



BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

01 | 2011

02 | 2011

03 | 2011

04 | 2011

05 | 2011

06 | 2011

07 | 2011

08 | 2011

09 | 2011

10 | 2011

11 | 2011

12 | 2011

**BOLETÍN MENSUAL
MARZO**





BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA



BOLETÍN MENSUAL MARZO 2011

En el año 2011,
todas las
publicaciones del
BCE reproducirán
un motivo tomado
del billete
de 100 euros.

© Banco Central Europeo, 2011

© De la traducción: Banco de España,
Madrid 2011

Dirección

Kaiserstrasse 29
60311 Fráncfort del Meno,
Alemania

Apartado de Correos

Postfach 16 03 19
60066 Fráncfort del Meno,
Alemania

Teléfono

+49 69 13440

Internet

<http://www.ecb.europa.eu>

Fax

+49 69 13446000

Este Boletín ha sido elaborado bajo la responsabilidad del Comité Ejecutivo del BCE. Su traducción y publicación corren a cargo de los bancos centrales nacionales.

Todos los derechos reservados. Se permite la reproducción para fines docentes o sin ánimo de lucro, siempre que se cite la fuente.

La recepción de información estadística para elaborar este Boletín se ha cerrado el 2 de marzo de 2011.

ISSN 1561-0268 (edición impresa)
ISSN 1725-2970 (edición electrónica)

Depósito legal: M. 1235 - 1999
Impreso en España por:
Artes Gráficas Coyve, S. A.



ÍNDICE

EDITORIAL

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

Entorno exterior de la zona del euro
 Evolución monetaria y financiera
 Precios y costes
 Producto, demanda y mercado de trabajo
 Evolución de las finanzas públicas

Recuadros

1	Importancia de la zona del euro como destino de exportación	9
2	Factores permanentes y temporales en el crecimiento del agregado monetario amplio	26
3	Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período comprendido entre el 10 de noviembre de 2010 y el 8 de febrero de 2011	63
4	Explicación de la reciente divergencia entre el crecimiento de los préstamos para adquisición de vivienda y el crédito al consumo concedidos por las IFM	75
5	Cómo calibrar el impacto de los impuestos indirectos sobre la inflación medida por el IAPC de la zona del euro	98
6	Revisiones recientes de las previsiones de crecimiento de la actividad	41
7	Evolución reciente de la balanza de pagos de la zona del euro	41
8	Movilidad en el mercado de trabajo y transiciones en la situación laboral de la zona del euro	59
9	Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro	64
10	Evolución de la deuda pública y del saldo presupuestario primario en los Estados miembros de la UE	76
		82
		90
		94
		103

5 ARTÍCULOS

La reforma de la gobernanza económica de la zona del euro: elementos esenciales **107**

ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO **SI**

ANEXOS

Cronología de medidas de política monetaria del Eurosistema **I**
 El sistema TARGET (sistema automatizado transeuropeo de transferencia urgente para la liquidación bruta en tiempo real) **V**
 Publicaciones del Banco Central Europeo **VII**
 Glosario **IX**

ABREVIATURAS

PAÍSES

BE	Bélgica	HU	Hungría
BG	Bulgaria	MT	Malta
CZ	República Checa	NL	Países Bajos
DK	Dinamarca	AT	Austria
DE	Alemania	PL	Polonia
EE	Estonia	PT	Portugal
IE	Irlanda	RO	Rumanía
GR	Grecia	SI	Eslovenia
ES	España	SK	Eslovaquia
FR	Francia	FI	Finlandia
IT	Italia	SE	Suecia
CY	Chipre	UK	Reino Unido
LV	Letonia	JP	Japón
LT	Lituania	US	Estados Unidos
LU	Luxemburgo		

OTRAS

AAPP	Administraciones Públicas
BCE	Banco Central Europeo
BCN	Bancos Centrales Nacionales
BPI	Banco de Pagos Internacionales
CIF	Coste, seguro y fletes en la frontera del importador
CLUM	Costes Laborales Unitarios de las Manufacturas
CLUT	Costes Laborales Unitarios del Total de la Economía
NACE	Nomenclatura estadística de actividades económicas en la Unión Europea
CUCI Rev. 4	Clasificación uniforme para el comercio internacional (revisión 4)
EUR	Euro
FMI	Fondo Monetario Internacional
FMM	Fondos del Mercado Monetario
FOB	Franco a bordo en la frontera del exportador
HWWI	Hamburg Institute of International Economics
IAPC	Índice Armonizado de Precios de Consumo
IFM	Instituciones Financieras Monetarias
IME	Instituto Monetario Europeo
IPC	Índice de Precios de Consumo
IPRI	Índice de Precios Industriales
MBP5	Quinta edición del Manual de Balanza de Pagos
mm	Miles de millones
OCDE	Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos
OIT	Organización Internacional del Trabajo
PIB	Producto Interior Bruto
SEBC	Sistema Europeo de Bancos Centrales
SEC 95	Sistema Europeo de Cuentas Nacionales 1995
TCE	Tipo de Cambio Efectivo
UE	Unión Europea
UEM	Unión Económica y Monetaria

De acuerdo con la práctica de la UE, los países de la UE se enumeran en este Boletín en el orden alfabético correspondiente a las respectivas lenguas nacionales.



EDITORIAL

El Consejo de Gobierno, sobre la base de su análisis económico y monetario periódico, decidió en su reunión celebrada el 3 de marzo de 2011 mantener sin variación los tipos de interés oficiales del BCE. La información disponible desde su reunión del 3 de febrero de 2011 indica un aumento de la inflación debido, en gran parte, al incremento de los precios de las materias primas. El análisis económico indica que los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios son alcistas, mientras que el ritmo subyacente de la expansión monetaria sigue siendo moderado. Los últimos datos económicos confirman que se mantiene el impulso positivo subyacente de la actividad económica de la zona del euro, aunque la incertidumbre sigue siendo elevada. La orientación actual de la política monetaria, muy acomodaticia, presta un fuerte apoyo a la actividad económica. Es fundamental que el reciente aumento de la inflación no dé lugar a presiones inflacionistas generalizadas a medio plazo. Resulta esencial mantener una extrema vigilancia a fin de contener los riesgos alcistas para la estabilidad de precios. En conjunto, el Consejo de Gobierno sigue dispuesto a actuar con firmeza y en el momento oportuno para garantizar que los riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio plazo no lleguen a materializarse. Es esencial que las expectativas de inflación continúen firmemente ancladas.

El Consejo de Gobierno decidió también continuar realizando las operaciones principales de financiación (OPF) y las operaciones de financiación especiales con plazo de un período de mantenimiento mediante procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena mientras sea necesario, y al menos hasta que finalice el sexto período de mantenimiento de 2011, el 12 de julio. Además, el Consejo de Gobierno decidió realizar las operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) a tres meses, que se adjudicarán el 27 de abril, el 25 de mayo y el 29 de junio de 2011, mediante procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena. Los tipos de interés de estas operaciones a tres meses se fijarán en la media de los tipos de interés de las OPF a lo largo de la respectiva OFPML.

Como se ha mencionado con anterioridad, la provisión de liquidez y las modalidades de adjudica-

ción se ajustarán cuando sea apropiado, teniendo en cuenta que todas las medidas no convencionales adoptadas durante el período de agudas tensiones en los mercados financieros son, por su propio diseño, de naturaleza temporal. En consecuencia, el Consejo de Gobierno continuará llevando a cabo un seguimiento muy atento de todos los factores en el futuro próximo.

En lo que se refiere al análisis económico, tras el crecimiento del 0,3% intertrimestral del PIB real de la zona del euro en el tercer y cuarto trimestres de 2010, los datos estadísticos recientes y los resultados de las últimas encuestas siguen confirmando el impulso positivo subyacente de la actividad económica de la zona del euro en los primeros meses de 2011. En cuanto al futuro, las exportaciones de la zona del euro deberían seguir viéndose respaldadas por la actual recuperación de la economía mundial. Al mismo tiempo, teniendo en cuenta el nivel relativamente alto de la confianza empresarial en la zona del euro, la demanda interna del sector privado debería contribuir en mayor medida al crecimiento, beneficiada por la orientación de la política monetaria, muy acomodaticia, y por las medidas adoptadas para mejorar el funcionamiento del sistema financiero. Sin embargo, se espera que el proceso de ajuste de los balances que se está produciendo en varios sectores modere en cierta medida la recuperación de la actividad.

Esta valoración también se refleja en las proyecciones macroeconómicas de marzo de 2011 elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, que estiman que el crecimiento interanual del PIB real se situará en un intervalo entre el 1,3% y el 2,1% en 2011, y entre el 0,8% y el 2,8% en 2012. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de diciembre de 2010 elaboradas por los expertos del Eurosistema, el límite inferior de estos intervalos se ha desplazado al alza, lo que refleja mejores perspectivas para la economía mundial —y, por tanto, para las exportaciones de la zona del euro—, así como para la demanda interna. Las proyecciones de marzo de 2011 elaboradas por los expertos del BCE están, en general, en consonancia con las previsiones de las instituciones internacionales.

De acuerdo con la valoración realizada por el Consejo de Gobierno, los riesgos para las perspectivas económicas están, en general, equilibrados, en un contexto de elevada incertidumbre. Por una parte, el crecimiento del comercio internacional podría continuar aumentando más rápidamente de lo esperado, lo que respaldaría las exportaciones de la zona del euro. Además, la fortaleza de la confianza empresarial podría prestar un apoyo mayor de lo esperado actualmente a la actividad económica interna de la zona del euro. Por otra parte, los riesgos a la baja están relacionados con las tensiones existentes en algunos segmentos de los mercados financieros y con su posible contagio a la economía real de la zona del euro; también están asociados con nuevos incrementos de los precios de las materias primas —particularmente en vista de la intensificación de las tensiones geopolíticas— y con las presiones proteccionistas y la posibilidad de una corrección desordenada de los desequilibrios mundiales.

En cuanto a la evolución de los precios, según la estimación preliminar de Eurostat, la tasa de inflación interanual de la zona del euro medida por el IAPC se situó en febrero de 2011 en el 2,4%, frente al 2,3% registrado en enero. Este incremento de las tasas de inflación en los primeros meses de 2011 refleja en gran medida el aumento de los precios de las materias primas. La presión procedente de los acusados incrementos de los precios de la energía y los alimentos también puede apreciarse en las primeras fases del proceso de producción. Es imprescindible que el alza de la inflación medida por el IAPC no produzca efectos de segunda vuelta y, por tanto, dé lugar a presiones inflacionistas generalizadas a medio plazo. Las expectativas de inflación a medio y largo plazo deben seguir firmemente ancladas en línea con el objetivo del Consejo de Gobierno de mantener las tasas de inflación en un nivel inferior, aunque próximo, al 2% a medio plazo.

Las proyecciones macroeconómicas de marzo de 2011 elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro prevén que la inflación interanual medida por el IAPC se sitúe entre el 2,0% y el 2,6% para 2011, y entre el 1,0% y el 2,4% para 2012. En comparación con las proyecciones ma-

croeconómicas de diciembre de 2010 de los expertos del Eurosistema, los intervalos de la inflación medida por el IAPC se han revisado al alza, fundamentalmente debido al considerable encarecimiento de la energía y los alimentos. Cabe señalar que las proyecciones se basan en los precios de los futuros de las materias primas registrados a mediados de febrero de 2011 y, por consiguiente, no tienen en cuenta los últimos incrementos del precio del petróleo. Asimismo, conviene subrayar que las proyecciones se basan en un escenario en el que se mantiene la evolución moderada de la fijación de precios y salarios.

Existen riesgos al alza para la evolución de los precios a medio plazo relacionados, en particular, con incrementos más elevados de lo esperado en los precios de las materias primas energéticas y no energéticas. Además, los impuestos indirectos y los precios administrados podrían registrar aumentos superiores a los esperados actualmente, debido a la necesidad de sanear las finanzas públicas en los próximos años. Por último, los riesgos también tienen relación con presiones más fuertes de lo esperado sobre los precios internos en el contexto de la actual recuperación de la actividad. El comportamiento de los agentes en la fijación de precios y salarios no debe llevar a que el alza de los precios de las materias primas resulte en efectos generalizados de segunda vuelta.

Por lo que concierne al análisis monetario, la tasa de crecimiento interanual de M3 descendió hasta el 1,5% en enero de 2011, desde el 1,7% registrado en diciembre de 2010, al tiempo que la tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado se elevó hasta el 2,4% en enero, desde el 1,9% registrado en diciembre. Al margen de los movimientos en determinados meses y los efectos generados por factores especiales, las tendencias constatadas en el crecimiento del agregado monetario amplio y de los préstamos confirman la valoración de que el ritmo subyacente de la expansión monetaria sigue siendo moderado, y de que las presiones inflacionistas a medio y a largo plazo deberían mantenerse contenidas. Al mismo tiempo, hasta el momento, el bajo nivel del crecimiento monetario y crediticio ha producido una dismi-

nución tan solo parcial de las grandes cantidades de liquidez monetaria acumulada en la economía con anterioridad al período de tensiones financieras. Dicha liquidez puede facilitar la acomodación de las presiones sobre los precios que actualmente están surgiendo en los mercados de materias primas como resultado de la fortaleza del crecimiento económico y de la amplitud de la liquidez a nivel mundial.

Considerando los componentes de M3, el crecimiento interanual de M1 siguió moderándose hasta el 3,2% en enero de 2011, como reflejo de la baja remuneración general de los depósitos a la vista. Al mismo tiempo, la pendiente positiva de la curva de rendimientos ha vuelto a aumentar ligeramente en los primeros meses del año, mostrando que el atractivo de los instrumentos a corto plazo incluidos en M3 continúa descendiendo en comparación con instrumentos a más largo plazo mejor remunerados no incluidos en M3.

Del lado de las contrapartidas, el incremento de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos bancarios concedidos al sector privado en enero fue reflejo del aumento del crédito a los hogares y a las sociedades no financieras. El crecimiento de los préstamos a las sociedades no financieras se hizo positivo, pasando del -0,2% registrado en diciembre al 0,4% en enero, mientras que el crecimiento de los préstamos a los hogares siguió aumentando, registrando un alza del 3,1%, en comparación con el 2,9% de diciembre. En conjunto, los préstamos al sector privado no financiero se han fortalecido gradualmente en los últimos trimestres, a medida que la recuperación económica ha ido cobrando impulso.

Asimismo, los datos más recientes confirman que los bancos han seguido incrementando sus préstamos a la economía de la zona del euro, al tiempo que han mantenido el tamaño total de sus balances prácticamente sin cambios. Resulta importante que las entidades sigan aumentando la provisión de crédito al sector privado, en un entorno de incremento de la demanda. Para responder a este reto, en los casos en que resulte necesario, es imprescindible que las entidades de crédito no distri-

buyan beneficios, recurran al mercado para reforzar sus bases de capital y aprovechen plenamente las medidas gubernamentales adoptadas para favorecer la recapitalización. En particular, las entidades que actualmente tienen un acceso limitado a la financiación en los mercados necesitan con urgencia ampliar su capital y mejorar su eficiencia.

En resumen, el Consejo de Gobierno decidió mantener sin variación los tipos de interés oficiales del BCE. La información disponible desde su reunión del 3 de febrero de 2011 indica un aumento de la inflación debido, en gran parte, al incremento de los precios de las materias primas. El análisis económico indica que los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios son alcistas, mientras que el contraste con los resultados del análisis monetario indica que el ritmo de expansión monetaria subyacente sigue siendo moderado. Los últimos datos económicos confirman que se mantiene el impulso positivo subyacente de la actividad económica de la zona del euro, aunque la incertidumbre sigue siendo elevada. La actual orientación marcadamente acomodaticia de la política monetaria supone un estímulo considerable para la actividad económica. Es fundamental que el reciente aumento de la inflación no dé lugar a presiones inflacionistas generalizadas a medio plazo. Resulta esencial mantener una extrema vigilancia a fin de contener los riesgos alcistas para la estabilidad de precios. En conjunto, el Consejo de Gobierno sigue dispuesto a actuar con firmeza y en el momento oportuno para garantizar que los riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio plazo no lleguen a materializarse. Es esencial que las expectativas de inflación continúen firmemente ancladas.

