sociedades no financieras se redujeron 4 puntos básicos. Cabe destacar que los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos de menor cuantía (es decir, hasta un millón de euros) otorgados a estas sociedades se redujeron 10 puntos básicos, hasta el 4,3 %, en febrero, mientras que los correspondientes a los préstamos de mayor cuantía (es decir, de más de un millón de euros) descendieron 15 puntos básicos, hasta el 2,6 %. Esto significa que el diferencial de tipos de interés aplicados por las IFM entre los préstamos de más de un millón de euros, otorgados supuestamente a las grandes empresas, y los préstamos de hasta un millón de euros, concedidos supuestamente a las empresas más pequeñas, siguió aumentando hasta alcanzar un máximo histórico de 160 puntos básicos en febrero. Durante el mismo período, los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda se redujeron solo 5 puntos básicos, mientras que los correspondientes al crédito al consumo aumentaron, de hecho, 10 puntos básicos. Como resultado, y dado que el euríbor descendió unos 14 puntos básicos en febrero de 2012, el diferencial frente a los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda aumentó desde los 237 puntos básicos registrados en enero hasta 246 puntos básicos en febrero, mientras que el diferencial frente a los tipos de interés aplicados a los préstamos a corto plazo de más de un millón de euros concedidos a las sociedades no financieras prácticamente no experimentó variación (gráfico 18).

Considerando la evolución desde una perspectiva de más largo plazo, se observa que durante el último ciclo de relajación de la política monetaria (entre octubre de 2008 y marzo de 2010) se produjo una

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

(porcentajes; tipos de interés de las nuevas operaciones)



Fuente: BCE.

Nota: Es posible que los datos a partir de junio de 2010 no sean totalmente comparables con los anteriores a esa fecha, debido a los cambios metodológicos derivados de la aplicación de los Reglamentos BCE/2008/32 y BCE/2009/7 (por el que se modifica el Reglamento BCE/2001/18).

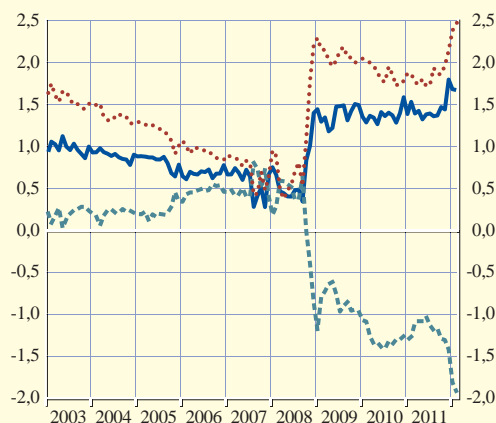
transmisión significativa de las variaciones de los tipos de interés de mercado a los tipos aplicados por las entidades de crédito a los préstamos y créditos. Durante la mayor parte de 2011, los tipos de interés de los préstamos concedidos por las IFM se incrementaron ligeramente, como consecuencia, en gran medida, del aumento del riesgo de crédito y del deterioro de las condiciones de financiación de las entidades de crédito en un contexto de agudas tensiones en los mercados de financiación de dichas entidades y de considerables necesidades de desapalancamiento. Más recientemente, las señales de relajación probablemente reflejen los recortes de los tipos de interés oficiales del BCE en noviembre y diciembre de 2011, así como la provisión de liquidez al sistema bancario a través de dos OFPML a tres años.

Por lo que respecta a los vencimientos a más largo plazo, la panorámica general que presenta la evolución más reciente de los tipos de interés a largo plazo de los préstamos concedidos por las IFM parece estar empañada por cierto grado de volatilidad en algunas de las series. Más concretamente, los tipos de interés de los préstamos de más de un millón de euros y más de cinco años de fijación del tipo inicial otorgados a empresas se situaron en el 3,7 % en febrero de 2012, lo que representa un fuerte repunte con respecto a enero, pero prácticamente ninguna variación en comparación con los meses anteriores. Al mismo tiempo, los tipos de interés de los préstamos de las IFM de hasta un millón de euros solo

**Gráfico 18 Diferenciales entre los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM y el tipo a tres meses del mercado monetario**

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

- Préstamos a las sociedades no financieras de más de un millón de euros a tipo flexible y hasta un año de fijación del tipo inicial
- ..... Préstamos a hogares para adquisición de vivienda a tipo flexible y hasta un año de fijación del tipo inicial
- - - Depósitos hasta un año de los hogares



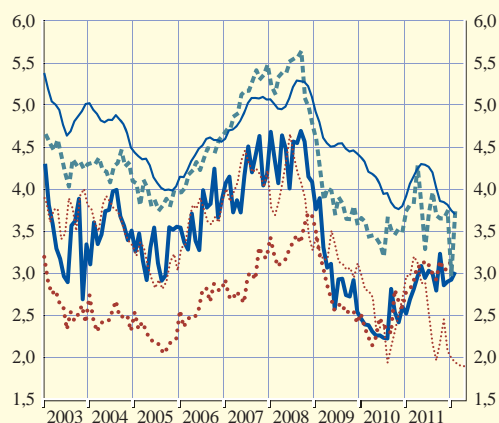
Fuente: BCE.

Notas: 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. Es posible que los datos a partir de junio de 2010 no sean totalmente comparables con los anteriores a esa fecha, debido a los cambios metodológicos derivados de la aplicación de los Reglamentos BCE/2008/32 y BCE/2009/7 (por el que se modifica el Reglamento BCE/2001/18).

**Gráfico 19 Tipos de interés a largo plazo aplicados por las IFM y tipo de mercado a largo plazo**

(porcentajes; 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 de más de un millón de euros y a más de cinco años de fijación del tipo inicial
- Préstamos a hogares para adquisición de vivienda a más de cinco años y hasta diez años de fijación del tipo inicial
- ..... Rendimiento de la deuda pública a siete años



Fuente: BCE.

Nota: Es posible que los datos a partir de junio de 2010 no sean totalmente comparables con los anteriores a esa fecha, debido a los cambios metodológicos derivados de la aplicación de los Reglamentos BCE/2008/32 y BCE/2009/7 (por el que se modifica el Reglamento BCE/2001/18).



aumentaron ligeramente, es decir, 5 puntos básicos. En cambio, los tipos de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda a más de cinco años y hasta diez años de fijación del tipo inicial experimentaron un ligero descenso, de unos 5 puntos básicos (véase gráfico 19).

Hasta febrero de 2012, los diferenciales con respecto al rendimiento de la deuda pública a siete años con calificación AAA tendieron a aumentar, debido, en parte, a la presión a la baja sobre los rendimientos de la deuda pública con la misma calificación provocada por la búsqueda de activos más seguros. En febrero, el diferencial entre los tipos de interés aplicados a los préstamos a largo plazo (de más de diez años) a hogares para adquisición de vivienda y el rendimiento de la deuda pública a siete años con calificación AAA se mantuvo prácticamente estable en 200 puntos básicos. En el caso de las sociedades no financieras, el diferencial correspondiente para los préstamos de hasta un millón de euros se incrementó unos 10 puntos básicos, hasta situarse en 226 puntos básicos.

Desde una perspectiva de más largo plazo, los tipos de interés de los préstamos a largo plazo concedidos a los hogares y los de los préstamos a largo plazo de hasta un millón de euros otorgados a las empresas se han transmitido, en general, de forma algo incompleta y lenta, mientras que los tipos de los préstamos a largo plazo de más de un millón de euros a este último sector han evolucionado de manera más acorde con los rendimientos de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA. Al igual que en el caso de la transmisión de los tipos de interés de mercado a corto plazo a los tipos a corto plazo que aplican las entidades de crédito, las regularidades históricas observadas entre los tipos de interés a largo plazo aplicados a los préstamos y créditos y los rendimientos de la deuda pública con calificación AAA correspondiente pueden haberse visto distorsionadas recientemente por las tensiones asociadas a la crisis de la deuda soberana en la zona del euro, así como por las vulnerabilidades de las entidades de crédito de la zona.

## 2.6 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

*Entre el 29 de febrero y el 3 de abril de 2012, las cotizaciones bursátiles retrocedieron alrededor de un 1 % en la zona del euro, mientras que aumentaron aproximadamente un 3,5 % en Estados Unidos. En la zona del euro, el precio de las acciones subió en la primera parte del mes, debido al favorable clima de los mercados posterior a la segunda OFPML a tres años y a la culminación de la reestructuración de la deuda griega, factores ambos que contribuyeron a reducir las tensiones en los mercados financieros. Sin embargo, el precio de las acciones en la zona del euro cayó en lo que restaba del mes, en un entorno en el que los datos disponibles apuntaban a un debilitamiento de las perspectivas económicas a corto plazo. En la zona del euro, las cotizaciones del sector financiero registraron un descenso más acusado que el índice general. La evolución de los mercados de renta variable de Estados Unidos se vio determinada principalmente por las cotizaciones bursátiles del sector financiero, cuyas subidas duplicaron con creces las del sector no financiero. La incertidumbre de los mercados bursátiles, medida por la volatilidad implícita, aumentó marginalmente en la zona del euro, mientras que en Estados Unidos continuó disminuyendo, aunque de forma limitada. Actualmente, la volatilidad implícita en ambas áreas económicas se sitúa en niveles próximos a los prevalecientes en torno a mediados de 2011.*

Entre el 29 de febrero y el 3 de abril de 2012, las cotizaciones bursátiles de la zona del euro, medidas por el índice Dow Jones EURO STOXX amplio, descendieron alrededor de un 1 %, mientras que las de Estados Unidos, medidas por el índice Standard & Poor's 500 amplio, aumentaron aproximadamente un 3,5 % (véase gráfico 20). En Japón, las cotizaciones, medidas por el índice Nikkei 225, se elevaron en torno a un 3,5 % durante el mismo período.



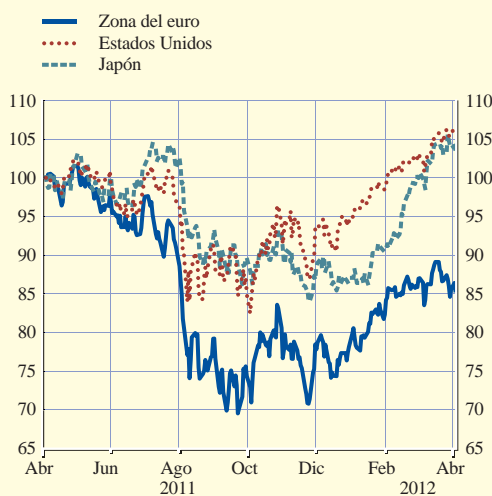
Al igual que en los mercados de renta fija, la evolución de las cotizaciones bursátiles en la zona del euro no fue uniforme en marzo. En la primera parte del mes, las cotizaciones continuaron subiendo, dado que la reducción de la percepción de los mercados sobre la probabilidad de que se produjeran eventos extremos de carácter negativo en la zona del euro y la publicación de datos económicos nuevamente positivos en Estados Unidos contribuyeron a la existencia de un clima favorable en los mercados. En la zona del euro, las cotizaciones subieron en torno a un 4 % entre el 29 de febrero, cuando el Eurosistema llevó a cabo la segunda OFPML a tres años, y el 19 de marzo, después de que se culminara la reestructuración de la deuda griega. Sin embargo, en lo que resta del período considerado, los datos publicados, que apuntaban a un debilitamiento de las perspectivas económicas, contribuyeron a revertir las ganancias anteriores. En Estados Unidos, las cotizaciones aumentaron en la primera parte del mes y se mantuvieron prácticamente sin cambios a partir de entonces.