En lo que se refiere a las políticas fiscales, es imprescindible que todos los Gobiernos apliquen plenamente sus respectivos planes de consolidación fiscal en 2011. En los casos en que resulte necesario, deben aplicarse sin demora medidas correctoras adicionales, a fin de garantizar el progreso hacia la sostenibilidad presupuestaria. En los años posteriores a 2011, los países tendrán que especificar medidas ambiciosas y concretas de política en sus programas de ajuste plurianuales a fin de reforzar la credibilidad de sus objetivos de saneamiento

presupuestario, que consisten en garantizar una corrección rápida de los déficits excesivos y regresar a situaciones presupuestarias próximas al equilibrio o con superávit. Reforzar la confianza en la sostenibilidad de las finanzas públicas es crucial, puesto que reducirá las primas del riesgo de tipo de interés y mejorará las condiciones necesarias para un crecimiento sólido y sostenido.

Al mismo tiempo, para reforzar el potencial de crecimiento, la competitividad y la flexibilidad de la zona del euro, resulta crucial que se apliquen reformas estructurales sustanciales y de gran alcance. En el caso de los mercados de productos, conviene continuar aplicando políticas que fomenten, en particular, la competencia y la innovación. En el mercado de trabajo, la prioridad debe ser mejorar la flexibilidad salarial y los incentivos al trabajo, y suprimir las rigideces del mercado de trabajo.

La actual crisis de la deuda soberana en la zona del euro ha puesto de relieve la necesidad de una

reforma ambiciosa del marco de gobernanza económica de la zona del euro. El Consejo de Gobierno estima que las propuestas legislativas que ha presentado la Comisión Europea contribuyen en alguna medida a mejorar la vigilancia económica y presupuestaria de la zona del euro. No obstante, no llegan a constituir el salto cualitativo en la vigilancia de la zona del euro necesario para garantizar el buen funcionamiento de la Unión Económica y Monetaria. Tal y como se recoge en el dictamen del BCE de 17 de febrero de 2011 sobre dichas propuestas, para asegurar una verdadera efectividad del nuevo marco a largo plazo se necesitan requisitos más estrictos, más automatismo en los procedimientos y dirigir más la atención a los países más vulnerables que presenten pérdidas de competitividad.

La presente edición del Boletín Mensual contiene un artículo que presenta los elementos esenciales de la reforma de la gobernanza económica en la zona del euro.

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

La recuperación de la economía mundial se ha hecho cada vez más autosostenida desde finales de 2010, aunque persisten las divergencias en las pautas de crecimiento entre países y regiones. Al mismo tiempo, las presiones inflacionistas también están repuntando a escala mundial, estimuladas en particular por los precios más altos del petróleo y de las materias primas distintas del petróleo. Aunque las tasas de inflación siguen estando contenidas hasta ahora en las economías avanzadas, se ha producido un aumento gradual en el segundo semestre de 2010 y a principios de 2011. En las economías emergentes dinámicas e intensivas en energía, las tasas de inflación se han incrementado notablemente y, en algunos países, han comenzado a observarse presiones de recalentamiento.

I.1 EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

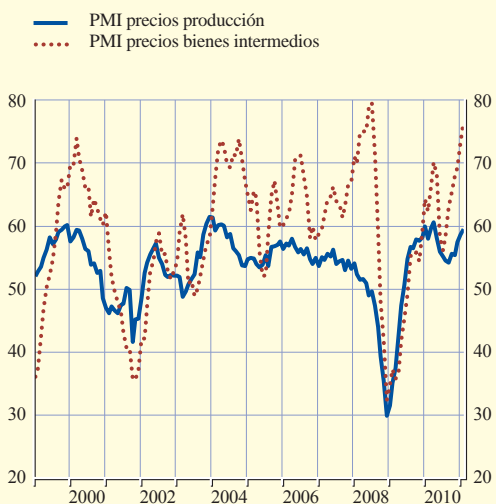
El crecimiento de la economía mundial cobró de nuevo impulso en el último trimestre del año pasado, tras cierta moderación transitoria del ritmo de recuperación en el tercer trimestre de 2010. Al mismo tiempo, los países y regiones presentan diferencias en cuanto a su posición cíclica y los últimos datos publicados sobre el PIB subrayan la desigual velocidad de recuperación de las distintas economías. En Estados Unidos, la recuperación continuó en el último trimestre de 2010, respaldada por el repunte de la demanda privada y el comercio. En Japón y Reino Unido, la actividad real se contrajo hacia finales de 2010, principalmente como consecuencia de la expiración de las medidas adoptadas por el Gobierno en Japón y de las desfavorables condiciones climatológicas imperantes en Reino Unido. En general, la necesidad de sanear en mayor medida los balances del sector privado, sumada a la debilidad de los mercados de trabajo, sigue siendo un lastre para el crecimiento de las economías avanzadas. Esta situación contrasta con la observada en las economías emergentes en rápido crecimiento, muchas de las cuales están funcionando casi a plena capacidad y están empezando a manifestarse ya presiones de recalentamiento en varios países. Pese a la retirada gradual de las políticas fiscales y monetarias de apoyo, las economías emergentes de Asia siguieron registrando un crecimiento dinámico en el cuarto trimestre de 2010, respaldadas por la solidez de la demanda interna y la inversión en capital fijo. En América Latina, debido al impacto decreciente de las medidas de estímulo y del ciclo de existencias, la dinámica de crecimiento ha avanzado a un ritmo más sostenible en el segundo semestre de 2010.

Los datos más recientes apuntan a que la recuperación económica es cada vez más generalizada, registrándose tasas de expansión más rápidas tanto en el sector manufacturero como en el sector servicios. La evidencia más reciente basada en los indicadores también muestra que la actividad económica a escala mundial siguió cobrando impulso en los dos primeros meses de 2011. El índice PMI global de producción de manufacturas y servicios aumentó hasta 59,5 en febrero (desde 58,7 en enero) y actualmente se sitúa en el nivel más alto registrado desde abril de 2010. Este repunte ha venido acompañado también de un incremento del componente de nuevos pedidos del índice PMI, lo que indica que las perspectivas de la actividad económica son favorables.

En consonancia con la actividad global, el crecimiento del comercio mundial repuntó durante el último trimestre de 2010. Según los últimos datos disponibles, el comercio mundial registró una expansión del 1,8%, en términos reales, en diciembre de 2010, en comparación con el mes anterior, tras registrar un incremento similar en noviembre. Este incremento refleja, en gran medida, el aumento de la demanda de importaciones de las economías emergentes, especialmente de China y de India. Los indicadores basados en las encuestas sugieren que la consolidación del impulso del comercio mundial ha continuado en 2011, habiéndose registrado otra expansión de los nuevos pedidos del índice PMI global en febrero. En el recuadro 1 se analiza la importancia de la zona del euro como destino de exportación.

Gráfico 1 PMI: sector manufacturero mundial

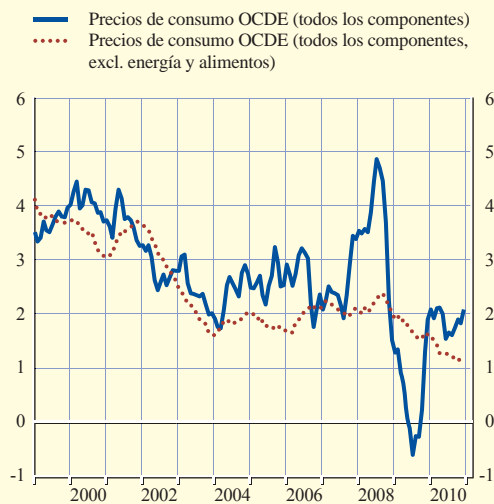
(datos mensuales; índice de difusión)



Fuente: Markit.

Gráfico 2 Evolución internacional de los precios

(datos mensuales; tasas de variación interanual)



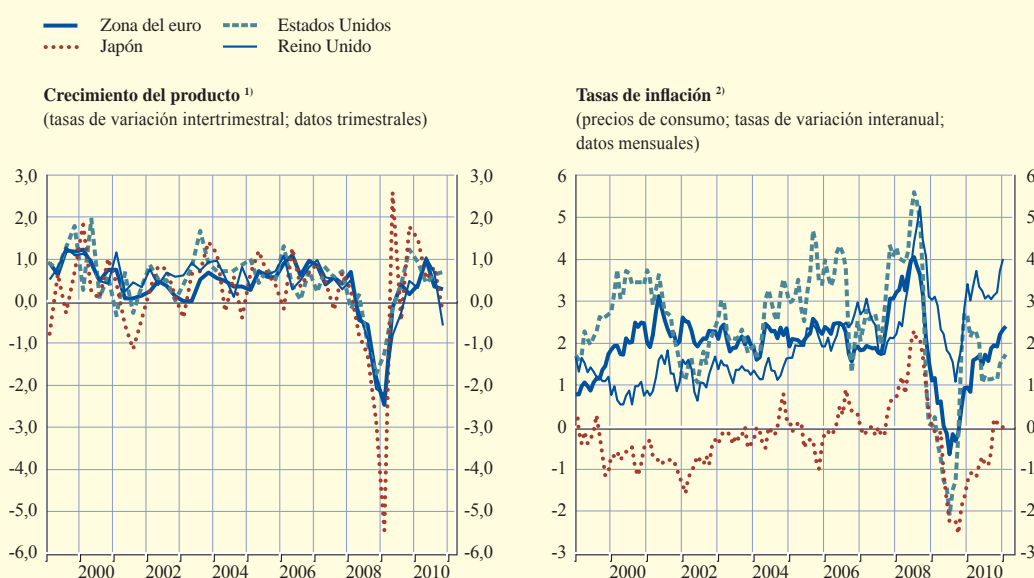
Fuente: OCDE.

A lo largo de 2010, el alza de los precios del petróleo y de las materias primas distintas del petróleo hizo que se intensificasen las presiones inflacionistas tanto en las economías avanzadas como en los mercados emergentes. No obstante, en consonancia con las divergencias en las pautas de crecimiento y las diferencias en las cestas de consumo, las tasas de inflación también han seguido trayectorias diferentes en cada país y región. En las economías avanzadas, las tasas de inflación aumentaron gradualmente en la segunda mitad de 2010 y a comienzos de 2011, pero hasta ahora siguen estando contenidas. Ello refleja la holgada capacidad productiva sin utilizar que aún persiste. No obstante, las presiones latentes han ido en aumento en los últimos meses, sobre todo en las primeras etapas de la producción, debido, en gran medida, al alza de los precios de las materias primas, como se observa en la evolución del índice PMI global de precios de los bienes intermedios del sector manufacturero, que alcanzó, en febrero de 2011, el nivel máximo de los dos últimos años y medio (véase gráfico 1). En el conjunto de la OCDE, la inflación interanual medida por los precios de consumo se elevó hasta el 2,1% en el año transcurrido hasta diciembre de 2010, desde el 1,8% registrado en noviembre. Excluidos la energía y los alimentos, los precios de consumo aumentaron un 1,2% en diciembre, sin variación con respecto a noviembre (véase gráfico 2). Por el contrario, en las economías emergentes dinámicas las tasas de inflación han aumentado como consecuencia del sólido crecimiento y del alza de los precios de las materias primas.

ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos, la recuperación económica continuó en el cuarto trimestre de 2010, tras la moderación del ritmo de crecimiento experimentada en torno a mediados del año. La segunda estimación publicada por la Oficina de Análisis Económico indica que el crecimiento intertrimestral del PIB real se situó en el 0,7% (2,8% en tasa anualizada) en el cuarto trimestre, frente al 0,6% y el 0,4% registrados, respectivamente, en los dos trimestres anteriores (véase gráfico 3). La expansión observada en el cuarto trimestre de 2010 refleja un ritmo más sólido de crecimiento del gasto en consumo y una contribución positiva del comercio, dado que las exportaciones siguieron creciendo y las importaciones se redujeron. También aumentó la inversión en bienes de equipo y *software*, aunque a un ritmo más lento que en tri-

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 Reino Unido se utilizan datos de Eurostat; para Estados Unidos y Japón, datos nacionales. Los datos del PIB se han desestacionalizado.
2) IAPC para la zona del euro y Reino Unido; IPC para Estados Unidos y Japón.

mestres anteriores. Por el contrario, la notable contribución negativa de la acumulación de existencias fue un lastre para el crecimiento. El papel cada vez más destacado de la demanda interna como factor subyacente de crecimiento —a diferencia de factores transitorios, como el impulso de la acumulación de existencias— podría ser una señal de que la recuperación se encamina hacia una trayectoria más autosostenida.

De cara al futuro, las perspectivas de crecimiento a corto plazo siguen siendo favorables, en un clima de mejora de la confianza empresarial y de los consumidores, condiciones de financiación cada vez más favorables y continuidad de las políticas monetarias y fiscales expansivas. Los datos de alta frecuencia correspondientes a los dos primeros meses de 2011 indican que continuará la mejora de la actividad económica. Con todo, las altas tasas de paro, la necesidad de seguir saneando los balances de los hogares y la persistente falta de dinamismo del mercado de trabajo siguen siendo un lastre para la recuperación. La atonía seguirá dominando, probablemente, durante algún tiempo la evolución de la actividad y los precios en el mercado de la vivienda, como consecuencia de la persistencia de elevadas tasas de morosidad hipotecaria y del exceso de oferta de viviendas. Se prevé que el conjunto de nuevas medidas fiscales anunciado en diciembre de 2010 —que incluye, entre otras cosas, una prórroga de las prestaciones por desempleo y de los anteriores recortes impositivos— respaldará las perspectivas de crecimiento en el corto plazo, aunque al mismo tiempo está haciendo que aumente la inquietud de los mercados respecto a la evolución de las finanzas públicas

Las presiones inflacionistas, pese a haberse intensificado algo recientemente, siguen estando en general contenidas. La inflación interanual, medida por el IPC, aumentó del 1,5% en diciembre al 1,6% en enero. El incremento de los precios de consumo siguió reflejando, principalmente, el impacto del alza de los precios de la energía y los alimentos. Excluyendo estos dos componentes, la inflación también

umentó en enero, hasta el 1%, lo que indica que la inflación subyacente podría haber dejado atrás sus valores mínimos. La evolución de los costes de la vivienda sigue afectando a la inflación general, ya que la inflación interanual medida por el IPC, excluida la vivienda, se situó en el 2,1% en enero. De cara al futuro, se prevé que la todavía holgada —aunque decreciente— capacidad productiva sin utilizar que registra la economía seguirá manteniendo bajas las presiones inflacionistas subyacentes.

En su comunicado del 26 de enero de 2011, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal señalaba que la recuperación económica continúa, aunque a un ritmo que ha resultado insuficiente para que se produzca una mejora significativa de la situación del mercado de trabajo. En un contexto de elevado desempleo y bajas tasas de inflación subyacente, el Comité siguió pronosticando que la situación económica probablemente justifique que el tipo de interés de los fondos federales se mantenga en niveles excepcionalmente bajos durante un período prolongado. Además, mantuvo su plan de adquisición de valores del Tesoro a más largo plazo por importe de 600 mm de dólares estadounidenses hasta finales del segundo trimestre de 2011, a fin de respaldar la recuperación económica.

JAPÓN

En Japón, tras el sólido crecimiento registrado en los tres primeros trimestres de 2010, la actividad económica se contrajo en el cuarto trimestre. Según una estimación provisional de la Oficina Económica del Gobierno, el PIB real se redujo un 0,3% en tasa intertrimestral en el cuarto trimestre de 2010, principalmente como resultado de una acusada caída del consumo personal tras la retirada de los incentivos para la adquisición de automóviles eficientes y el descenso de las ventas de cigarrillos a raíz de la subida de los precios del tabaco en octubre. Además, las exportaciones registraron una contracción en el cuarto trimestre. La caída del PIB en el cuarto trimestre fue menor de lo previsto, debido a la capacidad de resistencia de la inversión residencial y de capital y a la positiva contribución de las existencias. En conjunto, el PIB real se situó en 2010 un 3,9% por encima del nivel registrado un año antes, en parte como resultado de las medidas de estímulo fiscal y de los aumentos de la demanda externa. De cara al futuro, los indicadores de alta frecuencia más recientes apuntan a una mejora del clima económico y a un gradual fortalecimiento de la economía a partir de comienzos de 2011. Esta evolución está siendo impulsada por la aceleración de la actividad en el sector manufacturero y el crecimiento de la demanda externa, principalmente de las economías emergentes de Asia.

La inflación interanual, medida por el IPC, se mantuvo estable en enero, sin variación con respecto a diciembre. Excluidos los alimentos frescos, la inflación medida por el IPC se redujo un 0,2%, frente a un descenso del 0,4% en diciembre, mientras que si se excluyen la energía y los alimentos frescos, la caída es del 0,6%, frente a un descenso del 0,7% en diciembre. En conjunto, la inflación general ha estado determinada, en parte, por la evolución de los precios de las materias primas en los últimos meses. El 15 de febrero de 2011, el Banco de Japón decidió mantener sin variación, entre el 0,0% y el 0,1%, el objetivo fijado para los tipos de interés de los préstamos a un día sin garantía.

REINO UNIDO

En el Reino Unido la recuperación económica se interrumpió en el cuarto trimestre de 2010. Según estimaciones provisionales, el PIB real se redujo un 0,6% en el cuarto trimestre de 2010, tras crecer un 0,7% en el tercer trimestre y un 1,1% en el segundo (véase gráfico 3). Atribuido en parte al mal tiempo imperante en diciembre, el descenso del producto en el cuarto trimestre fue generalizado en todos los componentes del gasto. Los precios de la vivienda han mantenido su tendencia a la baja en los últimos trimestres, en un contexto de moderación de la demanda en el mercado de la vivienda. De cara al futuro, los ajustes de las existencias, las medidas de estímulo monetario, la demanda externa y la anterior depreciación de la libra esterlina deberían respaldar la actividad económica. No obstante, se prevé que el

crecimiento de la demanda interna seguirá estando limitado por las restrictivas condiciones de concesión de crédito, el ajuste de los balances de los hogares y las sustanciales restricciones presupuestarias.

La inflación medida por el IPC ha seguido siendo elevada en los últimos meses: en enero de 2011 ascendió hasta el 4%, desde el 3,7% de diciembre, principalmente como consecuencia de los efectos retardados de la depreciación de la libra esterlina, el incremento de los precios de las materias primas y el aumento del tipo impositivo del IVA en enero de 2011. De cara al futuro, estos factores probablemente seguirán ejerciendo presiones al alza sobre la inflación interanual medida por el IPC. En los últimos trimestres, el Comité de Política Monetaria del Bank of England ha mantenido en el 0,5% el tipo de interés oficial al que se remuneran las reservas de las entidades de crédito. El Comité también votó a favor de mantener el volumen de compras de activos financiadas mediante la emisión de reservas del banco central en 200 mm de libras esterlinas.

OTROS PAÍSES DE LA UE

En conjunto, la situación económica ha seguido mejorando en los últimos trimestres en los otros países de la UE no pertenecientes a la zona del euro, mientras que la inflación ha evolucionado de forma dispar. En el cuarto trimestre de 2010, el PIB real creció a una tasa intertrimestral del 1,2% en Suecia y se redujo un 0,4%, también en tasa intertrimestral, en Dinamarca. La recuperación parece ser especialmente vigorosa en Suecia, respaldada por la demanda externa y por el consumo interno en un contexto de fuerte crecimiento del empleo. En Dinamarca, la recuperación se interrumpió en el cuarto trimestre, ya que la demanda exterior neta frenó el crecimiento del PIB, mientras que el consumo privado siguió aumentando al 0,8%. Las tasas de inflación interanual se han mantenido, en general, estables en los últimos meses, alcanzando niveles del 1,4% en Suecia y del 2,6% en Dinamarca en enero de 2011.

La recuperación de la actividad económica en los países más grandes de la UE de Europa Central y Oriental ha cobrado nuevo impulso en los últimos trimestres, aunque el ritmo de crecimiento varía de unos países a otros. La recuperación ha venido impulsada, principalmente, por la demanda externa, mientras que la demanda interna se ha visto limitada por la frágil situación de los mercados de trabajo, el alza de los precios de las materias primas, la necesidad de desapalancamiento —especialmente, en el sector bancario— y por los efectos a corto plazo de la consolidación fiscal. En la República Checa, el PIB real se está recuperando de forma sostenida, habiendo registrado una expansión, en tasa intertrimestral, del 0,5% en el cuarto trimestre. En Hungría, el crecimiento del PIB real se situó en el 0,2% en el cuarto trimestre, aunque la recuperación sigue siendo un tanto frágil, debido a la incertidumbre que rodea a las políticas económicas del Gobierno. En Rumanía, el crecimiento del PIB real aumentó en el cuarto trimestre (0,1% en tasa intertrimestral). No obstante, la situación macroeconómica sigue siendo relativamente frágil en la medida en que el ajuste fiscal en curso deprime la demanda interna en el corto plazo. En Polonia, el PIB real prosiguió su expansión a una tasa intertrimestral del 0,8% en el cuarto trimestre. A diferencia de la mayoría de los otros países de la región, el crecimiento del producto en Polonia estuvo determinado, en gran medida, por la demanda interna, como consecuencia del aumento del consumo privado, respaldado por una situación más sólida del mercado de trabajo y por las medidas fiscales. De cara al futuro, los indicadores de corto plazo sugieren que la recuperación continuará probablemente en la mayoría de los países y que la demanda interna desempeñará un papel cada vez más destacado como factor determinante. La inflación ha repuntado en todos los países de la región en los últimos meses, como consecuencia del alza de los precios de la energía y de los alimentos. En la República Checa y Polonia, la inflación interanual medida por el IAPC se situó, respectivamente, en el 1,9% y en el 3,5% en enero. En Hungría, la inflación ha seguido fluctuando entre el 4% y el 5% en los últimos meses. En Rumanía, se ha mantenido en niveles elevados —7% en enero—, reflejando, en parte, el impacto de la subida del IVA introducida a mediados de 2010. De cara al futuro, es probable que la

inflación repunte de nuevo a medida que el alza de precios de las materias primas y los cambios en la fiscalidad se transmitan a los precios de consumo. Al mismo tiempo, la capacidad excedente de producción podría atenuar las presiones inflacionistas.

En los países más pequeños de la UE no pertenecientes a la zona del euro (Bulgaria, Letonia y Lituania), la actividad económica se está recuperando, debido a la solidez de la demanda externa y a la consiguiente recuperación de la producción industrial. Al mismo tiempo, la demanda interna sigue siendo relativamente moderada. De cara al futuro, se espera que continúe la recuperación económica, aunque la acusada debilidad del mercado de trabajo y las restrictivas condiciones de concesión de crédito seguirán lastrando la demanda interna. La inflación también ha aumentado en los últimos meses en estos países, situándose, en enero de 2011, en el 4,3% en Bulgaria, en el 3,5% en Letonia y en el 2,8% en Lituania.

OTROS PAÍSES EUROPEOS

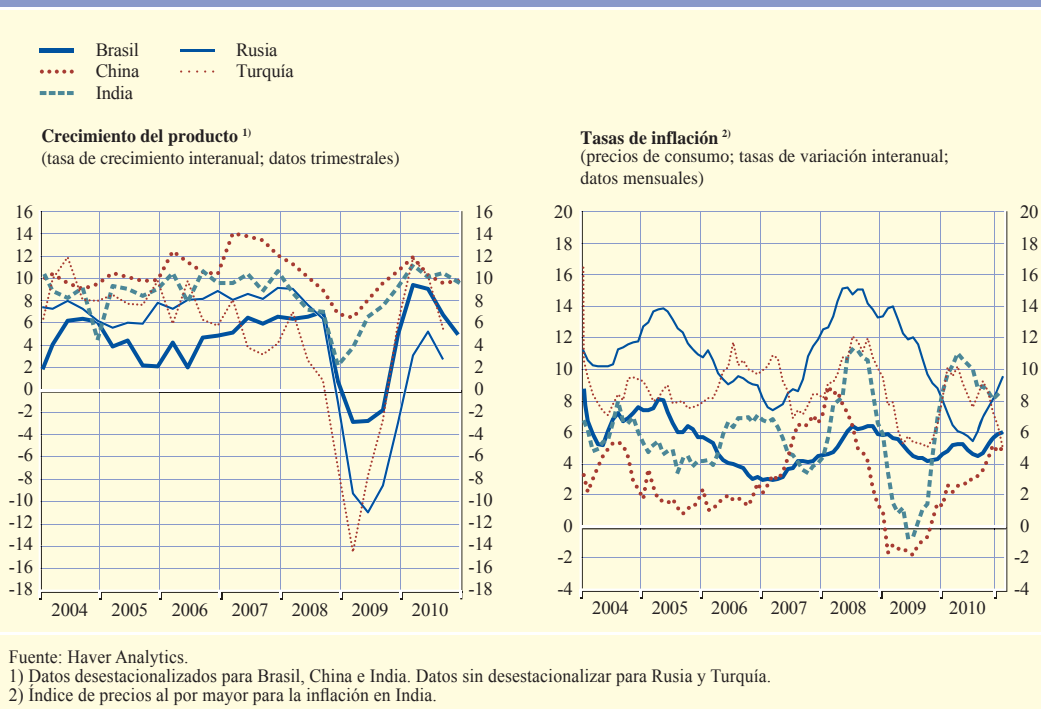
La economía turca creció con gran dinamismo en los tres primeros trimestres de 2010. El PIB creció alrededor de un 5,5%, en tasa interanual, en el tercer trimestre de 2010, respaldado por la demanda interna (véase gráfico 4). La información disponible confirma la continuación de esta tendencia en el último trimestre de 2010. La inflación interanual se situó en el 4,9% en enero de 2011, frente al 6,4% de diciembre. A finales de 2010 y comienzos de 2011, el banco central de la República de Turquía retiró las medidas de liquidez excepcionales y elevó las exigencias de reservas, al tiempo que, a fin de desincentivar la afluencia de capital a corto plazo, redujo el tipo *repo* a una semana del 7% al 6,25%. En general, las perspectivas de la economía turca siguen siendo positivas, como consecuencia de las medidas de estímulo monetario y fiscal y de la mejora de la demanda interna. No obstante, el aumento del déficit por cuenta corriente y la posibilidad de súbitos cambios de signo de las entradas de capital constituyen potenciales riesgos a la baja.

En Rusia, la recuperación de la actividad económica se interrumpió en el tercer trimestre de 2010 como resultado del negativo impacto de la excepcional ola de calor que afectó al país. No obstante, debido al carácter transitorio de esta perturbación, el crecimiento repuntó de nuevo hacia finales del año, como se desprende de los indicadores adelantados. Según estimaciones provisionales, el PIB real creció alrededor del 4% en 2010. La inflación interanual siguió aumentando y se situó en el 9,6% en enero de 2011, principalmente como consecuencia de la evolución de los precios de los alimentos, que han registrado un continuo aumento a raíz de la ola de calor. El Banco de Rusia elevó sus principales tipos de interés oficiales en 25 puntos básicos con efecto a partir del 28 de febrero. El tipo principal de financiación se incrementó hasta el 8%, mientras que el tipo de interés de sus operaciones de depósito se elevó hasta el 3%. Al mismo tiempo, el Banco de Rusia aumentó las exigencias de reservas por segundo mes consecutivo y amplió la banda de fluctuación de la moneda. De cara al futuro, por ser Rusia uno de los exportadores más importantes de petróleo y gas, el ritmo de la recuperación dependerá probablemente de la evolución de los precios de las materias primas.

ECONOMÍAS EMERGENTES DE ASIA

Las economías emergentes de Asia siguieron registrando una sólida actividad económica en el cuarto trimestre de 2010, con tasas de crecimiento interanual del PIB real ligeramente más altas que las observadas en el tercer trimestre en la mayoría de los países. Aunque se están retirando gradualmente las políticas fiscales y monetarias de estímulo, el crecimiento económico en la región se ha visto impulsado, principalmente, por el consumo privado y la inversión en capital fijo, ya que las fuertes entradas netas de capital, incluida la inversión directa extranjera, han sostenido la demanda interna. En promedio, la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento siguió siendo positiva en el cuarto trimestre, pero menor que en el primer semestre de 2010. Las tasas de inflación continúan siendo elevadas, en un entorno de aumento de

Gráfico 4 Evolución del producto y de la inflación en las principales economías emergentes



los precios de los alimentos y las materias primas y de solidez de la demanda interna. En consecuencia, la mayoría de los bancos centrales de la región han endurecido su política monetaria en los últimos meses.

En China, el PIB real creció a una tasa interanual del 10,3% en 2010, lo que indica la capacidad de resistencia de la economía ante la retirada de las medidas de estímulo a lo largo de 2010 (véase gráfico 4). El sólido crecimiento económico estuvo determinado, principalmente, por el dinamismo de la inversión y las favorables condiciones de la demanda externa. En el último trimestre de 2010, la inflación interanual medida por el IPC aumentó hasta el 4,7%, desde el 3,5% del tercer trimestre, elevando así la tasa para el conjunto del año hasta el 3,3% y sobrepasando el objetivo del 3%. Debido a que el invierno fue más frío de lo normal y a los preparativos de la fiesta del Año Nuevo Lunar, los precios de los alimentos han vuelto a repuntar desde finales de diciembre. Además, se prevé que los elevados precios de las materias primas y la abundante liquidez interna mantengan altas las presiones inflacionistas en los próximos meses. El Banco Central de la República Popular China ha seguido dando una orientación más restrictiva a la política monetaria desde comienzos de 2011. Por tercera vez desde octubre de 2010, se han elevado con efectos a partir del 9 de febrero los tipos de interés de referencia a un año de los depósitos y de los préstamos en 25 puntos básicos, hasta el 3% y el 6,06%, respectivamente. Asimismo, para evitar que continúe la especulación en el mercado inmobiliario, el 28 de enero de 2011 se introdujo un impuesto sobre la propiedad en algunas grandes ciudades, que se suma a las medidas administrativas encaminadas a encarecer el coste de los préstamos hipotecarios.

En Corea del Sur, el PIB real mantuvo su ritmo de crecimiento y aumentó a una tasa interanual del 4,9% en el cuarto trimestre de 2010, frente al 4,5% del tercer trimestre. En relación con el tercer trimestre, la mayor fortaleza de la demanda exterior neta y la resistencia sostenida del consumo privado fueron los principales factores que contribuyeron al crecimiento, mientras que la inversión en construcción experimentó una contracción. La inflación interanual medida por el IPC aumentó en enero de 2011 y se situó

en el 4,1%, cifra ligeramente superior a la banda del 2% al 4% fijada como objetivo por el Banco de Corea. Al mismo tiempo, el banco central elevó, por tercera vez desde julio de 2010, el tipo de interés oficial en 25 puntos básicos, hasta el 2,75%, el 13 de enero de 2011.

En India, la actividad económica siguió siendo dinámica, con una tasa de crecimiento interanual del PIB real del 9,7% en el último trimestre de 2010, frente al 10,5% del tercer trimestre. La inflación interanual medida por los precios al por mayor, la medida de la inflación que utiliza el Banco de Reserva de India, siguió siendo elevada, situándose en el 8,2% en enero. El Banco de Reserva de India siguió aplicando su estrategia de endurecimiento gradual de la política monetaria y elevó tanto el tipo *repo* inverso como el tipo *repo* en 25 puntos básicos, hasta el 5,50% y el 6,50%, respectivamente, el 27 de enero de 2011. Este es el séptimo aumento de los tipos de interés oficiales desde marzo de 2010.

El comportamiento económico de los países que integran la ASEAN-5 (Indonesia, Malasia, Filipinas, Singapur y Tailandia) siguió siendo dinámico en el último trimestre de 2010. En Indonesia, Malasia y Filipinas, el crecimiento económico en el cuarto trimestre estuvo determinado, principalmente, por el consumo privado, mientras que en Singapur y Tailandia se registró una fuerte contribución de la demanda exterior neta. Los tipos de interés oficiales se han elevado en los seis últimos meses en Indonesia y Tailandia.