La incertidumbre de los mercados bursátiles, medida por la volatilidad implícita, se redujo marginalmente en la zona del euro y en Estados Unidos en el período considerado, situándose el 3 de abril en niveles observados por última vez en mayo de 2011 (véase gráfico 21). Si bien los niveles de incertidumbre seguían siendo elevados en términos históricos, como consecuencia, entre otros factores, de la existencia de riesgos a la baja para el crecimiento mundial, así como de la persistente preocupación sobre la evolución de la crisis de la deuda soberana en la zona del euro, actualmente no están demasiado alejados de los valores registrados a comienzos de 2007, cuando aún distaba mucho para que las turbulencias del mercado estadounidense de hipotecas *subprime* afectaran a los mercados financieros.

En las dos principales áreas económicas, los subíndices financieros de los mercados de renta variable tendieron, en general, a adelantar los movimientos de los respectivos índices generales en el período

**Gráfico 20 Índices bursátiles**

(índice: 1 de abril de 2011 = 100; datos diarios)

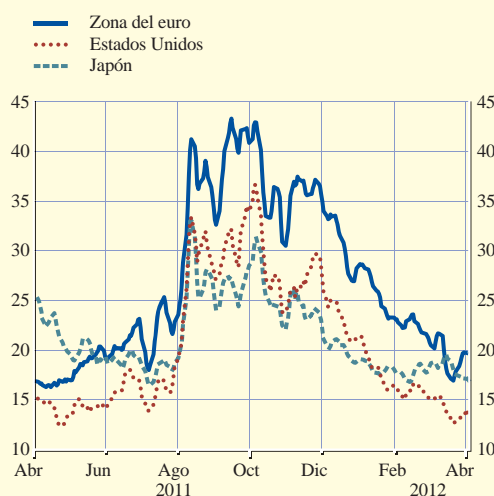


Fuentes: Thomson Reuters.

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 21 Volatilidad implícita en los mercados de renta variable**

(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.

considerado. En particular, las cotizaciones del sector financiero de las dos áreas registraron subidas más significativas que las de los índices generales hasta casi el 19 de marzo, como consecuencia de numerosos factores; entre ellos, los favorables resultados de las pruebas de resistencia llevadas a cabo recientemente en las principales entidades de crédito de Estados Unidos, el contagio positivo derivado de la atenuación de las tensiones en los mercados financieros y la publicación de datos económicos que señalan la continuidad de la recuperación económica en Estados Unidos. En lo que resta del mes y a principios de abril, el subíndice financiero retrocedió fuertemente en la zona del euro, cayendo de manera más pronunciada que el índice general, en tanto que los dos índices correspondientes se mantuvieron prácticamente estables en Estados Unidos. En general, entre finales de febrero y el 3 de abril, las cotizaciones bursátiles del sector financiero cayeron un 4 % en la zona del euro, mientras que aumentaron en torno a un 6,5 % en Estados Unidos.

### 3 PRECIOS Y COSTES

*Según el avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro fue del 2,6% en marzo de 2012, frente al 2,7% de los tres meses anteriores. Es probable que la inflación se mantenga por encima del 2% en 2012, debido principalmente a los recientes incrementos de los precios de la energía, así como a las subidas de los impuestos indirectos anunciadas hace poco. Tomando como base los precios actuales de los futuros sobre materias primas, las tasas de inflación interanual deberían caer de nuevo, hasta situarse por debajo del 2% a principios de 2013. En este contexto, se prestará especial atención a cualquier señal de que los aumentos de los precios de la energía se están transmitiendo a los salarios, a los beneficios y a los mecanismos de fijación de precios en general. No obstante, de cara al futuro, en un entorno de crecimiento moderado de la zona del euro y de expectativas de inflación a largo plazo firmemente ancladas, las presiones subyacentes sobre los precios deberían continuar siendo limitadas. Se considera que los riesgos para las perspectivas de inflación medida por el IAPC en los próximos años siguen estando, en general, equilibrados.*

#### 3.1 PRECIOS DE CONSUMO

Según el avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC en la zona del euro fue del 2,6% en marzo de 2012, frente al 2,7% de los tres meses anteriores (véase cuadro 5). Parece que las subidas de los precios del petróleo y de los impuestos especiales sobre los combustibles en algunos países, así como los efectos de la anterior depreciación del euro, impulsaron al alza los precios de la energía en el primer trimestre de 2012, compensando en gran medida los efectos de base procedentes del componente energético.

En febrero de 2012, el último mes para el que se dispone de una desagregación oficial, la disminución de la tasa de variación interanual del componente de servicios, que tiene un peso importante en la cesta del IAPC, se vio contrarrestada por el aumento de las tasas de variación interanual de los precios de la energía, de los bienes industriales no energéticos y de los alimentos no elaborados.

Si se consideran con más detalle los principales componentes del IAPC, la inflación de la energía ascendió hasta el 9,5% en febrero, desde el 9,2% de enero, impulsada por un acusado incremento intermensual, del 1,1%, que compensó con creces un efecto de base a la baja. Este avance de la infla-

**Cuadro 5 Evolución de los precios**

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

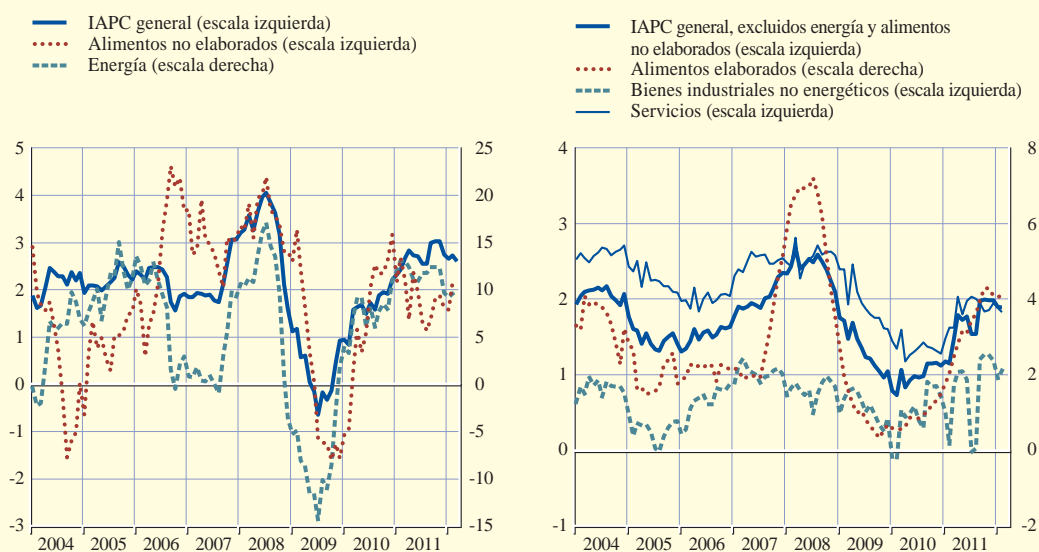
	2010	2011	2011 Oct	2011 Nov	2011 Dic	2012 Ene	2012 Feb	2012 Mar
<b>IAPC y sus componentes</b>								
Índice general <sup>1)</sup>	1,6	2,7	3,0	3,0	2,7	2,7	2,7	2,6
Energía	7,4	11,9	12,4	12,3	9,7	9,2	9,5	.
Alimentos no elaborados	1,3	1,8	1,8	1,9	1,6	1,6	2,2	.
Alimentos elaborados	0,9	3,3	4,3	4,3	4,1	4,1	4,1	.
Bienes industriales no energéticos	0,5	0,8	1,3	1,3	1,2	0,9	1,1	.
Servicios	1,4	1,8	1,8	1,9	1,9	1,9	1,8	.
<b>Otros indicadores de precios</b>								
Precios industriales	2,9	5,9	5,5	5,4	4,3	3,8	3,6	.
Precios del petróleo (euros por barril)	60,7	79,7	78,9	81,4	81,7	86,2	89,7	94,2
Precios de las materias primas no energéticas	44,6	12,2	1,6	-1,9	-6,7	-4,6	-7,5	-5,4

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

1) La inflación medida por el IAPC de marzo de 2012 corresponde a una estimación preliminar de Eurostat.

**Gráfico 22 Desagregación del IAPC por principales componentes**

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

ción de la energía fue atribuible, en particular, al aumento de la tasa de variación interanual de los precios de los combustibles y lubricantes para vehículos privados. La tasa de variación interanual de los precios de los alimentos no elaborados se elevó hasta el 2,2 % en febrero, como consecuencia del incremento de las tasas de variación interanual de todos los componentes, excepto la fruta. En cuanto a los precios de los alimentos elaborados, la tasa de variación interanual se situó en el 4,1 % por tercer mes consecutivo.

Si se excluyen los alimentos y la energía, que representan en torno al 30 % de la cesta del IAPC, la inflación interanual medida por el IAPC se situó en el 1,5 % en febrero de 2012, sin variación con respecto a enero. La inflación medida por el IAPC excluidos los alimentos y la energía, que está determinada fundamentalmente por factores internos, como los salarios, los márgenes y los impuestos indirectos, consta de dos componentes principales, los bienes industriales no energéticos y los servicios.

La tasa de variación interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos aumentó desde el 0,9 % registrado en enero hasta el 1,1 % en febrero, impulsada principalmente por el incremento de la tasa de variación de los precios de las prendas de vestir. La inflación de los servicios cayó hasta el 1,8 %, ya que las disminuciones de las tasas de variación interanual de los servicios de comunicación, de vivienda y los servicios diversos compensaron con creces el avance de la tasa de variación interanual de los servicios recreativos y personales.

En enero 2012 entró en vigor un nuevo Reglamento de la Comisión Europea, que exige una actualización completa anual de las ponderaciones del IAPC. En el recuadro 3, titulado «Nuevas normas para las ponderaciones del IAPC», se explican las nuevas normas y se examinan las implicaciones de los cambios introducidos en el nuevo conjunto de ponderaciones para 2012.

### Recuadro 3

#### NUEVAS NORMAS PARA LAS PONDERACIONES DEL IAPC

Para medir la inflación de forma precisa, es importante que el IAPC sea siempre representativo de los patrones de consumo. Estos patrones evolucionan con el tiempo en respuesta a factores económicos y a cambios en las preferencias. El IAPC refleja la estructura del consumo mediante una muestra de productos representativos específicos, que se selecciona para medir las variaciones de los precios de un mes a otro, y las ponderaciones que se asignan a los distintos grupos de productos. Aunque la normativa existente ya requiere que las muestras del IAPC se mantengan actualizadas, en enero de 2012 entró en vigor un nuevo Reglamento<sup>1</sup>, que exige una actualización completa anual de las ponderaciones. En este recuadro se explican las nuevas normas y se examinan las implicaciones de los cambios introducidos en el nuevo conjunto de ponderaciones para 2012.