Las perspectivas de las economías emergentes de Asia sugieren que se mantendrá el sólido impulso del crecimiento, acompañado de una robusta demanda interna. En este contexto, podrían suscitarse inquietudes por un posible recalentamiento, dado que se están cerrando las brechas de producción y se están intensificando las presiones inflacionistas. Por otro lado, cabe mencionar algunos posibles riesgos a la baja relacionados con la incertidumbre respecto a la demanda externa, un nuevo aumento de los precios de las materias primas y los efectos de los flujos de capital volátiles.

ORIENTE MEDIO Y ÁFRICA

El crecimiento económico en muchos países exportadores de petróleo de Oriente Medio y África experimentó una recuperación hasta niveles previos a la crisis en 2010, apoyado en la fuerte demanda de petróleo y en los elevados precios. Además, los niveles de deuda relativamente bajos y las abundantes reservas internacionales permitieron a los gobiernos mantener un notable respaldo fiscal, incluidos el gasto en infraestructuras y las medidas de apoyo a los sectores no petroleros. En el segundo semestre de 2010 aumentaron las presiones inflacionistas, pero las tasas de inflación se mantuvieron muy por debajo de los niveles observados antes de la crisis mundial.

En Arabia Saudita, los datos provisionales indican que el PIB real creció un 3,8% en 2010 y que el sector público no petrolero creció más rápidamente que el resto de la economía. A diferencia de otras economías emergentes, la inflación, medida por los precios de consumo, ha ido descendiendo lentamente en Arabia Saudita desde agosto de 2010 y registró un aumento del 5,7%, en tasa interanual, en el cuarto trimestre de 2010. En enero de 2011 descendió de nuevo hasta el 5,3%.

En 2010, el crecimiento del PIB también repuntó en los países de la región no exportadores de petróleo. El aumento de la demanda y de los precios de las materias primas (distintas del petróleo), sumado a las políticas fiscales y monetarias acomodaticias, contribuyó a la recuperación. Aunque los precios de consumo aumentaron ligeramente en la mayoría de estos países en el cuarto trimestre de 2010, la evolución de la inflación sigue siendo moderada.

Se prevé que los sólidos resultados económicos obtenidos por la mayoría de los países de Oriente Medio y África en 2010 se mantengan, respaldados por el dinamismo de la demanda y los elevados precios

mundiales de las materias primas. No obstante, las tensiones geopolíticas que afectan a la región se han traducido en un aumento de la incertidumbre y de los riesgos a la baja para las perspectivas económicas. Un desafío adicional para los países no exportadores de petróleo es el relacionado con la posibilidad de que el considerable alza de los precios mundiales de la energía y los alimentos en los últimos meses se traduzca en tasas de inflación más altas o en un deterioro de los saldos presupuestarios, habida cuenta de los planes de subvenciones vigentes en esos países.

AMÉRICA LATINA

Tras registrar una sólida expansión en el primer semestre de 2010, los indicadores de alta frecuencia sugieren que la actividad económica en América Latina se moderó y creció a un ritmo más sostenible en el segundo semestre del año. La moderación del crecimiento se debió, principalmente, a la gradual retirada de las medidas de estímulo y a una normalización del ciclo mundial de existencias. Al mismo tiempo, las presiones inflacionistas se han intensificado en toda la región.

En México, el PIB real creció a una tasa interanual del 4,4% en el cuarto trimestre de 2010, frente al 5,3% del tercer trimestre. La inflación interanual, medida por los precios de consumo, fue más alta que en los trimestres anteriores, situándose en el 4,3% en el cuarto trimestre. En Argentina, la actividad económica sigue registrando un sólido crecimiento, respaldado por la fuerte demanda proveniente de Brasil, el mantenimiento de las políticas acomodaticias y el dinamismo de los precios de las materias primas. Como resultado, la producción industrial siguió creciendo rápidamente en el cuarto trimestre de 2010 (10,6% por encima del nivel observado un año antes). La inflación interanual media, medida por el IPC, se situó en el 11,1% en el cuarto trimestre de 2010, sin variación con respecto al trimestre anterior.

En Brasil, el comportamiento económico en el primer semestre de 2010 fue dinámico, contribuyendo la demanda interna sostenida a las tensiones en el mercado de trabajo y a un aumento del déficit por cuenta corriente. Sin embargo, en el segundo semestre del año la actividad económica mostró señales de desaceleración. Como resultado, en el cuarto trimestre la tasa media de crecimiento de la producción industrial —3,5% en tasa interanual— fue significativamente más baja que en los dos trimestres anteriores (8,1% en el tercero y 14,2% en el segundo). La inflación interanual en Brasil aumentó hasta el 5,5% en el cuarto trimestre, desde el 4,5% observado en el tercer trimestre.

En conjunto, la actividad económica en América Latina registró una rápida expansión en 2010. De cara al futuro, se prevé que se normalice a medida que se retiren gradualmente las políticas acomodaticias. Al mismo tiempo, se espera que los elevados precios agrícolas y las favorables condiciones de financiación externa continúen respaldando la dinámica de crecimiento.

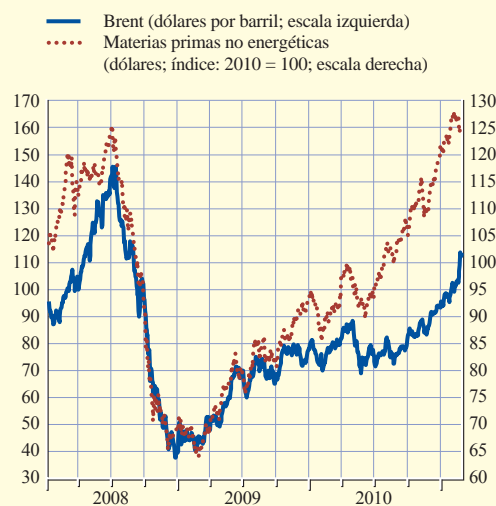
1.2 MERCADOS DE MATERIAS PRIMAS

Los precios del petróleo han aumentado sustancialmente en los tres últimos meses, continuando así la tendencia alcista que se inició en septiembre de 2010 (véase gráfico 5). El 2 de marzo, el precio del barril de Brent se situaba en 113,6 dólares estadounidenses, es decir, un 45% y un 22% por encima del nivel observado a comienzos de 2010 y de 2011, respectivamente. De cara al futuro, los participantes en el mercado prevén precios ligeramente más bajos en el medio plazo, y los futuros con entrega en diciembre de 2012 se negocian actualmente a 111 dólares estadounidenses el barril.

En los tres últimos meses, los precios del petróleo se han sostenido gracias a la solidez de las variables fundamentales por el lado de la demanda y a la incertidumbre que rodea a las perspectivas de abasteci-

miento en el futuro. Por lo que respecta a la demanda, la Agencia Internacional de la Energía ha revisado al alza, repetidas veces, sus estimaciones de la demanda de petróleo para 2010 y 2011, basándose, en la mayoría de los casos, en supuestos de un mayor crecimiento económico mundial. Por el lado de la oferta, los productores no reaccionaron con rapidez ante la subida de los precios: concretamente, la OPEP no aumentó sus cuotas de producción durante la reunión que celebró en diciembre, a pesar de la holgada capacidad excedente de producción. Además, la agitación política en la región de Oriente Medio y Norte de África generó preocupación por la posibilidad de que la seguridad del abastecimiento se vea amenazada por factores geopolíticos, lo que presionó aún más al alza sobre los precios del petróleo. La situación actual presenta similitudes con la de 2008, pero el elevado nivel de existencias y la posibilidad de incrementar sustancialmente la producción en los países de la OPEP deberían servir, en cierto modo, de amortiguador frente a nuevos y significativos incrementos de los precios.

Gráfico 5 Evolución de los precios de las materias primas



Fuentes: Bloomberg y HWWI.

Los precios de las materias primas no energéticas también han registrado pronunciados aumentos en los últimos meses, estimulados principalmente por los precios de los alimentos, y se sitúan ahora aproximadamente al mismo nivel del máximo alcanzado en 2008. En un contexto de fuerte demanda, las adversas condiciones meteorológicas dieron lugar a una revisión a la baja de las estimaciones de producción en América del Norte y Australia, que se tradujo en presiones alcistas sobre los precios del trigo y del maíz. Los precios de los metales también se han incrementado en los tres últimos meses, impulsados, en particular, por el cobre. En cifras agregadas, el índice de precios de las materias primas no energéticas (denominado en dólares estadounidenses) se situaba, a finales de febrero, un 35% por encima del nivel observado a comienzos de 2010 y un 3% por encima del nivel de comienzos de 2011.

1.3 TIPOS DE CAMBIO

TIPO DE CAMBIO EFECTIVO DEL EURO

El euro experimentó oscilaciones más bien amplias en términos efectivos nominales en 2010 y a comienzos de 2011. Se apreció desde mediados de 2010 hasta principios de noviembre de 2010, recuperando gran parte de las pérdidas de comienzos de 2010. Tras una nueva depreciación en diciembre de 2010, cerró el año aproximadamente un 8% por debajo de la media de 2009 (véase gráfico 6). El 2 de marzo, el euro cotizaba, en términos efectivos nominales, medido frente a las monedas de 20 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro, un 1,9% por encima del nivel de finales de noviembre de 2010 y un 0,6% por debajo de la media de ese año.

Las fluctuaciones del tipo de cambio del euro en 2010 parecen haber estado determinadas, en gran medida, por los cambios de actitud de los mercados respecto a las perspectivas fiscales y económicas de

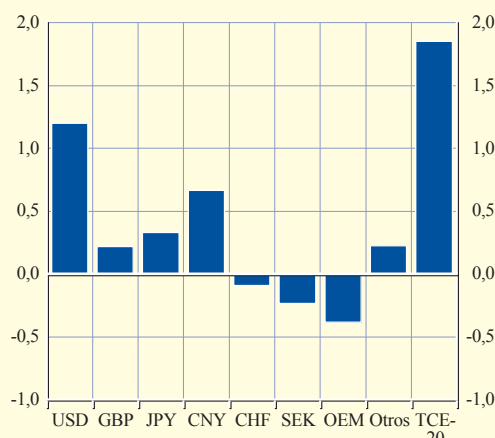
Gráfico 6 Tipo de cambio efectivo del euro (TCE-20) y sus componentes¹⁾

(datos diarios)

Índice: I 1999 = 100



Contribuciones a las variaciones del TCE-20²⁾
Del 30 de noviembre de 2010 al 2 de marzo de 2011
(en puntos porcentuales)



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 aplicando a este índice las correspondientes ponderaciones basadas en el comercio.

algunos países de la zona del euro y al vigor de la recuperación económica mundial en relación con la zona del euro. La apreciación de la moneda única entre junio y principios de noviembre parece haber estado asociada a una moderación de la inquietud de los mercados al explicarse los detalles de los mecanismos institucionales establecidos para hacer frente a los problemas financieros de algunos países de

Cuadro I Evolución del tipo de cambio del euro¹⁾

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

	Ponderación en el TCE-20	Nivel al 2 de marzo de 2011	Apreciación (+)/depreciación (-) del euro al 2 de marzo de 2011		
			desde:		en comparación con:
			30 de noviembre de 2010	1 de enero de 2010	media de 2010
Dólar estadounidense	19,4	1,38	6,2	-4,0	4,2
Libra esterlina	17,8	0,848	1,2	-4,9	-1,2
Renminbi chino	13,6	9,08	4,7	-7,6	1,2
Yen japonés	8,3	113,3	4,0	-15,2	-2,5
Franco suizo	6,4	1,28	-1,5	-13,9	-7,3
Zloty polaco	4,9	3,98	-2,1	-2,9	-0,3
Corona sueca	4,9	8,73	-4,8	-14,3	-8,4
Corona checa	4,1	24,29	-2,5	-7,6	-3,9
Won coreano	3,9	1.554,74	2,9	-6,5	1,5
Forint húngaro	3,1	271,28	-4,5	0,5	-1,5
TCEN ²⁾		103,9	1,9	-7,1	-0,6

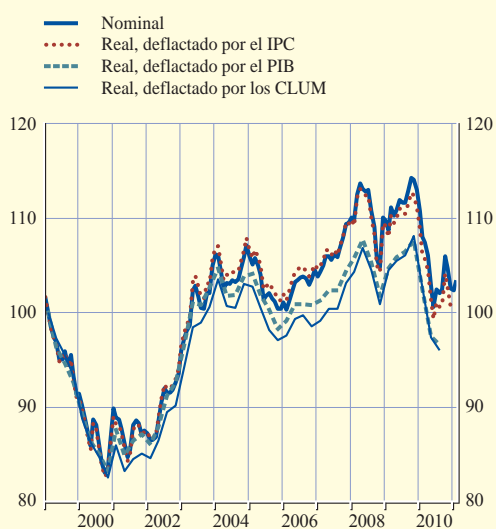
Fuente: BCE.

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).

Gráfico 7 Tipos de cambio efectivos nominal y real del euro (TCE-20)¹⁾

(datos mensuales/trimestrales; índice: 1 1999 = 100)



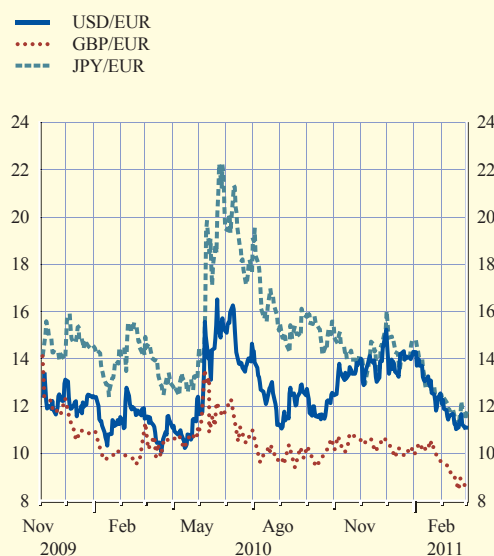
Fuente: BCE.

1) Un aumento de los índices de los TCE-20 supone una apreciación del euro. Las observaciones mensuales más recientes corresponden a febrero de 2011. En el caso de los TCE-20 reales basados en el PIB y en los CLUM, la última observación, basada en parte en estimaciones, corresponde al tercer trimestre de 2010.

Gráfico 8 Evolución de los tipos de cambio y volatilidades implícitas

(datos diarios)

Volatilidades implícitas del tipo de cambio (a tres meses)



Fuente: Bloomberg.

la zona del euro. Por el contrario, su depreciación en los dos últimos meses de 2010 parece guardar relación, en parte, con la renovada aversión al riesgo provocada por la mayor preocupación respecto a las perspectivas fiscales de esos países. En los tres últimos meses, la apreciación del euro en términos efectivos nominales fue resultado, principalmente, de su fortalecimiento frente al dólar estadounidense y las principales monedas asiáticas. Este fortalecimiento del euro solo se contrarrestó, en parte, con su depreciación frente a la corona sueca, la corona noruega y el franco suizo, así como frente al forint húngaro, el zloty polaco y la corona checa (véase cuadro 1). La volatilidad implícita de los tipos de cambio bilaterales del euro frente a otras monedas importantes (el dólar estadounidense, la libra esterlina y el yen japonés) se ha reducido desde finales de noviembre de 2010, tanto en los horizontes de corto plazo como en los de largo plazo, lo que indica una disminución de la incertidumbre en los mercados de divisas. No obstante, a finales de febrero de 2011, la volatilidad comenzó a aumentar de nuevo, en consonancia con el aumento general de la incertidumbre en los mercados como consecuencia de las tensiones geopolíticas imperantes en el norte de África (véase gráfico 8).

Por lo que respecta a los indicadores de competitividad internacional en términos de precios y costes de la zona del euro, en febrero de 2011, el tipo de cambio efectivo real del euro, basado en los precios de consumo (medido frente a las monedas de 20 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro) se situaba un 1,8% por debajo de la media de 2010 (véase gráfico 7). Esta depreciación en términos efectivos reales se debió tanto a la depreciación nominal del euro como al hecho de que la inflación medida por los precios de consumo fuese más baja en la zona del euro que en los países con los que comercia la zona.

TIPOS DE CAMBIO BILATERALES

El tipo de cambio del euro ha mostrado amplias oscilaciones desde mediados de 2010. Tras apreciarse significativamente frente al dólar estadounidense entre mediados de junio y principios de noviembre, se depreció de nuevo hasta comienzos de enero, pero en marzo de 2011 había recuperado ya la mayor parte del terreno perdido. La apreciación del euro entre junio y principios de noviembre de 2010 se vio respaldada por la atenuación de las preocupaciones respecto a la sostenibilidad de las finanzas públicas en algunos Estados miembros de la zona del euro y por la publicación de datos económicos más desfavorables de lo previsto sobre la economía estadounidense en relación con la zona del euro. El episodio de depreciación de finales de 2010 guardó relación, posiblemente, entre otros factores, con la renovada inquietud respecto a la sostenibilidad de las finanzas públicas en algunos Estados miembros de la zona. El tipo de cambio del euro frente al dólar estadounidense también se vio afectado por los movimientos de los diferenciales de tipos de interés relativos, que favorecieron ampliamente al euro, especialmente al final del período considerado. En conjunto, desde el 30 de noviembre de 2010 hasta el 2 de marzo de 2011, el euro se apreció un 6,2% frente al dólar, cotizando un 4,2% por encima de la media de 2010 (véanse gráfico 6 y cuadro 1).

Durante los tres primeros trimestres de 2010, el euro siguió depreciándose frente al yen japonés, revirtiendo por completo la apreciación registrada en 2009 y situándose en un nivel observado por última vez a mediados de 2001. Después, tras una acusada apreciación a mediados de septiembre, el euro se mantuvo prácticamente estable frente a la moneda japonesa. La información obtenida a partir de los precios de las opciones sobre divisas indica que, en el segundo semestre de 2010, las expectativas de los mercados pasaron progresivamente de una orientación negativa hacia el euro a un territorio más neutral. El tipo de cambio del euro frente al yen ha sido, en general, sensible a los movimientos de los diferenciales de tipos de interés entre la zona del euro y Japón, así como a las percepciones de los mercados respecto al riesgo en los mercados financieros mundiales, ya que la moneda japonesa goza de amplia consideración en los mercados como moneda refugio para la inversión en tiempos de incertidumbre. El 2 de marzo, el euro cotizaba a 113,3 yenes, un 4% por encima del nivel de finales de noviembre y un 2,5% por debajo de la media de 2010.

Desde mediados de 2010, las monedas que participan en el MTC II se han mantenido prácticamente estables frente al euro, cotizando al tipo de cambio correspondiente a las respectivas paridades centrales o en torno a dichas paridades. El *lats* letón se mantuvo durante todo el año 2010 en la zona débil de la banda de fluctuación de $\pm 1\%$ establecida unilateralmente, pero se desplazó acercándose a la paridad central a principios de 2011 y, a partir de entonces, ha fluctuado en torno a esa paridad.

Por lo que respecta a otras monedas, el euro ha fluctuado sin mostrar una tendencia clara frente a la libra esterlina desde mediados de 2010. El 2 de marzo, el euro cotizaba a 0,85 libras esterlinas, un 1,2% por encima del nivel de finales de noviembre (véase cuadro 1). La moneda única también ha experimentado oscilaciones frente al franco suizo desde mediados de 2010: registró un mínimo histórico a comienzos de 2011, recuperó parte del terreno perdido posteriormente, pero volvió a perderlo a partir de la primera semana de febrero, cotizando, el 2 de marzo, en torno a un 1,5% por debajo del nivel de finales de noviembre de 2010. La reciente depreciación corresponde a un aumento de la incertidumbre en los mercados como consecuencia de las tensiones geopolíticas, ya que la moneda suiza tiende a beneficiarse del comportamiento de los inversores internacionales que buscan activos más seguros. Durante el período considerado, los tipos de cambio bilaterales del euro frente al renminbi chino y el dólar de Hong Kong se apreciaron en consonancia con la evolución del tipo de cambio del euro frente al dólar estadounidense. Durante este período, los movimientos del tipo de cambio del euro frente a las principales monedas de países productores de materias primas fueron desiguales: el euro mantuvo la tendencia a la

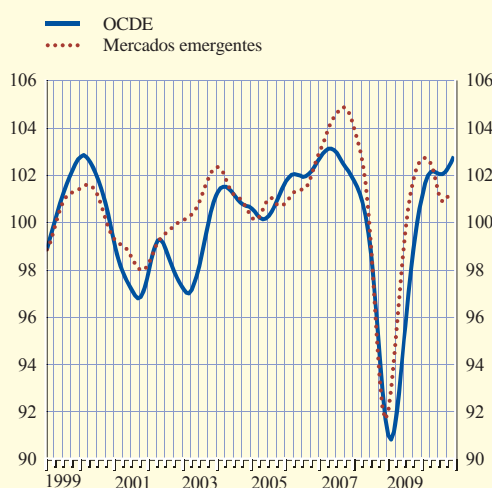
baja de los dos últimos años frente al dólar australiano hasta finales de 2010, pero se apreció posteriormente, cotizando el 2 de marzo en un nivel cercano al observado a finales de noviembre, mientras que osciló sin mostrar una tendencia clara frente al dólar canadiense, cotizando el 2 de marzo un 1,1% por encima del nivel de finales de noviembre.

1.4 PERSPECTIVAS DEL ENTORNO EXTERIOR

De cara al futuro, se prevé que el crecimiento mundial se afiance de forma sostenida, respaldado, entre otros factores, por una mayor normalización de la situación financiera, en un entorno de condiciones monetarias acomodaticias. Esta previsión es coherente con los indicadores más recientes, que sugieren que la economía mundial continuará su expansión en el corto plazo. En diciembre de 2010, el indicador sintético adelantado de la OCDE siguió aumentando, lo que indica que se mantendrá el impulso del crecimiento en el primer semestre de 2011 (véase gráfico 9). El indicador adelantado de la *Conference Board*, que apunta a una recuperación más sostenida en Estados Unidos, confirma también estas perspectivas más favorables a corto plazo. En este contexto, las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE prevén unas perspectivas de crecimiento mundial más favorables en 2011 que en diciembre de 2010, mientras que la proyección del crecimiento mundial para 2012 se mantiene prácticamente sin variación. Estas previsiones son coherentes con las proyecciones del FMI en sus perspectivas de la economía mundial revisadas. Basándose en la evolución esperada de los precios de las materias primas, se prevé que la inflación mundial alcance un máximo en el primer semestre de 2011 y que posteriormente retroceda durante el resto del año. Los riesgos para la actividad mundial están prácticamente equilibrados y la incertidumbre sigue siendo elevada. Por un lado, el comercio podría seguir creciendo con más rapidez de la esperada. Por otro lado, siguen preocupando las tensiones en algunos segmentos de los mercados financieros, los nuevos aumentos de los precios del petróleo y de otras materias primas, las presiones proteccionistas y la posibilidad de que se produzca una corrección desordenada de los desequilibrios mundiales.

Gráfico 9 Indicadores sintéticos adelantados de la OCDE

(datos mensuales; ajustados a la amplitud del ciclo)



Fuente: OCDE.

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

Recuadro 1

IMPORTANCIA DE LA ZONA DEL EURO COMO DESTINO DE EXPORTACIÓN

La zona del euro es el principal importador de la economía mundial y concentra alrededor del 15% de las importaciones mundiales (excluido el comercio entre países de la zona)¹. A continuación se analiza cómo varía la importancia de la zona del euro como destino de exportación entre los distintos socios comerciales.

¹ Porcentaje calculado para el período 1999-2009.

El análisis se basa en un indicador simple, a saber, las exportaciones nominales de los respectivos socios comerciales a la zona del euro divididas por su propio PIB. Esta estadística puede considerarse como una tosca medida aproximativa del grado de exposición de un país exportador dado a la evolución económica de la zona del euro a través de lo que se conoce como el «canal del comercio» de la transmisión internacional de las perturbaciones. Para hacerse una idea más exacta, la medida general puede descomponerse en: i) la proporción de las exportaciones totales de un país que representan las exportaciones destinadas a la zona del euro, y ii) la proporción de las exportaciones totales con respecto al PIB. El indicador general puede obtenerse multiplicando estos dos componentes. Es importante tener en cuenta el segundo componente, ya que recoge el tamaño del sector exportador en toda su magnitud. Si esta es muy pequeña, un incremento de las exportaciones a la zona del euro se sentirá principalmente en dicho sector, mientras que tendrá un impacto limitado en el conjunto de la economía del país exportador.

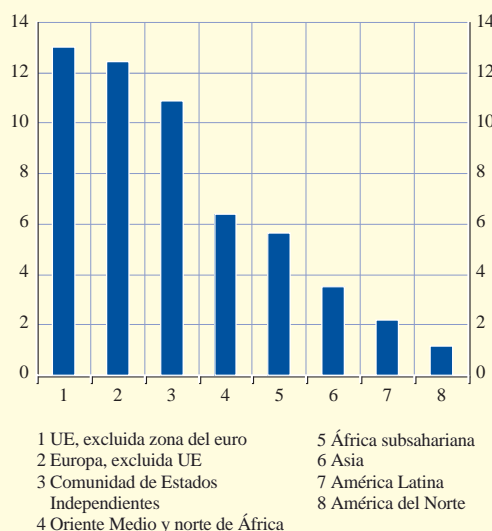
No obstante, hay que tener presentes algunas matizaciones. Lo más importante es que el indicador debe considerarse meramente como una aproximación de la dependencia de las exportaciones de un país frente a la zona del euro. Es probable que otras características específicas del país en cuestión, como la movilidad de los factores y las elasticidades-precio, amplifiquen o reduzcan el impacto de los impulsos de la demanda proveniente de la zona del euro. Además, la composición por productos de las exportaciones de un país es relevante, dado que algunos bienes (por ejemplo, los de consumo duradero y los bienes de inversión) son más sensibles que otros (como los bienes de consumo no duradero) a los cambios en la situación económica, y también influye el contenido en importaciones de los bienes de exportación.

Variación entre los distintos socios comerciales

La dependencia de las exportaciones frente a la zona del euro varía notablemente entre los posibles socios comerciales, observándose una fuerte concentración regional. Por lo que respecta al comercio de bienes, en el período comprendido entre 2005 y 2009 las exportaciones a la zona del euro procedentes de otros países se situaron, en porcentaje del PIB nacional, entre el 0% y el 43,6%, correspondiendo esta última cifra a la República Checa. Conforme a lo previsto, la dependencia de las exportaciones se halla fuertemente concentrada en las economías que presentan una gran proximidad geográfica a la zona del euro. De hecho, los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro son los que muestran una mayor exposición frente a la zona del euro en su conjunto, seguidos por los países de Europa que no pertenecen a la UE (véase gráfico A)². Esa dependencia disminuye, en general, a medida que aumenta la distancia. Es de destacar que Estados Unidos y Canadá muestran un grado de dependencia muy bajo, debido principalmente al hecho de que Estados Unidos es una economía relativamente cerrada, pero tam-

Gráfico A Dependencia de las exportaciones de los distintos socios comerciales frente a la zona del euro

(porcentajes del PIB)



2 Los Estados miembros de la UE más pequeños tienden a ser más dependientes de las exportaciones a la zona del euro que los más grandes, debido sobre todo a su apertura al comercio.

Fuentes: Naciones Unidas (Comtrade), FMI (WEO) y cálculos de los expertos del BCE.

Nota: Los agregados geográficos se han ponderado por el PIB. El período de referencia es 2005-2009.

bién a que el peso relativo de la zona del euro en las exportaciones de América del Norte es más bien escaso. De hecho, la fuerte correlación negativa que existe entre distancia bilateral y dependencia de las exportaciones frente a la zona del euro es plenamente coherente con las predicciones teóricas respecto al comercio exterior. Intuitivamente, cuanto mayor es la distancia, mayores son los costes comerciales. Por consiguiente, ceteris paribus, los compradores del país importador dedicarán una menor proporción de su gasto a bienes provenientes de economías geográficamente lejanas.

Evolución a lo largo del tiempo

En general, la dependencia, con respecto a la zona del euro, de las exportaciones de los países no pertenecientes a la zona ha aumentado moderadamente desde finales de la década de los noventa. La media entre países ponderada por el PIB aumentó desde el 3,5% en el período comprendido entre 1995 y 1999 hasta el 4,3% en el período que va de 2005 a 2009. Es interesante señalar que dicho aumento oculta la interacción de dos fuerzas compensatorias. Por una parte, los socios comerciales no pertenecientes a la zona del euro tienden a exportar actualmente a la zona del euro una fracción de sus exportaciones totales ligeramente menor que en el pasado, debido principalmente al aumento de sus exportaciones a mercados emergentes. Por otro lado, este efecto se ha compensado con creces con un acusado incremento de la ratio de exportaciones con respecto al PIB tras la integración de los mercados mundiales de bienes y las estrategias de crecimiento basadas en las exportaciones adoptadas por muchas economías emergentes. Los mayores aumentos de dependencia de las exportaciones frente a la zona del euro se observaron en China y en los países de Europa Central y Oriental.

El papel del comercio de servicios

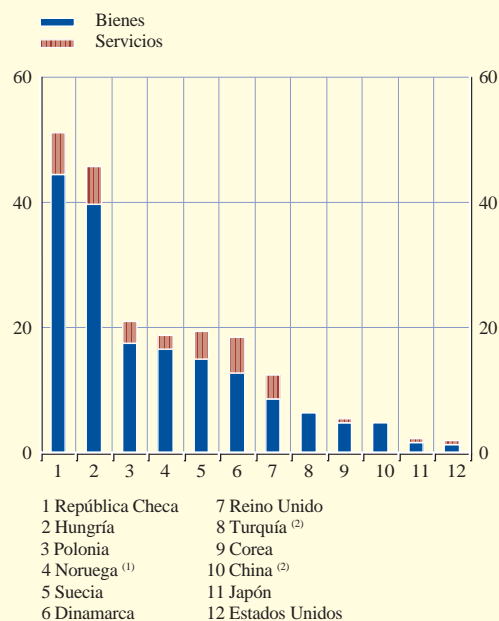
Si bien el análisis se ha concentrado hasta ahora en las exportaciones de bienes, los datos disponibles sugieren que la inclusión de las exportaciones de servicios no altera significativamente la clasificación de los países en función de la dependencia de sus exportaciones frente a la zona del euro (véase gráfico B), lo que no debería sorprendernos, ya que, según estimaciones de la OCDE, los servicios representan alrededor de una quinta parte del comercio mundial. Además, al igual que ocurre con el comercio de bienes, el comercio de servicios presenta un fuerte sesgo regional, debido a los costes implícitos que supone la distancia (como las diferencias de sistema jurídico, idioma, etc.).

Conclusión

En su calidad de primer importador de la economía mundial, la zona del euro es un importante mercado de exportación para muchos de los países con los que comercia. La dependencia de las exportaciones frente a la zona del

Gráfico B Dependencia de las exportaciones frente a la zona del euro, incluidas las exportaciones de servicios de algunas economías

(porcentajes del PIB)



Fuentes: Naciones Unidas (Comtrade), OCDE (Estadísticas sobre comercio internacional de servicios) y cálculos de los expertos del BCE. El período de referencia es 2008, debido a las limitaciones de los datos.

1) Noruega: datos correspondientes a 2007.

2) China y Turquía: no se declaran datos sobre servicios.

euro, habida cuenta también del tamaño del sector exportador en su conjunto, es máxima en los países con mayor proximidad geográfica a la zona. Por consiguiente, estos países son los que más pueden beneficiarse de un aumento de la demanda de la zona del euro.

2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

2.1 DINERO Y CRÉDITO DE LAS IFM

Si se considera más allá del impacto de factores especiales en los últimos meses, los datos monetarios disponibles hasta enero de 2011 siguen apuntando a una recuperación gradual de las tasas de crecimiento interanual de M3 y de los préstamos de las IFM al sector privado. Por el momento, esta recuperación se caracteriza por reducidas tasas de crecimiento y no altera la valoración de que el ritmo de expansión monetaria subyacente es moderado y de que las presiones inflacionistas a medio y largo plazo permanecen contenidas. Por sectores, la evolución de los préstamos al sector privado confirma una recuperación progresiva de los préstamos a las sociedades no financieras, cuya tasa de crecimiento interanual registró niveles positivos en enero de 2011 por primera vez desde el tercer trimestre de 2009. El crecimiento interanual de los préstamos a los hogares se mantuvo controlado, en términos generales, en las tasas positivas registradas previamente.