Las ponderaciones del IAPC deben reflejar el porcentaje que representa cada grupo de productos en el gasto en consumo monetario final de los hogares<sup>2</sup>. Con el tiempo, estos porcentajes de gasto pueden evolucionar debido a las variaciones en los precios y en las cantidades consumidas de los distintos grupos de productos. Unos incrementos relativamente elevados de los precios de un grupo de productos generarían, automáticamente, una mayor proporción de consumo, pero este efecto suele quedar amortiguado, ya que las cantidades relativas se ajustan en consecuencia. Los aumentos de los precios relativos de determinados grupos de productos, como la energía, en los que la demanda responde menos a las variaciones de los precios también pueden originar un ajuste de las cantidades relativas de otros grupos de productos en los que la demanda va más acorde con los precios. Los patrones de consumo también pueden reaccionar al crecimiento de la renta: aunque el consumo total debería crecer en proporción a la renta (suponiendo una tasa de ahorro estable), el gasto en determinados artículos (por ejemplo, productos básicos tales como los alimentos) puede no llegar a crecer proporcionalmente, lo que se traduce en una ponderación menor. Las cantidades también pueden verse influidas por otros muchos factores, como cambios en las preferencias o los avances tecnológicos.

Antes del nuevo Reglamento, ya existían unas normas mínimas de calidad de las ponderaciones del IAPC. Estas normas anteriores exigían que las ponderaciones reflejaran patrones de consumo que no tuvieran una antigüedad superior a siete años y que anualmente se incorporaran los grandes cambios en los porcentajes de consumo que tuvieran un impacto significativo en la inflación total<sup>3</sup>. El nuevo Reglamento obliga a una actualización completa anual de las ponderaciones que sean representativas de los patrones de gasto durante el año natural anterior. Sin embargo, reconociendo que en el momento en que deben ultimarse las ponderaciones no suele disponerse de datos detallados sobre los patrones de gasto del año precedente, el Reglamento también permite utilizar ponderaciones con una antigüedad de dos años. No obstante, en el caso de aquellos componentes sobre los que se sepa que se han producido cambios importantes en el mercado, los institutos nacionales de estadística deberían

1 Reglamento (UE) n° 1114/2010 de la Comisión, de 1 de diciembre de 2010, por el que se establecen disposiciones de aplicación del Reglamento (CE) n° 2494/95 del Consejo en lo que respecta a las normas mínimas de calidad de las ponderaciones del IAPC y se deroga el Reglamento (CE) n° 2454/97 de la Comisión.

2 Para más detalles, véase <http://www.ecb.europa.eu/stats/prices/hicp/html/index.en.html>.

3 Debe señalarse que la actualización de las ponderaciones puede referirse a la actualización de los componentes tanto de precios como de cantidades, como en este recuadro, o a la actualización solo del componente de precios. Las ponderaciones actualizadas de los precios, en las que la estructura del consumo se mantiene fija, siempre han sido necesarias para los IAPC como consecuencia de la aplicación del método de índices encadenados. Sin embargo, estas ponderaciones son un requisito puramente técnico y llevan a los mismos resultados que los obtenidos a partir de un índice de base fija. La principal innovación del nuevo Reglamento es que tanto el componente de precios como el de cantidades deben ser actualizados completamente cada año.

Cuadro A Cambios en las ponderaciones utilizadas en los IAPC nacionales tras el nuevo Reglamento

País	Frecuencia de actualización anterior	Cambios principales
Alemania	Cada 5 años	Actualización cada año y nueva fuente de datos (cuentas nacionales)
Irlanda	Cada 5 años	Actualización cada año; la fuente de datos cambiará a las cuentas nacionales a partir de 2013
Chipre	Cada año	La fuente de datos pasaron a ser las cuentas nacionales
Luxemburgo	Cada año	El período de referencia de las ponderaciones pasó de corresponder a tres años antes a dos años antes
Malta	Cada 5 años	Actualización cada año y nueva fuente de datos (cuentas nacionales)
Austria	Cada 5 años	Actualización cada año y nueva fuente de datos (cuentas nacionales)
Finlandia	Cada 5 años	Actualización cada año y nueva fuente de datos (cuentas nacionales)
Resto de los países de la zona del euro	Cada año	Sin cambios. Todos los países siguen utilizando las cuentas nacionales como principal fuente <sup>1)</sup>

Fuente: Eurostat.

1) Estonia, España y Portugal utilizan las encuestas sobre los presupuestos de los hogares además de las cuentas nacionales.

intentar utilizar fuentes alternativas para actualizar los porcentajes del gasto ajustándolos al año anterior. Con el fin de mejorar la comparabilidad entre países, el Reglamento también recomienda el uso de datos de las cuentas nacionales, más que las encuestas sobre los presupuestos de los hogares, como principal fuente de datos para fijar las ponderaciones del IAPC.

En la práctica, muchos países cumplían ya con las nuevas normas más estrictas. En el cuadro A se presenta una visión general de los siete países de la zona del euro en los que se implantaron los cambios. En Alemania, Irlanda, Malta, Austria y Finlandia, la frecuencia de actualización de las ponderaciones del IAPC ha pasado de ser cada cinco años a tener carácter anual. Esto también implica una armonización de los períodos a los que se refieren las ponderaciones. Por ejemplo, las ponderaciones aplicadas en 2011 al amparo del anterior Reglamento correspondían a los patrones de consumo de 2005 en Alemania, pero de 2009 en Francia e Italia. Dado que el ciclo económico se encontraba en una fase distinta en 2005, en comparación con 2009, estas diferencias deterioraron la comparabilidad de los IAPC nacionales. El nuevo Reglamento establece que, a partir de 2012, las ponderaciones del IAPC de todos los países se referirán al patrón de consumo de los dos años anteriores (es decir, las ponderaciones de 2012 corresponden a 2010 o 2011)<sup>4</sup>.

El cuadro B muestra las ponderaciones del IAPC de la zona del euro correspondientes a los principales componentes para los ejercicios 2001, 2011 y 2012<sup>5</sup>. Con la excepción de la energía y de los bienes industriales no energéticos, parece que el nuevo Reglamento solo ha supuesto cambios menores en las ponderaciones entre 2011 y 2012. Ello se debe a que la estructura de las principales categorías de consumo de los hogares evoluciona con relativa lentitud, y a que, para la mayoría de los países de la zona del euro, la variación de las ponderaciones se refiere a un cambio de los patrones de consumo durante un solo año, en vez de varios años, como en el caso de Alemania, por ejemplo (ya que las ponderaciones para 2011 se elaboraron de conformidad con el antiguo Reglamento).

Si se comparan las ponderaciones recientes con las aplicadas en 2001, la evolución a más largo plazo de los patrones de consumo de la zona del euro resulta más evidente. El cuadro B descompone esta

4 Una excepción es Irlanda, donde no se aplicará totalmente el nuevo Reglamento hasta 2013. Las ponderaciones para 2012 en Irlanda corresponden a patrones de consumo del período 2009-2010.

5 Se eligió el año 2001 como referencia porque la cobertura de los servicios se amplió significativamente en 2000 y, por tanto, las ponderaciones correspondientes a períodos anteriores no son comparables con las de períodos posteriores.

### Cuadro B Ponderaciones del IAPC de la zona del euro para los principales componentes

(porcentajes del IAPC total; puntos porcentuales; cambios porcentuales anuales)

Año	Total	Alimentos no elaborados	Alimentos elaborados	Bienes industriales no energéticos	Energía	Servicios
2001	100	7,7	11,9	31,6	9,0	39,8
2011	100	7,4	11,9	28,9	10,4	41,4
2012	100	7,2	11,9	28,5	11,0	41,5
Variación 2001-2012		-0,5	0,0	-3,1	1,9	1,7
De la cual:						
Debida a cambios en los precios relativos		0,0	1,0	-3,8	2,3	0,4
Debida a cambios en las cantidades relativas		-0,5	-1,0	0,6	-0,4	1,2
Pro memoria: Aumento medio del IAPC anual 2001-2011	2,1	2,4	2,8	0,8	4,5	2,3

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Los componentes de precios y de cantidades se estiman suponiendo que las cantidades no cambiarán por debajo del nivel de cuatro dígitos de la clasificación del consumo individual por finalidad. Las sumas pueden no coincidir con la variación total debido al redondeo.

evolución en el efecto de los precios y el efecto de las cantidades. En la mayoría de los casos existe una relación negativa entre los dos. Por lo que respecta a los alimentos elaborados, por ejemplo, los incrementos relativamente elevados de los precios han sido compensados en su totalidad por un descenso de las cantidades relativas consumidas (aunque en términos absolutos las cantidades aumentaron). La ponderación de los bienes industriales no energéticos disminuyó 3,1 puntos porcentuales entre 2001 y 2012, debido a la tendencia a la baja de los precios, que se vio contrarrestada, en parte, por aumentos de las cantidades relativas. Sin embargo, la ponderación de los servicios creció como consecuencia del impacto positivo de los precios relativos y de las cantidades relativas. El cambio proporcional más significativo se observó en la ponderación del componente de energía, que se elevó 1,9 puntos porcentuales durante el período, lo que refleja, principalmente, la mayor subida de los precios relativos, que solo se vio compensada, de forma ligera, por la caída de las cantidades relativas<sup>6</sup>.

La evolución agregada de las ponderaciones oculta un gran número de cambios, en algunos casos compensadores, si se baja a un nivel de detalle mayor. Por ejemplo, dentro del componente de servicios, la ponderación de los equipos y servicios de telecomunicaciones aumentó del 2,5 % al 3 %, ya que los grandes ascensos que experimentaron los volúmenes relativos compensaron con creces las caídas de los precios relativos, mientras que la ponderación de los alquileres de viviendas disminuyó del 6,6 % al 6 %, como consecuencia de la evolución de los precios y de los volúmenes relativos. Dentro del componente de bienes industriales no energéticos, la ponderación de los productos personales pasó del 1,5 % al 1,7 %, mientras que la de los vehículos de motor descendió del 4,5 % al 3,6 %, debido a las contracciones tanto de los precios como de las cantidades relativas.

Al endurecer las normas exigidas para las ponderaciones del IAPC, el nuevo Reglamento ofrece un sistema más pertinente y preciso para medir la inflación, que mejora la comparabilidad entre los Estados miembros y la fiabilidad de los datos del IAPC. Por tanto, constituye una mejora positiva de la calidad de esta importante estadística.

6 Para obtener un análisis más detallado del papel del componente de energía en la inflación en los últimos años, véase el artículo titulado «La evolución de los precios y costes durante la recesión de 2008-2009», en este Boletín Mensual.



### 3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

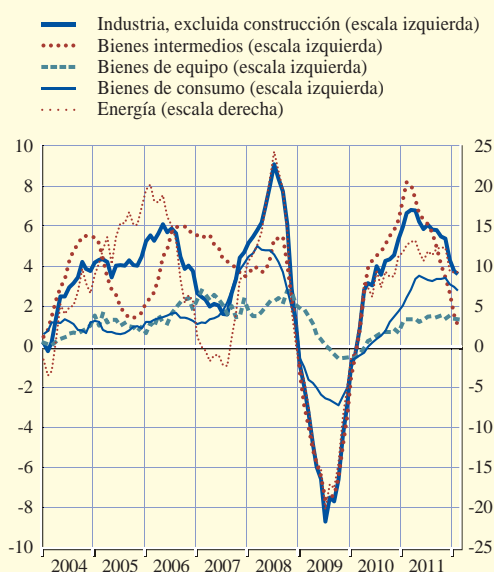
La inflación de los precios industriales (excluida la construcción) cayó hasta el 3,6% en febrero de 2012, desde el 3,8% de enero (véanse cuadro 5 y gráfico 23). Este descenso fue generalizado en los distintos componentes de la inflación de estos precios, con la excepción del componente energético, en el que un efecto de base a la baja quedó compensado con creces por un acusado incremento intermensual. La tasa de variación interanual de los precios industriales excluidas la construcción y la energía se redujo hasta el 1,7% en febrero, frente al 2% de enero.

Centrando la atención en las últimas fases del proceso de producción, la tasa de variación interanual de los precios de consumo de los alimentos disminuyó hasta el 3,7% en febrero, frente al 3,9% del mes precedente. A corto plazo se esperan nuevos descensos, debido a las acusadas caídas registradas recientemente en los precios de las materias primas en la UE. La tasa de variación interanual del componente no alimenticio, que tiende a anticipar la evolución del componente de bienes industriales no energéticos del IAPC, también se redujo en febrero, hasta el 1,3%, tras los niveles históricamente elevados registrados a finales de 2011. Esta disminución, junto con la observada en la inflación de los precios de importación, indica que las presiones latentes a corto plazo sobre la inflación subyacente de los precios de consumo están remitiendo.

Por lo que respecta al índice de directores de compras, los precios de los bienes intermedios y los de producción repuntaron en marzo de 2012 (véase gráfico 24). En el caso del sector manufacturero, el índice de producción aumentó ligeramente y se situó en 51,2, frente a 51 en febrero, mientras que el índice de precios de bienes intermedios se incrementó de 58,5 a 59,5 en ese mismo período, como

**Gráfico 23 Desagregación de los precios industriales**

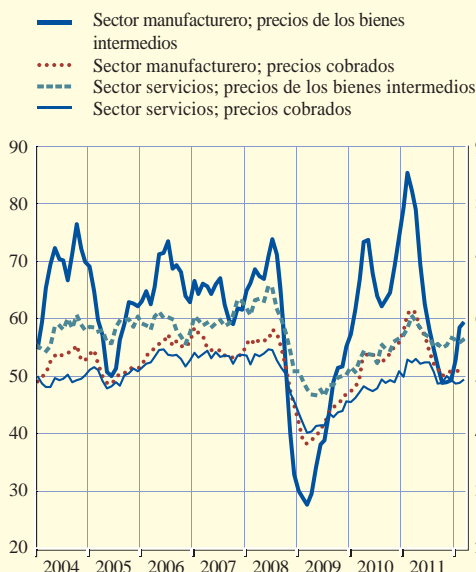
(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

**Gráfico 24 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.

consecuencia de las recientes subidas de los precios de las materias primas. En cuanto a las expectativas sobre los precios de venta, el índice general de la encuesta de la Comisión Europea no se ha modificado en los últimos meses. Esto se debe a que el aumento continuado de las expectativas sobre los precios de venta en los sectores de bienes intermedios se está compensando con disminuciones de las expectativas de precios en los sectores de bienes de equipo y bienes de consumo. Estos datos confirman la opinión de que, aunque las presiones al final de la cadena de producción están remitiendo, se están incrementando de nuevo en las primeras fases de la cadena, impulsadas en particular por las recientes subidas de los precios del petróleo.

### 3.3 INDICADORES DE COSTES LABORALES

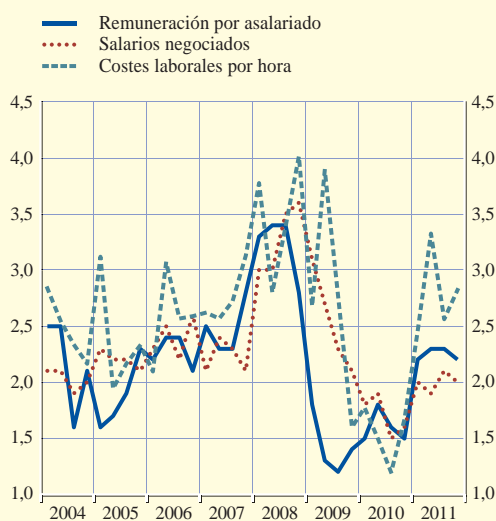
Hasta el verano de 2011, los indicadores de costes laborales de la zona del euro aumentaron gradualmente, en consonancia con la mejora simultánea de la situación en los mercados de trabajo (véanse cuadro 6 y gráfico 25). Posteriormente, la evolución del crecimiento de los salarios mostró algunas señales de estabilización.

Los salarios negociados de la zona del euro crecieron un 2%, en términos interanuales, en el cuarto trimestre de 2011, frente al 2,1% del trimestre anterior. En conjunto, el crecimiento medio de los salarios en 2011 fue del 2%, lo que representa un aumento con respecto al 1,7% registrado en 2010. La tasa de variación interanual de los costes laborales por hora se incrementó ligeramente y se situó en el 2,8% en el cuarto trimestre de 2011, en comparación con el 2,6% del trimestre precedente. Esta aceleración fue reflejo fundamentalmente de la evolución de la industria y de la construcción, ya

que la tasa de crecimiento de los costes laborales por hora en el sector de servicios de mercado no se modificó. En general, los costes no salariales continuaron creciendo a un ritmo más rápido que el componente de sueldos y salarios de los costes laborales por hora de la zona del euro. En el conjunto de 2011, la remuneración por hora trabajada aumentó a una tasa interanual del 2,8%, frente al 1,5% de 2010.

Gráfico 25 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

Cuadro 6 Indicadores de costes laborales

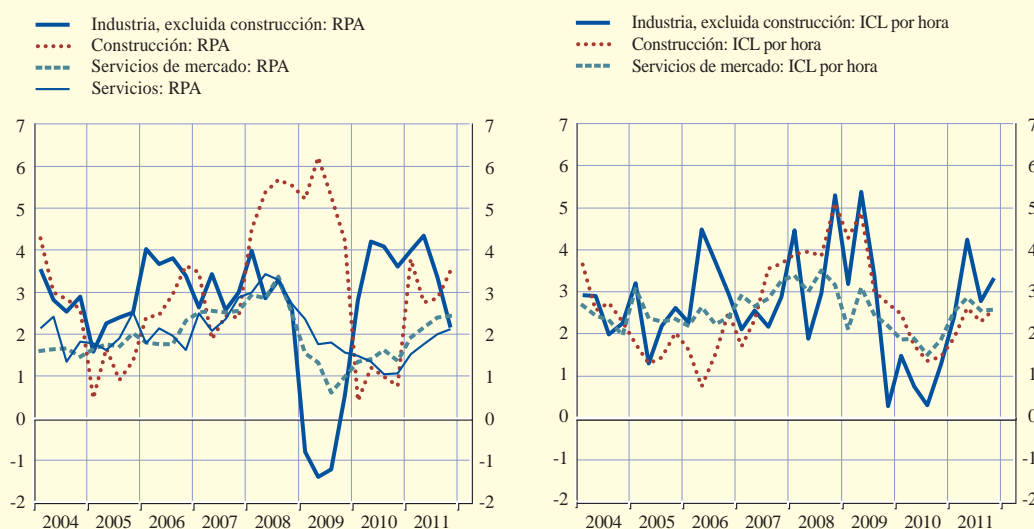
(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	2010	2011	2010 IV	2011 I	2011 II	2011 III	2011 IV
Salarios negociados	1,7	2,0	1,6	2,0	1,9	2,1	2,0
Costes laborales por hora	1,5	2,8	1,7	2,5	3,3	2,6	2,8
Remuneración por asalariado	1,6	2,3	1,5	2,2	2,3	2,3	2,2
<i>Pro memoria:</i>							
Productividad del trabajo	2,4	1,3	2,0	2,2	1,3	1,1	0,9
Costes laborales unitarios	-0,8	0,9	-0,5	0,0	1,1	1,2	1,3

Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

**Gráfico 26 Evolución de los costes laborales por sectores**

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

En consonancia con esta evolución, otros indicadores salariales parecieron estabilizarse hacia finales de 2011. La remuneración por asalariado creció un 2,2 % en tasa interanual en el cuarto trimestre, prácticamente sin variación con respecto a los tres trimestres precedentes. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de los costes laborales unitarios se elevó ligeramente, hasta el 1,3 %, desde el 1,2 % del trimestre anterior. Esto se debió fundamentalmente a que la tasa de crecimiento interanual de la productividad del trabajo descendió de nuevo, desde el 1,1 % registrado en el tercer trimestre hasta el 0,9 % en el cuarto, como consecuencia del crecimiento más lento del producto. En conjunto, el crecimiento de los costes laborales unitarios se incrementó hasta el 1 % en 2011, desde el -0,8 % de 2010, principalmente como resultado de que la productividad del trabajo aumentó a un ritmo sensiblemente más lento que la remuneración por asalariado. De cara al futuro, las encuestas más recientes apuntan a una nueva disminución de la productividad en los próximos trimestres, lo que podría seguir impulsando al alza el crecimiento de los costes laborales unitarios. A medio plazo es probable que las presiones sobre los costes laborales se mantengan contenidas, teniendo en cuenta las perspectivas de crecimiento bastante débiles y la persistente capacidad productiva sin utilizar en el mercado de trabajo.

### 3.4 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

Es probable que la inflación se mantenga por encima del 2 % en 2012, debido principalmente a los recientes incrementos de los precios de la energía, así como a las subidas de los impuestos indirectos anunciadas hace poco. Tomando como base los precios actuales de los futuros sobre materias primas, las tasas de inflación interanual deberían caer de nuevo hasta situarse por debajo del 2 % a principios de 2013. En este contexto, se prestará especial atención a cualquier señal de que los aumentos de los precios de la energía se están transmitiendo a los salarios, a los beneficios y a los mecanismos de fijación de precios en general. No obstante, de cara al futuro, en un entorno de crecimiento moderado de

la zona del euro y de expectativas de inflación a largo plazo firmemente ancladas, las presiones subyacentes sobre los precios deberían seguir siendo limitadas.

Se considera que los riesgos para las perspectivas de inflación medida por el IAPC en los próximos años continúan estando, en general, equilibrados, y que, a corto plazo, los riesgos al alza proceden principalmente de subidas de los precios del petróleo mayores de lo esperado y de aumentos de los impuestos indirectos. Siguen existiendo riesgos a la baja, debido a una evolución de la actividad económica más débil de lo esperado.