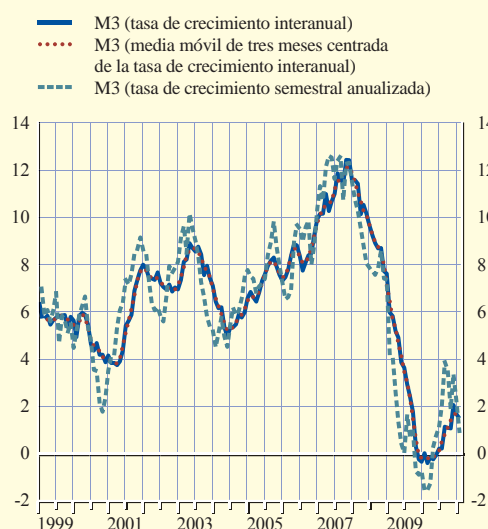
EL AGREGADO MONETARIO AMPLIO M3

La tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio M3 se situó en el 1,5% en enero de 2011, sin variación con respecto al cuarto trimestre de 2010, pero más elevada que el 0,7% registrado en el tercer trimestre (véase gráfico 10). En particular, esta cifra enmascara los descensos de las tasas de crecimiento interanual observados en diciembre de 2010 y en enero de 2011, que fueron atribuibles principalmente a la contracción de operaciones interbancarias realizadas a través de entidades de contrapartida central del sector tenedor de dinero. Por tanto, los datos más recientes son acordes con la idea de que la dinámica monetaria de la zona del euro se está recuperando gradualmente, aunque permanece en niveles reducidos (véase el recuadro 2, titulado «Factores permanentes y temporales en el crecimiento del agregado monetario amplio», donde se analizan los factores que afectan actualmente al crecimiento monetario). Al mismo tiempo, los últimos datos implican unos niveles de incertidumbre ligeramente superiores en relación con la fortaleza de dicha recuperación.

Por el lado de los componentes, el fortalecimiento observado en el crecimiento interanual de M3 desde el verano de 2010 oculta que la tasa de crecimiento interanual de M1 volvió a disminuir de forma considerable en el cuarto trimestre y en enero (aunque continuó siendo positiva), mientras que la de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista (es decir, M2 menos M1) aumentó en el cuarto trimestre y registró niveles positivos en enero. Al mismo tiempo, el reciente y renovado aumento de la pendiente de la curva de rendimientos ha reducido, por lo general, el atractivo de los instrumentos de M3 en comparación con activos financieros a más largo plazo no incluidos en M3.

Gráfico 10 Crecimiento de M3

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



Fuente: BCE.

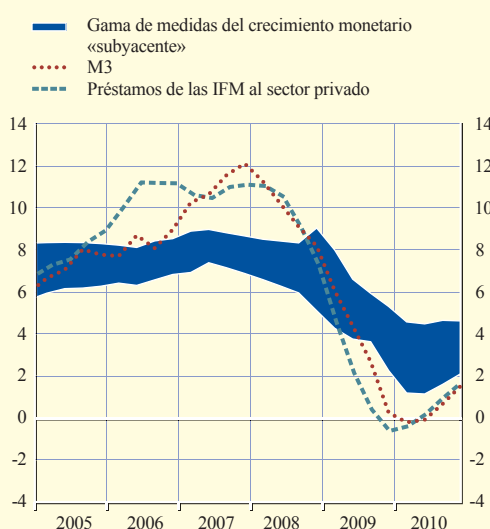
Recuadro 2

FACTORES PERMANENTES Y TEMPORALES EN EL CRECIMIENTO DEL AGREGADO MONETARIO AMPLIO

Pese al impacto de algunos factores especiales de carácter temporal en torno al final del año, la tasa de crecimiento interanual de M3 ha experimentado un fortalecimiento gradual desde mediados de 2010 (véase gráfico A). En términos cualitativos, la mejora simultánea de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado indica que esta evolución puede representar un repunte del ritmo de expansión monetaria subyacente. Esta valoración se ve respaldada por una serie de enfoques cuantitativos utilizados para estimar las tendencias monetarias subyacentes, que señalan que la evolución monetaria tocó fondo recientemente y que actualmente muestra tímidas señales de recuperación¹. En este contexto, en el presente recuadro se realiza una nueva cuantificación del componente de carácter permanente del crecimiento de M3 utilizando técnicas de estimación de las contribuciones de factores temporales en un marco empíricamente coherente, concretamente un modelo de vectores autorregresivos bayesianos (modelo BVAR) amplio desarrollado para el análisis monetario².

Gráfico A Crecimiento de M3 y M3 subyacente

(tasas de variación interanual)



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.
Notas: La gama de medidas del crecimiento monetario subyacente se obtiene utilizando algunos de los métodos descritos en el recuadro titulado «La evolución monetaria subyacente: concepto e ilustración cuantitativa», publicado en el Boletín Mensual de mayo de 2008.

Valoración del ritmo de expansión monetaria subyacente

La valoración del ritmo de expansión monetaria subyacente es un aspecto importante del análisis monetario, ya que proporciona información sobre los riesgos para la estabilidad de precios a medio plazo procedentes de la evolución monetaria.

Al tratar de identificar esta tendencia monetaria subyacente, el punto de partida natural es descomponer el crecimiento monetario efectivo en dos componentes amplios: permanentes y temporales. El primero puede asociarse con el crecimiento del crédito bancario, ya que es probable que la expansión implícita general de los balances de las entidades de crédito, de los hogares y de las empresas tenga un efecto duradero en los saldos monetarios, y el segundo puede relacionarse con los «desplazamientos de cartera», que reflejan el proceso de sustitución entre activos monetarios y activos no monetarios impulsado por consideraciones relativas al rendimiento o al riesgo, que suelen ser de naturaleza más transitoria. Factores especiales de carácter institucional también pueden influir temporalmente en el

1 Los métodos utilizados para estimar estas medidas del crecimiento monetario subyacente se describen en el recuadro titulado «La evolución monetaria subyacente: concepto e ilustración cuantitativa», publicado en el Boletín Mensual de mayo de 2008. Naturalmente, estas medidas empíricas son aproximaciones imperfectas del concepto latente de expansión monetaria «subyacente». Además, se ha de tener presente que la calidad de la señalización de las distintas medidas empíricas puede variar con el tiempo.

2 Este modelo se presenta en el anexo 1 del capítulo 4 de L. D. Papademos y J. Stark (eds.), *Enhancing Monetary Analysis*, BCE, Fráncfort del Meno, 2010. Para más detalles, véase D. Giannone, M. Lenza y L. Reichlin (2009) «Money, credit, monetary policy and the business cycle in the euro area», mimeo, BCE.

crecimiento monetario. A partir de esta descomposición, el crecimiento monetario observado puede corregirse por el impacto de los efectos temporales y de distorsiones para estimar la tendencia monetaria subyacente vinculada a la aparición de riesgos para la estabilidad de precios a medio plazo.

Análisis, basado en un modelo, de los factores temporales que determinan la evolución monetaria

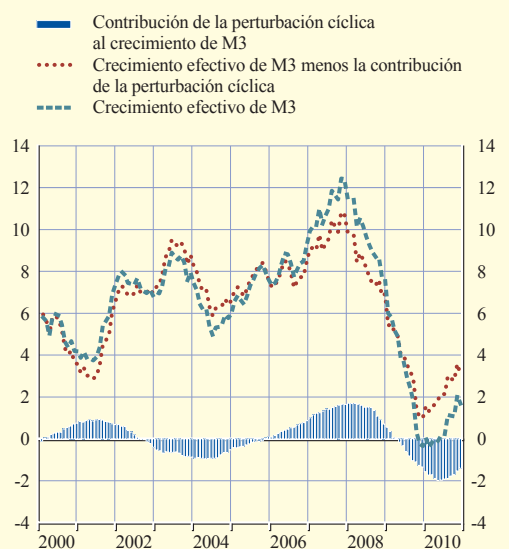
Con el fin de complementar y mejorar la valoración realizada a partir de las medidas existentes del crecimiento monetario subyacente, en este recuadro se presenta un nuevo enfoque basado en un modelo para calcular medidas del crecimiento interanual de M3 corregido por el impacto del ciclo económico o de otros factores temporales. La herramienta aplicada es un modelo BVAR amplio.

Las fluctuaciones de los saldos monetarios pueden tener su origen en variaciones en el ritmo de crecimiento de la actividad económica real y de la renta (aproximado por la producción industrial en este modelo). En el gráfico B se muestra la estimación resultante de la contribución del ciclo económico a la expansión de M3 y se compara la tasa de crecimiento interanual de la serie de M3 con la de la serie de M3 excluida dicha contribución³. El gráfico sugiere que el crecimiento interanual de M3 no suele verse muy afectado por el ciclo económico: aunque la diferencia entre el crecimiento interanual efectivo de M3 y el de la serie corregida llega a alcanzar los 2 puntos porcentuales en meses concretos, en general, los perfiles de las dos series temporales no muestran diferencias cualitativas significativas. En lo que respecta al período reciente, parece que la recuperación del crecimiento efectivo de M3 primero se frenó y, durante un breve período, se vio amortiguado de manera creciente por el ciclo económico, aunque este efecto ha disminuido en los últimos meses.

Naturalmente, existen otras perturbaciones de carácter temporal además de las asociadas con el ciclo económico, como las relacionadas con las actividades especulativas. Utilizando el modelo BVAR descrito anteriormente, es posible estimar el impacto de perturbaciones transitorias sobre el crecimiento de M3⁴. En el gráfico C, que muestra la contribución de estas perturbaciones transito-

Gráfico B Crecimiento efectivo de M3 y de M3 ajustado de ciclo

(tasas de variación interanual; puntos porcentuales)



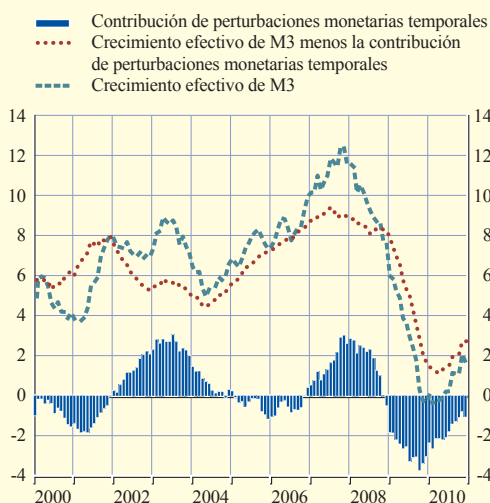
Fuentes: BCE y estimaciones del BCE.
Nota: La contribución de la perturbación cíclica se ha estimado a través del modelo BVAR, como se explica en el texto principal del recuadro y en la nota n.º 3 a pie de página.

3 La perturbación es aquella que explica la varianza máxima de la producción industrial de la zona del euro en frecuencias medias y altas del ciclo económico (ciclos inferiores a ocho años). Se ha de observar que esta «perturbación cíclica» es una perturbación no estructural, ya que no se basa en ninguna restricción en la identificación, y puede considerarse una combinación lineal de perturbaciones que determinan el ciclo económico real.

4 El método consiste en encontrar, entre las posibles perturbaciones que afectan a M3 de la zona del euro, aquellas que explican la varianza máxima de cada componente en frecuencias de medias a altas, calificándolas como «perturbaciones transitorias», y a continuación calcular sus contribuciones al crecimiento de M3. A continuación puede obtenerse la medida del crecimiento «permanente» de M3 restando esta contribución al crecimiento de M3 del crecimiento efectivo de este agregado monetario. En este caso, la perturbación tampoco es de carácter estructural y, por consiguiente, no puede interpretarse en términos económicos (a diferencia, por ejemplo, de una perturbación temporal sobre la demanda de dinero), sino que puede considerarse que refleja una combinación de perturbaciones transitorias que afectan directamente a M3 que también pueden incluir, al menos en parte, la perturbación cíclica analizada anteriormente.

Gráfico C M3 y su componente «permanente»

(tasas de variación interanual; puntos porcentuales)

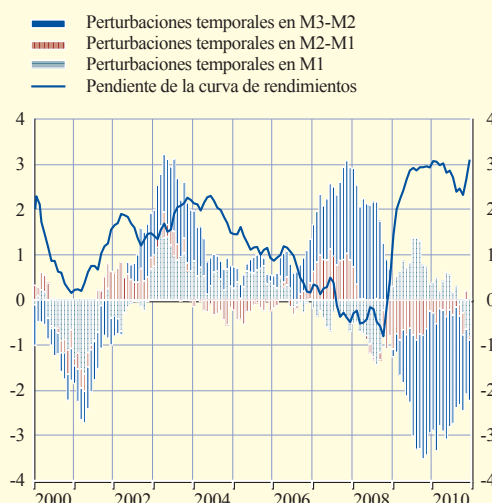


Fuentes: BCE y estimaciones del BCE.

Nota: La contribución de perturbaciones monetarias temporales se ha estimado a través del modelo BVAR, como se explica en el texto principal del recuadro y en la nota n.º 4 a pie de página.

Gráfico D Impacto de perturbaciones temporales por instrumentos monetarios

(puntos porcentuales del crecimiento interanual de M3; porcentajes)



Fuentes: BCE y estimaciones del BCE.

Nota: Las contribuciones de perturbaciones monetarias temporales a los componentes de M3 por separado se han estimado a través del modelo BVAR, como se explica en el texto principal del recuadro y en la nota n.º 4 a pie de página. La pendiente de la curva de rendimientos se define como la diferencia entre el rendimiento de la deuda pública de referencia a diez años de la zona del euro y el EURIBOR a tres meses.

rias al crecimiento interanual de M3, se observa que su efecto va más allá del causado por una perturbación cíclica pura, así como que por ejemplo, gran parte de los desplazamientos de cartera que se produjeron en el período comprendido entre mediados de 2001 y 2003 se debió a dichas perturbaciones temporales⁵. Este período refleja la excepcional preferencia por la liquidez, que no se considera específicamente y que, por tanto, solo se ha identificado de modo imperfecto en este modelo. Sin embargo, el modelo identifica correctamente el inicio del período, a mediados de 2004, en el que el aumento del crecimiento de M3 reflejó una fuerte correlación entre el dinero y el crédito y, por tanto, indicó el carácter más persistente, o «subyacente», de la expansión monetaria. En cuanto a la situación actual, la mayor parte del incremento observado recientemente en el crecimiento interanual de M3 parece explicarse por la disminución del impacto negativo de estas perturbaciones de naturaleza transitoria.

Se ha de observar que las contribuciones de la perturbación cíclica y de la perturbación monetaria de carácter transitorio no coinciden y que parecen estar interrelacionadas solamente en períodos específicos (como a partir de 2007). Ciertamente, la correlación total entre estas dos contribuciones en el período comprendido entre 2000 y 2010 solo es de alrededor del 42%. Esto sugiere que hay muchas perturbaciones transitorias que afectan a la evolución monetaria más allá de las cíclicas.

Si se considera el impacto de perturbaciones temporales sobre M1, M2-M1 y M3-M2, es posible obtener algo de información acerca del carácter de estas perturbaciones (véase gráfico D). Por ejemplo, las contribuciones al crecimiento de M3 de perturbaciones temporales que afectan a M1 presentan un alto grado de correlación con las contribuciones análogas de la perturbación cíclica,

5 Véase el artículo titulado «Demanda de dinero e incertidumbre», publicado en el *Boletín Mensual* de octubre de 2005.

mientras que esto no es aplicable a los demás componentes de M3. Se observa asimismo una correlación considerablemente positiva entre la contribución al crecimiento de M3 de perturbaciones temporales en M1 y la pendiente de la curva de rendimientos, mientras que la correlación entre dicha pendiente y las contribuciones a los demás componentes de M3 atribuibles a perturbaciones temporales es significativamente negativa. Esta relación puede esperarse, dado que una curva con una pendiente acusada proporciona a los inversores un incentivo para desplazar sus fondos hacia activos a más largo plazo y, posiblemente, de mayor riesgo, no incluidos en M3. Esta relación negativa puede observarse en el gráfico D a partir de 2004, mientras que en el período en el que se produjeron desplazamientos de cartera excepcionales, entre 2001 y 2003, parece que este vínculo negativo se vio compensado con creces por desplazamientos hacia M3-M1 asociados a la incertidumbre existente. En general, parece que las perturbaciones temporales en M1 están asociadas, en gran medida, a los factores determinantes del ciclo económico, mientras que las perturbaciones temporales que afectan a M3-M2 y M2-M1 están más relacionadas con la curva de rendimientos⁶.