## 4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

En el cuarto trimestre de 2011, el PIB real de la zona del euro se contrajo un 0,3 %. Los datos de las encuestas confirman que la actividad económica se estabilizó en un nivel reducido a comienzos de 2012. Por lo tanto, se espera que la economía de la zona se recupere paulatinamente a lo largo del año. La demanda exterior, los bajísimos tipos de interés a corto plazo vigentes en la zona del euro y todas las medidas adoptadas para favorecer el funcionamiento adecuado de la economía de la zona deberían respaldar las perspectivas de la actividad económica. Sin embargo, se prevé que las tensiones que todavía persisten en los mercados de deuda soberana de la zona del euro y su impacto en las condiciones de concesión de crédito, así como el proceso de ajuste de los balances en los sectores financiero y no financiero y el elevado desempleo en algunas partes de la zona del euro, continúen moderando el dinamismo subyacente del crecimiento. Prevalecen los riesgos a la baja para las perspectivas económicas.

### 4.1 PIB REAL Y COMPONENTES DE LA DEMANDA

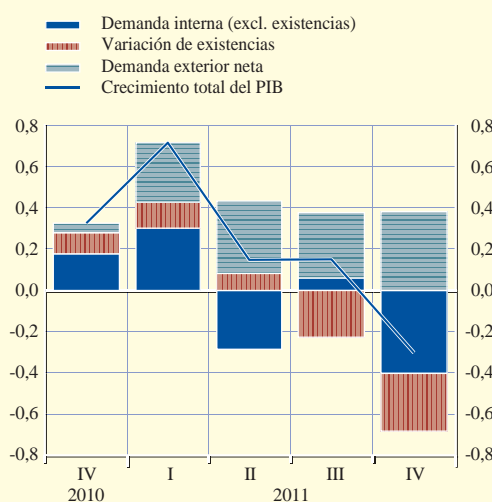
El PIB real de la zona del euro se redujo un 0,3 %, en tasa intertrimestral, en el cuarto trimestre de 2011, tras una tasa de crecimiento del 0,1 % en el trimestre anterior (véase gráfico 27). El resultado del cuarto trimestre reflejó las aportaciones negativas de la demanda interna y de la variación de existencias, mientras que la contribución de la demanda exterior neta siguió siendo positiva. El producto se situó más de un 2 % por debajo del máximo anterior a la recesión observado en el primer trimestre de 2008.

El consumo privado de la zona del euro se contrajo un 0,5 %, en tasa intertrimestral, en el cuarto trimestre de 2011, en comparación con el aumento del 0,2 % registrado en el trimestre precedente. Es muy probable que el resultado del cuarto trimestre refleje las contribuciones negativas del consumo de bienes y servicios, dado que las matriculaciones de automóviles, que están estrechamente correlacionadas con la compra de automóviles, se incrementaron en términos intertrimestrales.

En lo que se refiere al primer trimestre de 2012, la información sobre el consumo privado apunta a una persistente falta de dinamismo del gasto en consumo. Las ventas del comercio al por menor se elevaron un 1,1 % en enero, hasta situarse en un nivel ligeramente superior al del cuarto trimestre de 2011. En febrero, las matriculaciones de automóviles se incrementaron un 0,9 %, en tasa intermensual, tras haber disminuido un 12,2 % en el mes anterior. En los dos primeros meses del primer trimestre, las matriculaciones de automóviles se situaron casi un 10 % por debajo del nivel medio del cuarto trimestre, lo que supone un deterioro considerable con respecto al último trimestre de 2011, cuando las matriculaciones aumentaron un 1,3 %, en tasa intertrimestral. Los datos de las encuestas de opinión relativos al comercio minorista, disponibles para el primer trimestre, señalan la continua debilidad del consumo de bienes al por menor (véase gráfico 28). El índice de directores de compras (PMI) del comercio al por menor se mantuvo sin cambios en 46,7 entre el cuarto trimestre de 2011 y el primer trimestre de 2012, indicando un descenso continuado de las ventas. Sin embargo, según las encuestas de opinión de la Comisión

**Gráfico 27 Crecimiento del PIB real y contribuciones**

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



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Europea, en marzo el indicador de confianza de los consumidores aumentó por tercer mes consecutivo. Como consecuencia, la confianza de los consumidores en el primer trimestre fue, en promedio, ligeramente superior a la del cuarto trimestre (pero aún por debajo de su media de largo plazo). El indicador de grandes compras esperadas, que también se elevó ligeramente en el primer trimestre, sigue manteniéndose en un nivel históricamente bajo, lo que sugiere que los consumidores actuaron con cautela a la hora de decidir si compraban o no bienes de consumo duradero.

La formación bruta de capital fijo se redujo un 0,5 %, en tasa intertrimestral, en el cuarto trimestre de 2011. Así pues, la inversión se ha contraído durante tres trimestres consecutivos. En cuanto al detalle de la inversión en el cuarto trimestre, la inversión, excluida la construcción, disminuyó un 0,5 %, en términos intertrimestrales, mientras que la inversión en construcción retrocedió un 0,4 %.

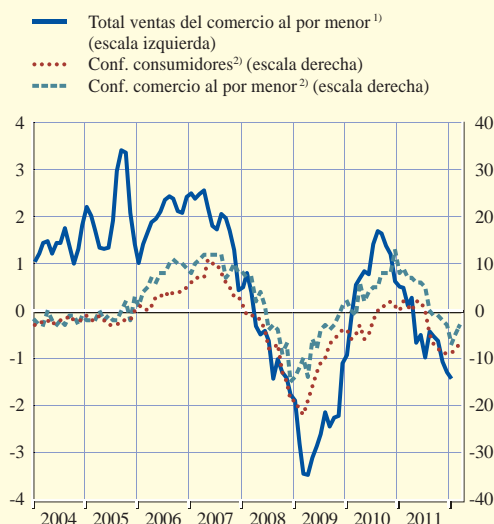
La producción industrial de bienes de equipo (un indicador de la inversión futura, excluida la construcción) se incrementó un 0,5 %, en tasa intermensual, en enero de 2012, tras un descenso del 0,9 % en el mes anterior. La producción de bienes de equipo, que se redujo un 1,4 %, en tasa intertrimestral, en el último trimestre de 2011, se situó en enero ligeramente por debajo de la media del cuarto trimestre. Además, los resultados de las encuestas relativos a la industria, excluida la construcción —tanto del PMI como del indicador de confianza industrial de la Comisión Europea—, señalan, en general, una mejora limitada de la actividad inversora en el primer trimestre, que, sin embargo, sigue siendo débil. El indicador de confianza industrial se encuentra próximo a su media histórica, mientras que el PMI de las manufacturas se mantuvo por debajo del umbral teórico de expansión de 50 en el primer trimestre de 2012, aunque mejoró levemente con respecto al cuarto trimestre de 2011.

En enero de 2012, la producción de la construcción disminuyó un 0,5 %, en tasa intermensual, tras una reducción del 1,8 % en el mes anterior, señalando con ello un débil inicio del primer trimestre. Mientras tanto, el indicador de confianza de la construcción publicado por la Comisión Europea se mantuvo por debajo de su media histórica a lo largo del primer trimestre. El PMI de la construcción en la zona del euro cayó de forma acusada en febrero, y en los dos primeros meses del primer trimestre de 2012 se situó muy por debajo de 50, lo que apunta a una continuación de la evolución negativa.

Por lo que respecta a los flujos comerciales, las importaciones y las exportaciones se redujeron un 1,4 % y un 0,4 %, respectivamente, en el cuarto trimestre de 2011, como consecuencia de la debilidad de la actividad económica en la zona del euro y de la economía mundial en ese momento. No obstante, la información que se ha publicado mientras tanto muestra ciertas señales de estabilización en el comercio de la zona del euro, especialmente en lo que se refiere a las exportaciones. En enero, las importaciones y las exportaciones de bienes, que representan casi el 80 % del comercio total de la zona del euro, aumentaron considerablemente en términos mensuales. Los datos de las encuestas relativos a las exportaciones de la

**Gráfico 28 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. Incluido el combustible.  
2) Saldos netos; datos desestacionalizados ajustados a la media.

zona también mejoraron ligeramente, en un entorno de señales crecientes de estabilización de la demanda exterior. En el primer trimestre de 2012, el nivel medio del PMI de nuevos pedidos exteriores del sector manufacturero se situaba claramente por encima de la media del trimestre anterior. Pese a ello, el PMI se mantuvo por debajo del umbral teórico de expansión de 50 y disminuyó ligeramente, en términos mensuales, en marzo. Básicamente, en consonancia con las perspectivas de la actividad económica en la zona del euro, las perspectivas a corto plazo de las importaciones siguen siendo bastante débiles. En algunos países de la zona del euro, la debilidad de las importaciones también refleja la corrección en curso de los abultados y persistentes déficits de la balanza por cuenta corriente registrados antes de la crisis financiera global. El recuadro 4 muestra que tales episodios de correcciones de la balanza por cuenta corriente suelen estar asociados a ajustes significativos de los flujos comerciales, sobre todo en las importaciones.

#### Recuadro 4

##### CARACTERÍSTICAS DE LAS CORRECCIONES DE LA BALANZA POR CUENTA CORRIENTE

En los años previos a la crisis financiera global, varios países de la zona del euro registraron abultados y persistentes déficits por cuenta corriente. Desde el inicio de la crisis, en algunos de esos países se ha observado una corrección significativa de la balanza por cuenta corriente, mientras que en otros el ajuste aún está en marcha. En este contexto, este recuadro arroja cierta luz sobre los factores que subyacen de las correcciones de la balanza por cuenta corriente en las economías avanzadas, episodios en los que los significativos déficits por cuenta corriente se redujeron sustancialmente en un período relativamente corto.

##### Identificación de las correcciones de la balanza por cuenta corriente

Distintos factores internos y externos pueden provocar correcciones de la balanza por cuenta corriente<sup>1</sup>. Por ejemplo, un país con un déficit por cuenta corriente puede estar aplicando una estrategia de consolidación fiscal, que servirá para reducir este déficit mediante el aumento del ahorro público. También pueden intervenir factores externos, como una interrupción repentina de las entradas de capital. Lo que tienen en común todos estos factores es que propician una reducción de la actividad interna y, por tanto, también del déficit por cuenta corriente.

Para identificar episodios anteriores de correcciones de la balanza por cuenta corriente, en este recuadro se aplica una regla sencilla y transparente a los datos de la balanza por cuenta corriente de 33 economías avanzadas, incluidos los 17 países de la zona del euro, durante el período 1970-2010. Más concretamente, para que una observación pueda considerarse el punto de partida de una corrección, han de satisfacerse las condiciones siguientes: 1) que el déficit por cuenta corriente inicial supere el 4 % del PIB, y 2) que el déficit medio por cuenta corriente durante los tres años siguientes se reduzca al menos un 1,5 % del PIB y, en ese período, al menos un tercio del nivel inicial. El primer requisito asegura que solo se incluyan las correcciones de déficits cuantitativamente significativas, mientras que el segundo garantiza que el propio ajuste de la balanza por cuenta corriente sea de la magnitud suficiente y se produzca en un período de tiempo relativamente corto. Esta definición sigue muy de cerca la metodología estándar utilizada en la literatura<sup>2</sup>.

1 Véase, por ejemplo, G.-M. Milesi-Ferretti y A. Razin, "Sharp reductions in current account deficits. An empirical analysis", *European Economic Review*, vol. 42, 1998.

2 Véase, por ejemplo, C. Freund, "Current account adjustment in industrial countries", *Journal of International Money and Finance*, vol. 24, 2005. Sin embargo, al contrario que en la literatura, en este recuadro se estudia la sostenibilidad de las correcciones ex post más que la imposición de la sostenibilidad ex ante.



Así pues, entre 1970 y 2010 se observaron 48 episodios de correcciones de la balanza por cuenta corriente en las economías avanzadas. Para hacerse una idea de una corrección «típica», este recuadro centra su atención principalmente en la mediana de cada indicador relevante durante estos episodios.

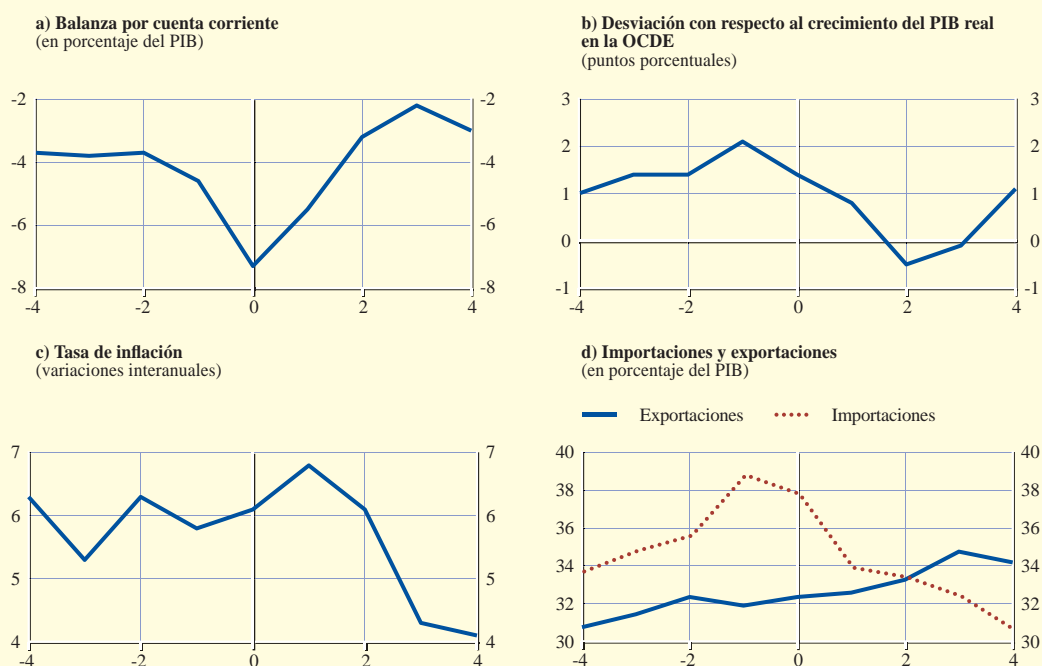
### Ajustes durante las correcciones de la balanza por cuenta corriente

Los años previos a una corrección típica de la balanza por cuenta corriente en las economías avanzadas se caracterizan por un auge del crecimiento del PIB, un aumento de la inflación, una apreciación del tipo de cambio efectivo real y un empeoramiento de la balanza por cuenta corriente (véase gráfico A). Por lo tanto, el inicio de la corrección suele coincidir con una abrupta desaceleración del crecimiento del PIB. Aunque el crecimiento no se sitúa en territorio negativo en el episodio mediano, se desacelera temporalmente en relación con el crecimiento global de los países de la OCDE. Además, el tipo de cambio efectivo real tiende a depreciarse durante una corrección, si bien existe una variación considerable entre los distintos episodios en cuanto a la magnitud y al momento de este ajuste por variaciones en los tipos de cambio (véase gráfico B).

La combinación de la depreciación real, que dirige la demanda de los productos extranjeros a los productos nacionales, y la ralentización de la demanda agregada, que reequilibra los diferenciales de la demanda frente a los socios comerciales, da lugar a ajustes en la balanza comercial con el resto del mundo. De hecho, las importaciones se desaceleran bruscamente durante una corrección típica de la

**Gráfico A Sendas de ajuste durante una corrección de la balanza por cuenta corriente (mediana) «típica»**

(frecuencia anual)

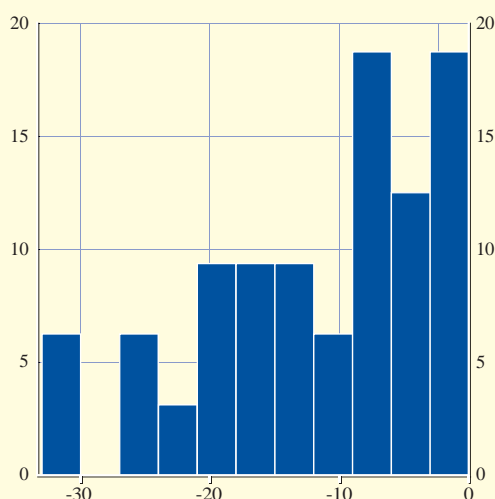


Fuente: Cálculos del BCE.

Notas:  $t = 0$  es el año en el que la balanza por cuenta corriente se sitúa en su nivel mínimo. El gráfico se basa en 48 correcciones de la balanza por cuenta corriente en una muestra que incluye 33 economías avanzadas (entre las que se encuentran los 17 países de la zona del euro) durante el período 1970-2010.

**Gráfico B Histograma de las variaciones entre el mínimo y el máximo del tipo de cambio efectivo**

(eje de abscisas: variaciones porcentuales entre el mínimo y el máximo; eje de ordenadas: porcentaje)



Fuente: Cálculos del BCE.

Nota: El histograma se refiere a la tasa de variación del tipo de cambio efectivo entre el máximo observado durante los cuatro años previos a la corrección y el mínimo registrado durante los cuatro años posteriores al inicio de la corrección.

balanza por cuenta corriente, mientras que el crecimiento de las exportaciones cobra importancia en un contexto de mejoras de la competitividad vía precios. Como resultado, la balanza por cuenta corriente tiende a ajustarse de forma acusada cuando se inicia la corrección, registrándose los cambios más notables en el horizonte próximo a los dos años. La magnitud del ajuste por cuenta corriente está relacionada en gran medida con la balanza por cuenta corriente inicial. Habitualmente, el ajuste de la balanza por cuenta corriente se sostiene al menos durante los cinco primeros años tras el inicio de la corrección, sin que el déficit por cuenta corriente retorne al máximo anterior registrado durante el período.

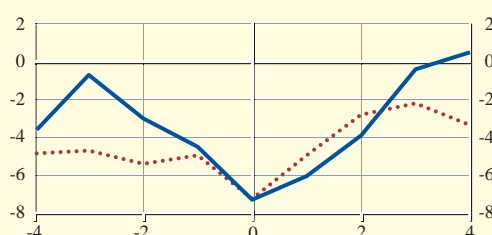
Aunque los patrones típicos de las correcciones de la balanza por cuenta corriente proporcionan información de utilidad, se observa, sin embargo, una considerable heterogeneidad entre los episodios, sobre todo en relación con la importancia relativa de los principales mecanismos de ajuste. Los episodios contractivos, es decir, las correcciones asociadas a mayores pérdidas de producción, se caracterizan, en general, por una depreciación del tipo de cambio efectivo real menos pronunciada que las correcciones no contractivas (véase gráfico C). Esto sugiere que las variaciones bruscas del tipo de cambio real pueden ayudar a contener los costes de ajuste en términos de pérdidas de producción. A su vez, los ajustes por variaciones en el tipo de cambio real

**Gráfico C Correcciones de la balanza por cuenta corriente contractivas y no contractivas**

(frecuencia anual)

— Contractivas  
... No contractivas

a) Balanza por cuenta corriente (en porcentaje del PIB)



b) Desviación con respecto al crecimiento de PIB real en la OCDE (puntos porcentuales)



c) Tipo de cambio efectivo real (índice)



Fuente: Cálculos del BCE.

Notas: t = 0 es el año en el que la balanza por cuenta corriente se sitúa en su nivel mínimo. Los episodios no contractivos son aquellos que se sitúan en el cuartil superior de todas las correcciones, ordenados según las variaciones del crecimiento del PIB (corregido por el crecimiento en la OCDE). Los episodios contractivos son aquellos que se sitúan en el cuartil inferior.

pueden verse facilitados por tipos de cambio nominales flexibles, así como por mercados de trabajo y de productos en los que los precios y los salarios respondan con rapidez a cambios en la situación económica. La flexibilidad de los mercados de trabajo y de productos es especialmente importante si los países no pueden utilizar el tipo de cambio nominal como instrumento de ajuste.

### Conclusiones

La evidencia empírica muestra que las correcciones de la balanza por cuenta corriente en las economías avanzadas suelen ser muy acusadas inicialmente y que los ajustes alcanzados se sostienen durante varios años. El ajuste está determinado, habitualmente, por una combinación de una desaceleración del crecimiento del PIB y una depreciación del tipo de cambio efectivo real. Parece que una depreciación más pronunciada puede ayudar a contener los costes de ajuste en términos de pérdidas de producción. En el caso de cada uno de los países de la zona del euro que experimentan una corrección de sus déficits por cuenta corriente, una depreciación del tipo de cambio efectivo real exige, por lo general, ajustes de precios y de salarios. Esto pone de manifiesto la importancia de acometer reformas estructurales para aumentar la flexibilidad de los mercados de trabajo y de productos en los países de la zona del euro.

## 4.2 PRODUCTO POR RAMAS DE ACTIVIDAD

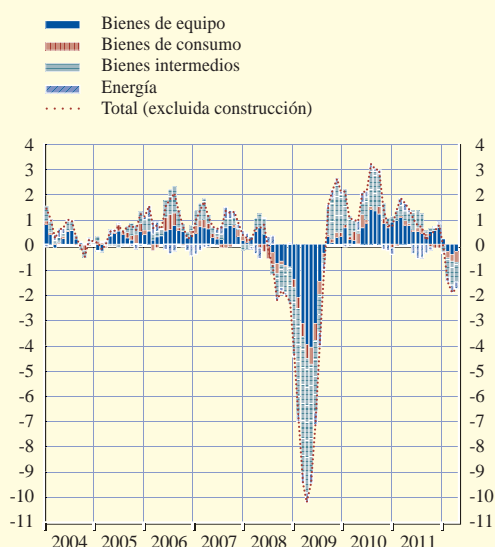
El valor añadido real se contrajo un 0,2 %, en tasa intertrimestral, en el cuarto trimestre de 2011. La actividad en la industria (excluida la construcción) se redujo un 1,7 %, en tasa intertrimestral. Por el contrario, el valor añadido de los servicios y de la construcción se elevó un 0,1 % y un 0,3 %, respectivamente. Esta fue la primera ocasión en la que el crecimiento del valor añadido fue más elevado en los servicios que en la industria (excluida la construcción) desde que se inició la recuperación en el segundo trimestre de 2009.