Conclusiones

En general, el cálculo del impacto de perturbaciones de carácter temporal sobre el crecimiento de los agregados monetarios basado en un modelo respalda las indicaciones obtenidas de medidas disponibles de la expansión monetaria subyacente, en el sentido de que el fortalecimiento observado recientemente en el crecimiento interanual de M3 no se traduce en un aumento equivalente del crecimiento monetario subyacente. Esto se debe a que el crecimiento monetario observado refleja la desaparición gradual del impacto moderador de factores transitorios, como el causado por la pendiente de la curva de rendimientos y la posición cíclica de la economía. Además, si los resultados del crecimiento de M3 se corrigen por el impacto del ciclo económico y otras perturbaciones de carácter transitorio, dichos resultados se encuadran dentro del intervalo indicado por las medidas disponibles del crecimiento monetario subyacente. El ritmo de crecimiento monetario subyacente ha continuado siendo superior al del crecimiento interanual de M3, aunque sigue siendo moderado, lo que sugiere que los riesgos para la estabilidad de precios a medio plazo siguen estando contenidos.

¹ Para un análisis del impacto de la curva de rendimientos sobre la evolución monetaria, véase el recuadro titulado «El impacto de la curva de rendimientos sobre la evolución reciente de los agregados monetarios», publicado en el Boletín Mensual de diciembre de 2010.

En cuanto a las contrapartidas, el crecimiento interanual de M3 en el cuarto trimestre y en enero se debió principalmente al crecimiento interanual del crédito a la economía de la zona del euro. La tasa de crecimiento interanual del crédito a las Administraciones Públicas aumentó en el cuarto trimestre, obediendo, sobre todo, al efecto estadístico de las transferencias de activos a un esquema de banco malo alemán (que se clasifica como parte de la Administración Central). Este efecto seguirá apreciándose en las tasas de crecimiento interanual durante algunos meses. El crecimiento interanual del crédito al sector privado también se intensificó, principalmente impulsado por los préstamos a las IFM. Por sectores, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM a los hogares continuó rondando los niveles observados desde mediados de 2010, mientras que la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras siguió recuperándose progresivamente, pasando a ser positiva en enero por primera vez desde el tercer trimestre de 2009.

Los principales activos mantenidos por las IFM de la zona del euro aumentaron en enero, básicamente como consecuencia del crecimiento de los préstamos al sector privado de la zona. Si se analizan los tres

últimos meses, el balance agregado de las IFM continúa contrayéndose, pero debido al efecto estadístico del esquema de banco malo, que está desapareciendo progresivamente.

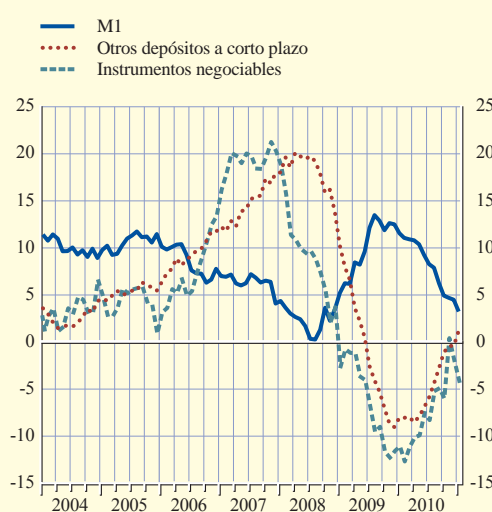
PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

La evolución de la tasa de crecimiento interanual de M3 oculta la convergencia progresiva de las tasas de crecimiento de sus principales componentes. La tasa de crecimiento interanual de M1 volvió a disminuir en el cuarto trimestre de 2010 y en enero de 2011, si bien se mantuvo en niveles positivos, mientras que las de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista (es decir, M2 menos M1) y de los instrumentos negociables (esto es, M3 menos M2; véase gráfico 11) fueron menos negativas. Esta convergencia ha fluctuado en términos de velocidad y no resulta evidente en los datos de cada mes individual, pero está en consonancia con los tipos de interés a los que se remuneran los distintos instrumentos incluidos en M3.

La tasa de crecimiento interanual de M1 disminuyó hasta el 4,9% en el cuarto trimestre, desde el 7,9% del tercer trimestre y el 10,3% del segundo trimestre, y volvió a descender en enero, hasta situarse en el 3,2% (véase cuadro 2).

Gráfico 1 Principales componentes de M3

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



Fuente: BCE.

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 ¹⁾	Tasas de crecimiento interanual					
		2010 I	2010 II	2010 III	2010 IV	2010 Dic	2011 Ene
M1	49,5	11,3	10,3	7,9	4,9	4,4	3,2
Efectivo en circulación	8,5	6,2	6,4	6,6	5,6	4,6	5,5
Depósitos a la vista	41,0	12,4	11,1	8,1	4,8	4,4	2,7
M2 - M1 (= otros depósitos a corto plazo)	39,2	-8,2	-8,0	-5,1	-1,1	-0,5	1,1
Depósitos a plazo hasta dos años	19,0	-22,7	-21,5	-16,1	-8,7	-6,9	-3,2
Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses	20,2	13,3	10,3	8,3	7,2	6,2	5,6
M2	88,7	1,7	1,4	1,8	2,2	2,2	2,3
M3 - M2 (= instrumentos negociables)	11,3	-11,7	-9,8	-6,6	-3,1	-2,0	-4,2
MB	100,0	-0,2	-0,1	0,7	1,5	1,7	1,5
Crédito a residentes en la zona del euro		1,9	1,7	2,0	3,3	3,4	3,8
Crédito a las Administraciones Públicas	9,8	9,0	7,5	11,5	11,6	11,6	11,6
Préstamos a las Administraciones Públicas	3,5	6,7	6,5	15,5	20,2	18,5	18,5
Crédito al sector privado	0,3	0,2	0,8	1,5	1,6	2,0	2,0
Préstamos al sector privado	-0,4	0,2	0,9	1,7	1,9	2,4	2,4
Préstamos al sector privado ajustados por ventas y titulizaciones	-0,2	0,1	1,0	1,9	2,3	2,7	2,7
Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas)		5,5	4,4	2,6	2,7	3,0	2,6

Fuente: BCE.

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

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista aumentó hasta el 1,1 % en enero, desde el -1,1 % y el -5,1 % del cuarto y el tercer trimestres de 2010, respectivamente. Sin embargo, los distintos subcomponentes continuaron mostrando una evolución divergente, dado que la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo volvió a avanzar de manera significativa, a pesar de permanecer en niveles negativos, mientras que la tasa de crecimiento interanual de los depósitos de ahorro a corto plazo siguió disminuyendo, aunque continuó siendo considerablemente positiva.

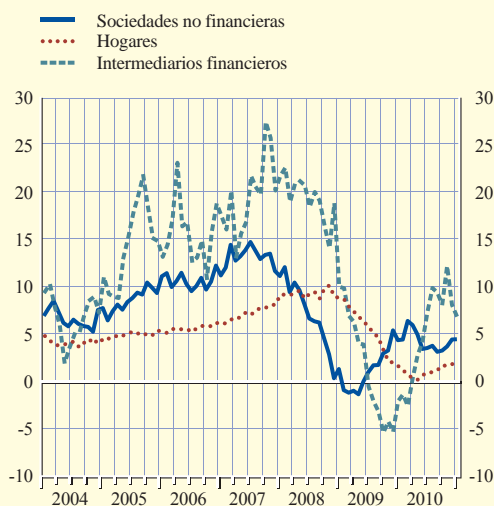
En gran medida, el estrechamiento de la brecha entre las tasas de crecimiento de M1 y de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista es reflejo de la evolución de los tipos de interés. En general, los tipos de interés de los depósitos a corto plazo y de los depósitos de ahorro a corto plazo volvieron a aumentar ligeramente en el cuarto trimestre, al igual que el diferencial con respecto al tipo de interés al que se remuneraban los depósitos a la vista. Esta mayor inclinación de la pendiente de la curva de rendimientos a los plazos más cortos ha propiciado desplazamientos de los depósitos a la vista hacia otros depósitos de M3 mejor remunerados.

La tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables aumentó hasta el -3,1 % en el cuarto trimestre, desde el -6,6% del tercer trimestre, pero volvió a disminuir a principios de año hasta situarse en el -4,2% en enero. Este descenso se debió, en gran parte, a la evolución registrada por dos subcomponentes de estos instrumentos. Primero, el considerable aumento observado en las cesiones temporales en noviembre, que estaba relacionado con operaciones interbancarias realizadas a través de entidades de contrapartida central, ha remitido desde entonces. Segundo, las participaciones en fondos del mercado monetario han experimentado reducciones relativamente significativas, lo cual refleja, muy probablemente, el coste de oportunidad de mantener estos instrumentos, dado el reducido nivel actual de los tipos de interés a corto plazo.

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 información fiable por sectores, se situó en el 3 % en enero, un descenso con respecto al 3,4 % del cuarto trimestre, pero todavía por encima de la tasa del 2,2 % del tercer trimestre. Esta evolución refleja, en gran medida, las contribuciones de los hogares y de los intermediarios financieros no monetarios distintos de los fondos de pensiones y las empresas de seguros (OIF), que incluyen el fuerte impacto de las operaciones interbancarias realizadas a través de entidades de contrapartida central, las cuales se registran como cesiones temporales de OIF (véase gráfico 12). La aportación de las sociedades no financieras se mantuvo prácticamente sin variación en el cuarto trimestre y en enero. La contribución del sector hogares se ha incrementado significativamente en los últimos meses, y en enero fue similar a la del sector de OIF. El considerable aumento observado reciente-

Gráfico 12 Depósitos a corto plazo y cesiones temporales

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



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

mente en la aportación de los hogares es reflejo no solo del peso del sector en términos de tenencias totales de depósitos, sino también de su reacción un tanto retardada a los cambios en la configuración de los tipos de interés.

PRINCIPALES CONTRAPARTIDAS DE M3

En cuanto a las contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual del crédito total concedido por las IFM a residentes en la zona del euro aumentó notablemente y se situó en el 3,8% en enero de 2011, frente al 3,3% del cuarto trimestre de 2010 y el 2% del tercer trimestre (véase cuadro 2). El avance observado en enero estuvo impulsado por el crédito al sector privado, mientras que el crédito de las IFM a las Administraciones Públicas se mantuvo sin variación.

La tasa de crecimiento interanual del crédito otorgado por las IFM al sector privado volvió a aumentar hasta situarse en el 2% en enero, frente al 1,5% y al 0,8% del cuarto y el tercer trimestres, respectivamente. La tasa de crecimiento interanual de las tenencias de valores del sector privado en manos de las IFM se mantuvo en niveles moderados (-0,2% en enero), debido a que las operaciones de titulización retenidas fueron relativamente escasas en los últimos meses en comparación con períodos anteriores. La tasa de crecimiento interanual de las tenencias de acciones y otras participaciones por parte de las IFM se incrementó en el cuarto trimestre y en enero, cuando se situó en el 1,9%.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos otorgados por las IFM al sector privado —el principal componente del crédito a este sector— mantuvo su tendencia al alza, ascendiendo hasta el 2,4% en enero, desde el 1,7% registrado en el cuarto trimestre y el 0,9% del tercer trimestre (véase cuadro 2). Esta evolución avala la tesis de que la recuperación observada desde comienzos de año en la dinámica de los préstamos al sector privado continúa, aunque de forma moderada. El ajuste por las operaciones de titulización sigue teniendo un impacto solo marginal en la tasa y el patrón de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM al sector privado, como ha sido el caso desde principios de 2010.

El aumento de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado observado en enero obedeció al moderado incremento de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a los hogares, que ascendió hasta el 3,1%, mientras que la de los préstamos a las sociedades no financieras pasó a niveles positivos por primera vez desde agosto de 2009, situándose en el 0,4%, frente al -0,4% del cuarto trimestre y el -1,3% del tercer trimestre. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a OIF volvió a ascender en el cuarto trimestre y en enero.

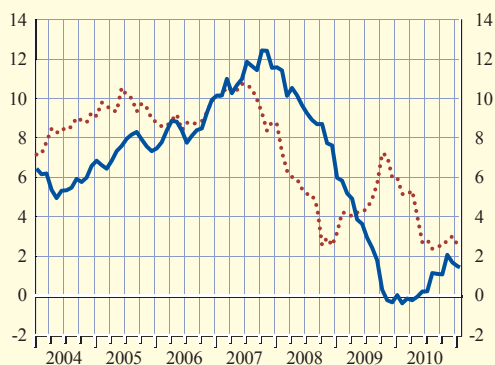
Los últimos datos confirman que la tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM a los hogares se ha estabilizado en torno al 3% desde mediados de 2010. Esta evolución sigue ocultando diferencias en las tasas de crecimiento de los distintos tipos de préstamo. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos para adquisición de vivienda se mantuvo considerablemente positiva (situándose en el 3,9% en enero), mientras que el crecimiento interanual del crédito al consumo continuó siendo negativo (-0,8% en enero). El mayor dinamismo de los préstamos para adquisición de vivienda refleja la recuperación progresiva observada en algunos mercados de la vivienda de la zona del euro, mientras que la moderación del crédito al consumo puede obedecer, entre otras cosas, al hecho de que la tasa de crecimiento interanual de las ventas de automóviles nuevos siga siendo marcadamente negativa.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos otorgados a las sociedades no financieras se tornó positiva en enero, confirmando la recuperación gradual observada desde el segundo trimestre de 2010. Este aumento del endeudamiento es acorde con el ciclo económico y con la evolución de la confianza empresarial. También podría responder a una situación en la que, tras el endeudamiento

Gráfico 13 M3 y pasivos financieros a más largo plazo de las IFM

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

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

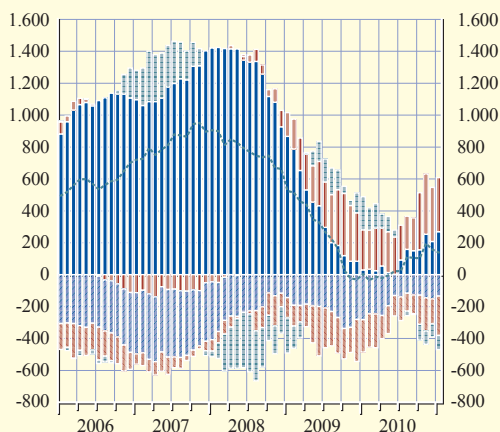


Fuente: BCE.

Gráfico 14 Contrapartidas de M3

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

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



Fuente: BCE.

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.

inicial contraído principalmente para obtener capital circulante, se produce también ahora un incremento del endeudamiento para inversión en capital fijo. Sin embargo, en algunos sectores empresariales las necesidades de financiación pueden haberse mantenido contenidas debido a la disponibilidad de fondos internos.

Con respecto a las demás contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM (excluidos capital y reservas) se mantuvo en el 2,6% en enero, prácticamente sin variación con respecto al 2,7% observado en el cuarto trimestre y al 2,6% registrado en el tercero (véase gráfico 13). A pesar de los flujos medios positivos del cuarto trimestre y de las entradas de enero, la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a más largo plazo que obran en poder del sector tenedor de dinero se redujo, posiblemente por el menor atractivo de estos depósitos en comparación con otras formas de inversión financiera, como los fondos de renta variable.

Por último, las salidas interanuales de 88 mm de euros registradas en la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM en enero se mantuvieron prácticamente sin variación con respecto al cuarto trimestre, lo cual sugiere que el descenso observado en la posición de esta contrapartida desde principios de 2010 no ha continuado (véase gráfico 14). La evolución de la posición acreedora neta frente al exterior oculta el hecho de que los flujos brutos interanuales de los activos y los pasivos exteriores se han reducido en los últimos meses y muestran signos de estar pasando de la contracción a la expansión.