En lo que respecta a la evolución en el primer trimestre de 2012, la producción industrial (excluida la construcción) se incrementó un 0,2 %, en términos intermensuales, en enero, tras un descenso del 0,9 % en el mes anterior. La tasa de variación intertrimestral, calculada sobre la base de la media móvil de tres meses del índice, fue de -1,8 % en enero, lo que representa una mejora marginal con respecto a la caída intertrimestral del cuarto trimestre de 2011 (véase gráfico 29). Mientras tanto, los nuevos pedidos industriales de la zona del euro (excluido el material de transporte pesado) disminuyeron un 2,9 %, en tasa intermensual, en enero, tras un aumento relativamente fuerte, del 3,7 %, en el mes anterior. Los datos de las encuestas apuntan a una prolongada debilidad de la actividad en el conjunto del primer trimestre, aunque se habían producido ciertas mejoras con respecto al trimestre precedente (véase gráfico 30). Por ejemplo, aunque el índice PMI de producción del sector manufacturero se situó en 49,8 en el primer trimestre, es decir, por debajo del umbral de expansión de 50, seguía siendo más elevado que en el trimestre anterior, en que su promedio era de 46,5.

Los últimos datos relativos a la producción de la construcción confirman que se mantiene la debilidad de la actividad constructora. El índice mensual cayó un 0,5 %, en tasa intermensual, en enero, mientras que la reducción mensual se revisó a la baja en diciembre y ahora se estima que se sitúa en el 1,8 %. El nivel de la producción de la construcción se mantiene prácticamente sin cambios con respecto a hace un año. Los datos de las encuestas apuntan a que se debilitó de nuevo en febrero y en marzo. En el recuadro 5 se describe cómo Eurostat ha cambiado la manera en que se desestacionalizan los indicadores económicos a corto plazo de la zona del euro.

**Gráfico 29 Crecimiento de la producción industrial y contribuciones**

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

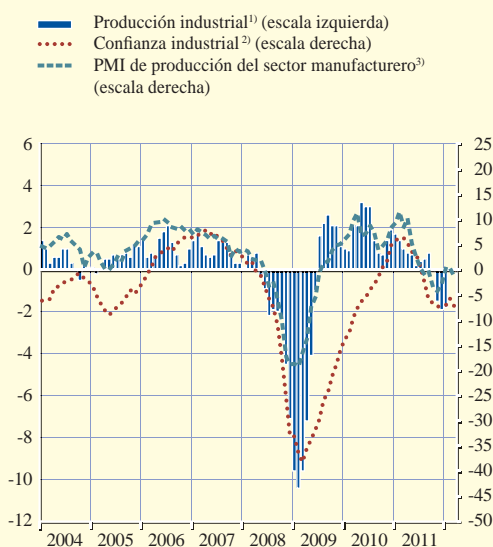


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

**Gráfico 30 Producción industrial, confianza industrial y PMI de producción del sector manufacturero**

(datos mensuales desestacionalizados)



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

Nota: Los datos de las encuestas se refieren a las manufacturas.

1) Tasas de variación intertrimestral.

2) Saldos netos.

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

El índice PMI de actividad comercial en el sector servicios también se elevó, de 47,6 en el cuarto trimestre de 2011 a 49,3 en el primer trimestre de 2012. A pesar de haber disminuido durante dos meses consecutivos, el índice continúa situándose por encima del mínimo más reciente observado en octubre de 2011. Otras encuestas de opinión, como las de la Comisión Europea, están básicamente en línea con la evolución del PMI.

## Recuadro 5

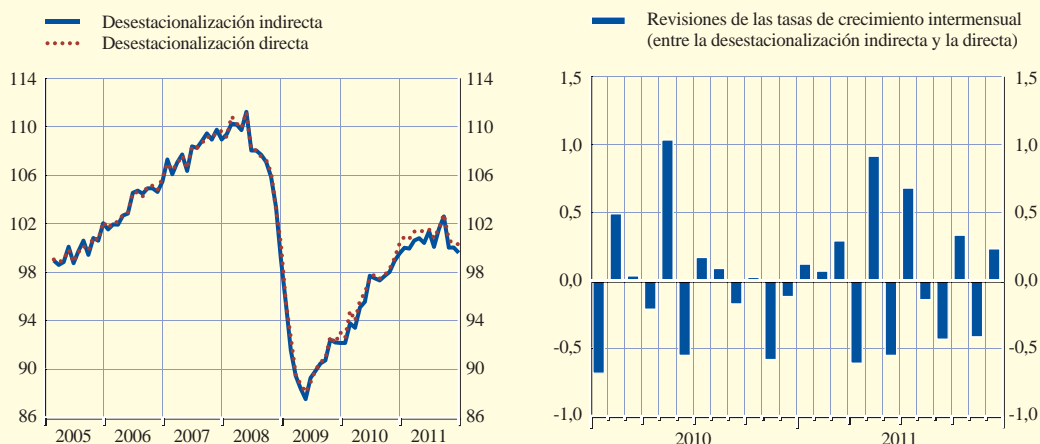
### NUEVO ENFOQUE PARA DESESTACIONALIZAR<sup>1</sup> LOS AGREGADOS EUROPEOS EN LAS ESTADÍSTICAS A CORTO PLAZO

A partir del período de observación de enero de 2012 (o del primer trimestre de 2012 para datos trimestrales), Eurostat, la oficina estadística de la UE, ha cambiado la manera de desestacionalizar los indicadores económicos a corto plazo de la zona del euro y de la UE, pasando de un enfoque «directo» a un enfoque «indirecto». Hasta diciembre de 2011, se utilizaron datos nacionales sin desestacionalizar para producir un agregado europeo, que luego se desestacionalizaba directamente. Si bien esta desestacionalización directa hacía uso del marco estadístico más adecuado para las respectivas series temporales europeas, en determinados períodos, los resultados, especialmente las tasas de

<sup>1</sup> En aras de la sencillez, en este recuadro, a los ajustes estacionales y por días laborables se les denomina «desestacionalización».

## Producción industrial de la zona del euro desestacionalizada utilizando la desestacionalización indirecta y la directa

(índice base = 2005 y revisiones de las tasas de crecimiento intermensual en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

crecimiento intermensual, diferían de la media ponderada de los componentes nacionales desestacionalizados. Por el contrario, según el enfoque indirecto, los totales europeos se calculan como media ponderada de los datos nacionales desestacionalizados para obtener un conjunto completamente coherente de totales europeos y de componentes nacionales desestacionalizados. En este recuadro se describe el enfoque indirecto adoptado, así como las revisiones de las tasas de crecimiento de la producción industrial, del volumen del comercio minorista y de la producción de la construcción en la zona del euro, tras el paso del método directo al indirecto.

### Desestacionalización indirecta de los agregados europeos

Los indicadores a corto plazo, como la producción industrial o el volumen del comercio al por menor, se suelen ajustar por los efectos medios de hechos estacionales habituales, como los efectos de las vacaciones de verano en la producción industrial o de las compras navideñas en el volumen del comercio minorista. Tras la adopción de un enfoque indirecto, Eurostat está utilizando datos nacionales desestacionalizados por los institutos nacionales de estadística, basándose en el supuesto de que el ajuste a nivel nacional es más apropiado, ya que tiene en cuenta información sobre las circunstancias específicas que afectan a los datos<sup>2</sup>. El paso a la desestacionalización indirecta de las estadísticas a corto plazo aumenta la coherencia con otros ámbitos estadísticos. Por ejemplo, el enfoque indirecto ya se emplea para compilar el PIB desestacionalizado de la zona del euro y sus componentes en las cuentas nacionales trimestrales.

La ventaja principal de los agregados europeos obtenidos indirectamente es su coherencia con los componentes nacionales. Si los datos nacionales se publican antes que los totales europeos, dichos datos nacionales pueden utilizarse para estimar correctamente los siguientes agregados europeos. No obstante, el enfoque indirecto exige la aplicación de prácticas armonizadas en los distintos países, por ejemplo, en el tratamiento de las variables atípicas, de modo que los mismos fenómenos se traten de la misma manera en todos los Estados miembros.

2 Para más información sobre los enfoques indirecto y directo de la desestacionalización, véase "ESS Guidelines on Seasonal Adjustment", disponible en el sitio web de Eurostat [http://epp.eurostat.ec.europa.eu/cache/ITY\\_OFFPUB/KS-RA-09-006/EN/KS-RA-09-006-EN.PDF](http://epp.eurostat.ec.europa.eu/cache/ITY_OFFPUB/KS-RA-09-006/EN/KS-RA-09-006-EN.PDF).

## Impacto del paso de la desestacionalización directa de los agregados de la zona del euro a la indirecta

El paso de la desestacionalización directa de los agregados europeos a la indirecta se empezó a aplicar a los datos correspondientes a enero de 2012, así como a la parte histórica de las series temporales europeas. Si bien las revisiones de los niveles de los índices fueron menores, las de la tasa de crecimiento intermensual de los agregados de la zona del euro fueron de mayor magnitud. El gráfico de la izquierda muestra las revisiones de los niveles de los índices, y el gráfico de la derecha, las de la tasa de crecimiento intermensual de la producción industrial de la zona del euro.

Durante el período 2005-2011, las revisiones medias de la producción industrial, del volumen del comercio minorista y de la producción de la construcción<sup>3</sup> no fueron significativamente distintas de cero, tanto a nivel agregado como al primer nivel de desagregación (véase el cuadro). Este hecho refleja la propiedad fundamental de la desestacionalización, que no debería alterar los niveles tendenciales a medio plazo de las series independientemente del enfoque o procedimiento aplicado. A pesar de que las revisiones medias fueron insignificantes, los rangos entre las revisiones mayores y las menores apuntan a que las revisiones fueron más pronunciadas en las observaciones individuales.

La desagregación de los totales europeos en sus distintos componentes, por ejemplo, en las principales ramas de actividad, sigue sin ser plenamente coherente, lo que se debe, principalmente, al empleo de

3 Como algunos Estados miembros solo presentan datos nacionales con frecuencia trimestral, los agregados europeos mensuales de la producción de la construcción se elaboran utilizando únicamente datos nacionales de frecuencia mensual, mientras que los resultados europeos trimestrales abarcan la gama completa de datos nacionales de los Estados miembros. Como consecuencia, los niveles de los índices mensuales y trimestrales de producción son distintos.

### Revisiones de las tasas de crecimiento intermensual de la producción industrial, del volumen del comercio minorista y de la producción de la construcción en la zona del euro tras la introducción de la desestacionalización indirecta

(en puntos porcentuales)

Indicador	Revisión media	Rango de la revisión	Revisión media absoluta	Pro memoria: Media absoluta de las variaciones intermensuales
Producción industrial (excluida la construcción)	-0,01	-1,4 a 1,2	0,33	0,93
De la cual				
Manufacturas	-0,01	-0,9 a 1,2	0,32	0,99
Bienes intermedios	-0,01	-1,7 a 1,6	0,39	1,14
Bienes de equipo	-0,01	-1,8 a 2,2	0,62	1,56
Bienes de consumo	-0,01	-1,2 a 0,9	0,36	0,85
Bienes de consumo duradero	0,00	-2,8 a 4,2	0,69	1,50
Bienes de consumo no duradero	-0,02	-1,2 a 0,8	0,30	0,89
Energía	0,00	-1,8 a 1,9	0,33	1,54
Volumen del comercio minorista (incluido combustible)	0,00	-0,6 a 0,5	0,13	0,47
Del cual				
Alimentación, bebidas y tabaco	-0,01	-1,1 a 0,7	0,31	0,55
Bienes no alimenticios	0,00	-0,9 a 1,5	0,30	0,64
Combustible	0,04	-1,5 a 2,6	0,41	1,06
Producción de la construcción	0,03	-3,4 a 4,9	0,82	1,59
De la cual				
Construcción <sup>1)</sup>	0,04	-4,7 a 5,5	0,91	1,64
Ingeniería civil <sup>1)</sup>	-0,01	-4,4 a 7,2	1,49	1,96

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Revisión de las variaciones intermensuales de los datos desestacionalizados y ajustados por días laborables desde enero de 2005 a diciembre de 2011.

1) Las revisiones también se ven influidas por la menor cobertura de los países en los agregados europeos mensuales.

metodologías nacionales diferentes (como el enfoque directo para la desestacionalización de los totales y de sus componentes a nivel nacional) o a cuestiones relativas a un conjunto de ponderaciones consistentes. Para la producción industrial, en concreto, las incoherencias entre los totales de la zona del euro y la agregación de las principales ramas de actividad pueden no ser insignificantes.

Es necesario lograr un grado satisfactorio de armonización de las prácticas nacionales en lo que se refiere a la desestacionalización para garantizar que los agregados europeos desestacionalizados indirectamente puedan compararse favorablemente con los totales europeos ajustados directamente. Se insta al Sistema Estadístico Europeo a que aumente la transparencia en cuanto a las metodologías y prácticas aplicadas en los Estados miembros, por ejemplo, proporcionando metadatos completos sobre las metodologías nacionales relativas a la desestacionalización. Además, ha de realizar un seguimiento activo y promover la armonización adicional del proceso de ajuste a nivel nacional.

### 4.3 MERCADO DE TRABAJO

La situación de los mercados de trabajo de la zona del euro continúa deteriorándose. El crecimiento del empleo siguió siendo negativo y la tasa de desempleo continúa subiendo. Las encuestas señalan un ligero empeoramiento en el corto plazo.

El empleo se redujo un 0,2 %, en tasa intertrimestral, en el cuarto trimestre de 2011, tras un descenso de la misma magnitud en el trimestre anterior (que, a su vez, se ha revisado a la baja 0,1 puntos porcentuales). Al mismo tiempo, las horas trabajadas disminuyeron un 0,4 % (véase cuadro 7). A nivel sectorial, y en términos intertrimestrales, la última cifra de empleo refleja una acusada caída, del 1,6 %, en la construcción, mientras que el empleo en la industria (excluida la construcción) y en los servicios mostró descensos menos pronunciados, del 0,3 % y del 0,1 %, respectivamente. Los indicadores de opinión sugieren una nueva contracción del empleo en el primer trimestre de 2012 (véase gráfico 31).

**Cuadro 7 Crecimiento del empleo**

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

	Personas					Horas				
	Tasas interanuales		Tasas intertrimestrales			Tasas interanuales		Tasas intertrimestrales		
	2010	2011	2011 II	2011 III	2011 IV	2010	2011	2011 II	2011 III	2011 IV
Total de la economía	-0,5	0,1	0,2	-0,2	-0,2	0,0	0,2	-0,3	0,2	-0,4
<i>Del cual:</i>										
Agricultura y pesca	-0,9	-2,6	0,4	-1,0	-0,8	-0,9	-1,9	-0,9	-1,2	-0,3
Industria	-3,3	-1,2	-0,2	-0,5	-0,7	-1,9	-0,8	-0,7	-0,1	-1,0
Excluida construcción	-3,1	-0,1	0,0	0,1	-0,3	-0,8	0,6	-0,4	0,4	-0,2
Construcción	-3,8	-3,8	-0,5	-1,6	-1,6	-3,9	-3,6	-1,3	-1,1	-2,6
Servicios	0,4	0,7	0,3	-0,1	-0,1	0,7	0,7	-0,1	0,3	-0,2
Comercio y transporte	-0,7	0,6	0,6	-0,1	-0,4	-0,3	0,4	0,2	0,5	-0,8
Información y comunicaciones	-1,1	1,6	0,5	-0,3	0,0	-0,8	1,4	-0,1	0,4	-0,7
Actividades financieras y de seguros	-1,0	-0,2	-0,3	0,1	0,0	-0,6	0,2	-0,5	0,2	-0,3
Actividades inmobiliarias	-0,4	2,6	-0,5	-0,5	2,2	0,6	2,1	-0,7	0,8	1,2
Actividades profesionales	2,0	2,6	0,9	-0,2	0,4	2,8	3,0	0,5	0,1	0,5
Administración pública	1,0	0,1	-0,1	0,1	-0,1	1,1	0,1	-0,3	0,1	0,1
Otros servicios <sup>1)</sup>	0,8	-0,2	-0,5	0,0	-0,1	0,6	-0,5	-1,3	1,0	-0,3

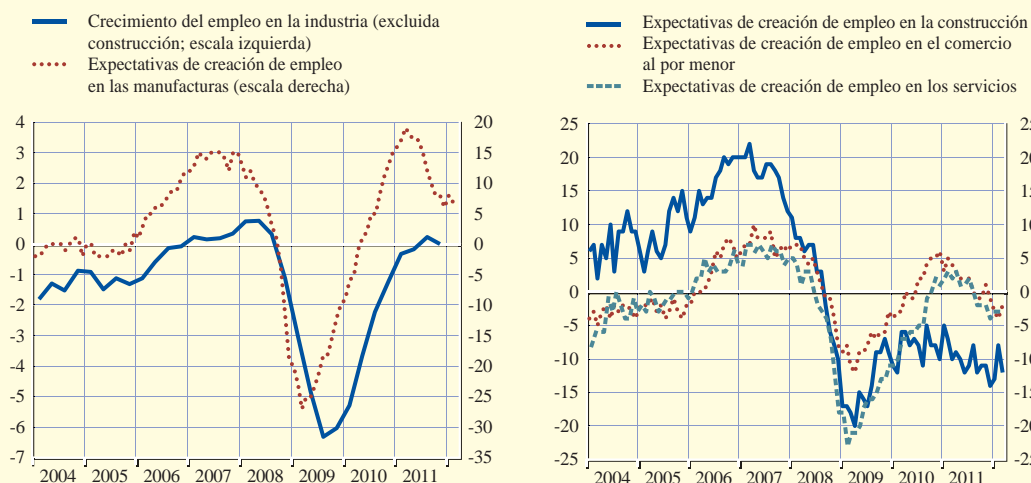
Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) También incluye servicios de los hogares y actividades artísticas y de organizaciones extraterritoriales.



**Gráfico 31 Crecimiento del empleo y expectativas de creación de empleo**

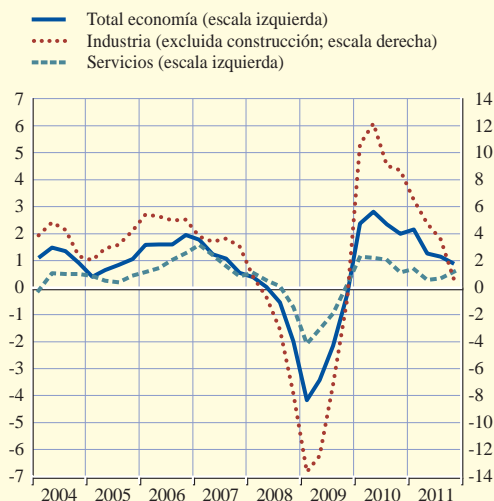
(tasas de variación interanual; saldos netos; datos desestacionalizados)


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

La tasa interanual de variación de la productividad por persona ocupada se redujo aún más, pasando del 1,1 % del tercer trimestre al 0,9 % del cuarto trimestre de 2011 (véase gráfico 32). Esta desaceleración del crecimiento se debe totalmente a la evolución de la industria (excluida la construcción), dado que la productividad se aceleró en la construcción y en los servicios. Del mismo modo, la tasa de crecimiento interanual de la productividad por hora trabajada también siguió descendiendo, hasta el

**Gráfico 32 Productividad del trabajo por persona ocupada**

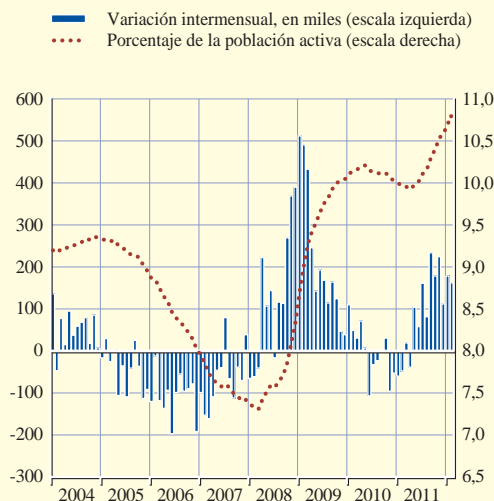
(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

**Gráfico 33 Desempleo**

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

0,7 % en el cuarto trimestre. De cara al futuro, las últimas observaciones del índice PMI de productividad sugieren una cierta moderación adicional en el crecimiento de la productividad en el primer trimestre de 2012.

La tasa de desempleo, que había venido aumentando desde abril de 2011, se situó en el 10,8 % en febrero de 2012, lo que supone 0,6 puntos porcentuales por encima del nivel máximo anterior, alcanzado en mayo de 2010 (véase gráfico 33).

#### **4.4 PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA**

Los datos de las encuestas confirman que la actividad económica se estabilizó en un nivel reducido a comienzos de 2012. Por lo tanto, se espera que la economía de la zona del euro se recupere gradualmente a lo largo del año. La demanda exterior, los bajísimos tipos de interés a corto plazo vigentes en la zona del euro y todas las medidas adoptadas para favorecer el funcionamiento adecuado de la economía de la zona deberían respaldar las perspectivas de la actividad económica. Sin embargo, se prevé que las tensiones que todavía persisten en los mercados de deuda soberana de la zona del euro y su impacto en las condiciones de concesión de crédito, así como el proceso de ajuste de los balances en los sectores financiero y no financiero y el elevado desempleo en algunas partes de la zona del euro, continúen moderando el dinamismo subyacente del crecimiento.

Prevalecen los riesgos a la baja para las perspectivas económicas relacionados, especialmente, con la intensificación de las tensiones en los mercados de deuda de la zona del euro y con su posible contagio a la economía real de la zona. Los riesgos a la baja también guardan relación con nuevos aumentos de los precios de las materias primas.