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

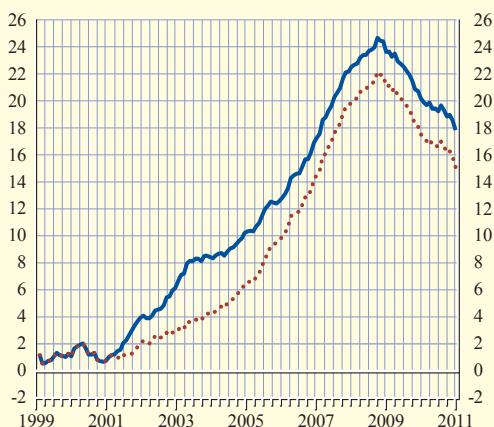
En enero de 2011, teniendo en cuenta la evolución de las brechas monetarias nominal y real, el volumen de liquidez monetaria en la zona del euro volvió a reducirse ligeramente con respecto a sus elevados niveles, tras los descensos observados en el cuarto y el tercer trimestres de 2010 (véanse gráficos 15 y 16). Estas medidas de las condiciones de liquidez deben interpretarse con cautela, ya que se basan en una evaluación de los saldos monetarios de equilibrio. Ciertamente, las diferencias entre las distintas medidas de la brecha monetaria pueden tomarse como una indicación de la considerable incertidumbre existente en torno a las condiciones de liquidez en la zona del euro en la actual coyuntura. Pese a estas matizaciones, las medidas apuntan a una clara acumulación de liquidez monetaria en los últimos años, siendo poco probable que el período de crecimiento moderado de M3 observado desde finales de 2008 haya revertido por completo la liquidez previamente acumulada.

Analizando más allá de los factores especiales que han tenido un impacto en el crecimiento de M3 en los últimos meses, los datos más recientes continúan apuntando a una recuperación gradual del crecimiento monetario. Al mismo tiempo, el crecimiento de los préstamos al sector privado también se ha intensificado progresivamente, lo cual indica un posible aumento del crecimiento monetario subyacente. Sin embargo, se mantiene la incertidumbre en relación con el vigor futuro del crecimiento monetario. En conjunto, sigue siendo válida la valoración de que el crecimiento monetario subyacente es moderado y de que las presiones inflacionistas a medio y largo plazo derivadas de la evolución monetaria permanecen contenidas.

Gráfico 15 Estimaciones de la brecha monetaria nominal¹⁾

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

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



Fuente: BCE.

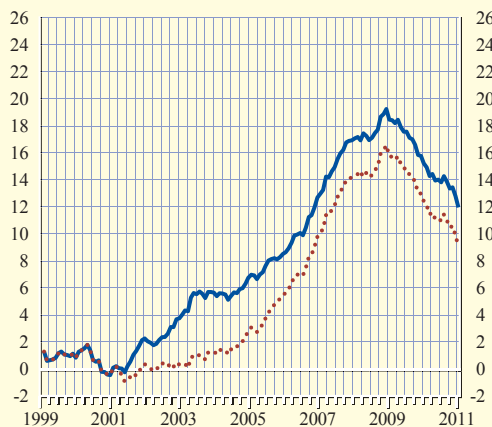
1) La brecha monetaria nominal se define como la diferencia existente entre el nivel efectivo de M3 y el nivel que correspondería a un crecimiento constante de este agregado monetario igual a su valor de referencia (4,5%), tomando diciembre de 1998 como período base.

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

Gráfico 16 Estimaciones de la brecha monetaria real¹⁾

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

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



Fuente: BCE.

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

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

2.2 INVERSIÓN FINANCIERA DE LOS SECTORES NO FINANCIEROS E INVERSORES INSTITUCIONALES

La tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera total de los sectores no financieros aumentó ligeramente hasta situarse en el 2,8% en el tercer trimestre de 2010, principalmente debido al mayor crecimiento de la inversión de las sociedades no financieras. Los flujos anuales de entrada en participaciones en fondos de inversión volvieron a disminuir durante el cuarto trimestre del año. La tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera de las empresas de seguros y los fondos de pensiones se incrementó de forma marginal en el tercer trimestre.

SECTORES NO FINANCIEROS

En el tercer trimestre de 2010 (el más reciente para el que se dispone de datos), la tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera total de los sectores no financieros aumentó hasta el 2,8%, desde el 2,6% del trimestre anterior (véase cuadro 3). La contribución negativa de la inversión en valores distintos de acciones y la aportación positiva de la inversión en reservas técnicas de seguro se mantuvieron prácticamente sin variación en comparación con el trimestre anterior. Las contribuciones de la inversión en depósitos y en acciones no cotizadas y otras participaciones volvieron a incrementarse (aunque solo ligeramente), mientras que la aportación de la inversión en participaciones en fondos de inversión cayó nuevamente.

El detalle por sectores no financieros indica que el ligero aumento observado en la tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera total en el tercer trimestre fue consecuencia, principalmente, del crecimiento más intenso de la inversión financiera de las sociedades no financieras y, en menor medida, de las Administraciones Públicas, que volvió a niveles positivos tras dos trimestres consecutivos de crecimiento negativo. En concreto, la tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera de las

Cuadro 3 Inversión financiera de los sectores no financieros de la zona del euro

	Saldo vivo, en porcentaje de los activos financieros ¹⁾	Tasas de crecimiento interanual									
		2008 II	2008 III	2008 IV	2009 I	2009 II	2009 III	2009 IV	2010 I	2010 II	2010 III
Inversión financiera	100	4,2	4,0	4,2	3,8	3,8	3,5	2,4	2,5	2,6	2,8
Efectivo y depósitos	23	5,8	6,0	7,1	7,5	7,1	6,1	3,6	1,9	1,8	2,3
Valores distintos de acciones, excluidos derivados financieros	6	4,6	3,4	5,6	5,3	1,6	-0,8	-4,0	-5,3	-2,5	-2,1
De los cuales: A corto plazo	1	15,5	-0,2	10,1	-12,6	-18,2	-20,2	-27,8	-22,5	-16,6	-3,3
De los cuales: A largo plazo	5	3,0	4,0	4,9	8,5	4,9	2,4	0,1	-2,6	-0,5	-1,9
Acciones y otras participaciones, excluidas participaciones en fondos de inversión	29	3,3	3,1	3,8	4,2	4,6	4,6	2,9	2,6	1,8	1,5
De las cuales: Acciones cotizadas	6	4,7	4,7	3,2	4,3	4,1	6,0	6,7	7,2	3,2	0,7
De las cuales: Acciones no cotizadas y otras participaciones	23	2,8	2,5	4,0	4,1	4,7	4,2	1,9	1,5	1,4	1,7
Participaciones en fondos de inversión	5	-5,4	-5,3	-6,3	-5,3	-4,4	-2,1	0,9	0,5	-0,6	-1,8
Reservas técnicas de seguro	15	3,6	3,4	2,7	2,9	3,4	3,9	4,9	5,4	5,1	5,0
Otros ²⁾	22	7,7	7,0	5,7	1,9	2,1	1,6	1,2	3,5	4,7	5,9
M3 ³⁾		9,7	8,7	7,6	5,2	3,6	1,8	-0,3	-0,1	0,2	1,1

Fuente: BCE.

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

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

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

sociedades no financieras experimentó un avance significativo, elevándose desde el 1,4% registrado en el cuarto trimestre de 2009 (el nivel más bajo desde el comienzo de la tercera fase de la UEM) hasta el 3,4% observado en el tercer trimestre de 2010. En cambio, el crecimiento de la inversión financiera de los hogares volvió a debilitarse, disminuyendo por tercer trimestre consecutivo (véase gráfico 17). Para obtener información más detallada sobre la evolución de la inversión financiera del sector privado, véanse las secciones 2.6 y 2.7.

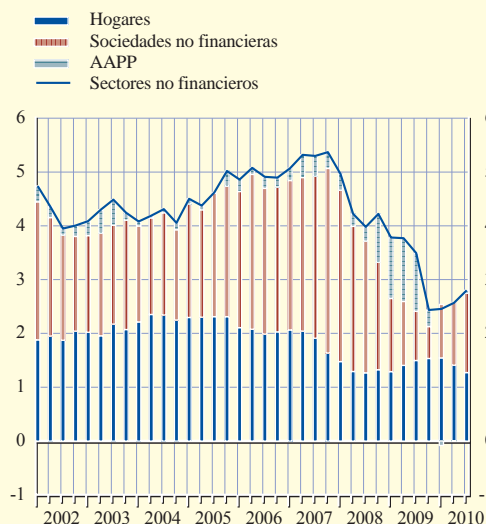
INVERSORES INSTITUCIONALES

Las nuevas estadísticas armonizadas de la zona del euro sobre fondos de inversión indican que los flujos anuales de entrada en participaciones en fondos de inversión (excluidos los fondos del mercado monetario) se redujeron hasta situarse en 328 mm de euros en el cuarto trimestre de 2010, frente a los 355 mm de euros del trimestre anterior. Su tasa de crecimiento interanual volvió a disminuir, desde el 7,2% hasta el 6,4%. El desglose por política de inversión muestra que el descenso observado en los flujos anuales de entrada se debe, principalmente, a las menores entradas en fondos de renta fija, pero también responde a una caída de las entradas en fondos mixtos. Estos resultados podrían ser consecuencia del impacto de la intensificación de las tensiones en algunos mercados de deuda soberana (véase gráfico 18). En cambio, los flujos anuales de entrada en fondos de renta variable se incrementaron ligeramente en comparación con el trimestre anterior. Los fondos del mercado monetario volvieron a registrar importantes flujos de salida anuales durante el cuarto trimestre, reflejando el coste de oportunidad de mantener estos instrumentos, dado el reducido nivel de los tipos de interés a corto plazo, que constituyen la referencia de estos fondos.

El impacto de las tensiones en los mercados de deuda soberana es más apreciable en los datos intertrimestrales. Los flujos de entrada trimestrales en participaciones en fondos de inversión (excluidos los fondos del mercado monetario) ascendieron a un total de 82 mm de euros en el cuarto trimestre de 2010 (con arreglo a datos sin desestacionalizar).

Gráfico 17 Inversión financiera de los sectores no financieros

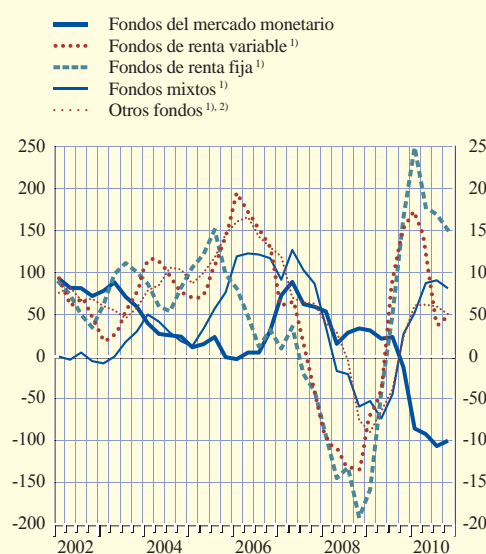
(tasas de variación interanual; en puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

Gráfico 18 Flujos netos anuales de entrada en fondos del mercado monetario y en fondos de inversión

(mm de euros)



Fuentes: BCE y EFAMA.

1) Con anterioridad al primer trimestre de 2009, las estimaciones de flujos trimestrales se obtuvieron de las estadísticas de fondos de inversión no armonizadas del BCE, de cálculos del BCE basados en datos nacionales proporcionados por EFAMA y de cálculos del BCE.

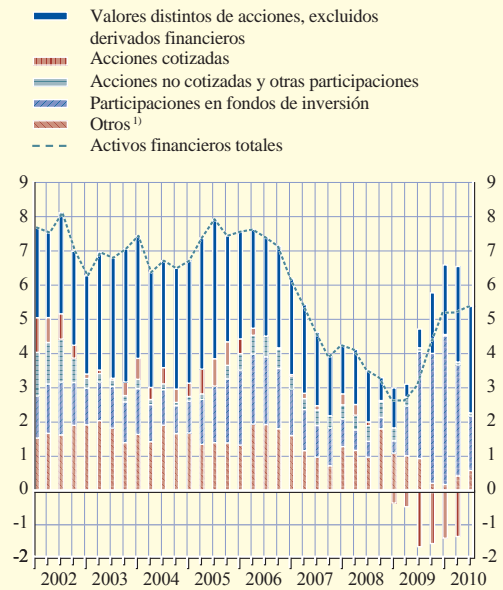
2) Incluye los fondos inmobiliarios, los fondos de inversión libre y los fondos no clasificados en otros fondos.

Aunque el volumen de entradas casi no varió con respecto al trimestre anterior, su composición (es decir, los tipos de fondo de inversión afectados) sí cambió. Los flujos de entrada en fondos de renta fija descendieron en el cuarto trimestre, en un contexto de tensiones renovadas en los mercados de deuda soberana, mientras que los flujos de entrada en fondos de renta variable aumentaron y los flujos de otros fondos se tornaron positivos. Esta evolución puede obedecer a un desplazamiento de los fondos como consecuencia de las tensiones actuales en los mercados de renta fija. Los fondos mixtos registraron flujos de entrada apenas algo más elevados que en el trimestre anterior.

La tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera total realizada por las empresas de seguros y los fondos de pensiones se situó en el 5,4% en el tercer trimestre, un nivel ligeramente superior al del trimestre anterior (véase gráfico 19). Esta evolución estuvo determinada por un nuevo aumento de la contribución de la inversión en valores distintos de acciones, que, no obstante, se vio moderado por otro descenso significativo de la aportación de la inversión en participaciones en fondos de inversión. La contribución negativa de la inversión en acciones cotizadas disminuyó, lo cual sugiere que las empresas de seguros y los fondos de pensiones han reestructurado su distribución de fondos, favoreciendo la inversión directa en los mercados de capitales frente a la inversión indirecta a través de fondos de inversión.

Gráfico 19 Inversión financiera de las empresas de seguros y los fondos de pensiones

(tasas de variación interanual; en puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

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

2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

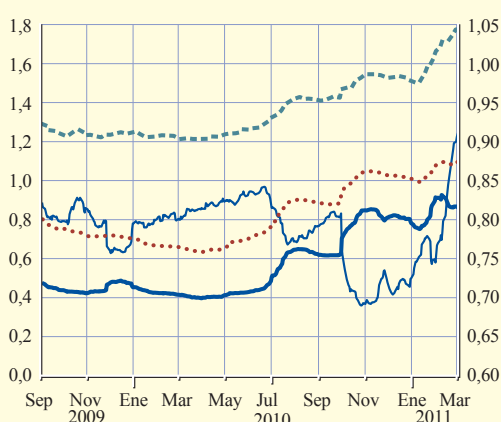
Los tipos de interés del mercado monetario aumentaron en el período comprendido entre diciembre de 2010 y marzo de 2011, mientras que su volatilidad siguió siendo elevada, lo cual es reflejo, en parte, de las expectativas de subidas de tipos de interés en los segmentos a más largo plazo del mercado monetario. En cuanto al vencimiento a un día, el EONIA también mantuvo su volatilidad, como consecuencia de la nueva mejora de los mercados monetarios y de una situación de liquidez más equilibrada.

Los tipos de interés de los depósitos sin garantías aumentaron en todos los plazos de vencimiento durante los tres últimos meses, continuando así la tendencia al alza observada desde mayo de 2010. El 2 de marzo de 2011, los tipos EURIBOR a un mes, a tres meses, a seis meses y a doce meses se situaban en el 0,87%, el 1,10%, el 1,38% y el 1,78%, respectivamente, esto es, 5, 7, 12 y 25 puntos básicos, respectivamente, por encima de los niveles observados el 1 de diciembre de 2010. El diferencial entre el EURIBOR a doce meses y a un mes, un indicador de la pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario, registró un incremento significativo, de 19 puntos básicos, en dicho período, hasta situarse en 91 puntos básicos el 2 de marzo (véase gráfico 20).

Gráfico 20 Tipos de interés del mercado monetario

(porcentaje; puntos porcentuales; datos diarios)

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

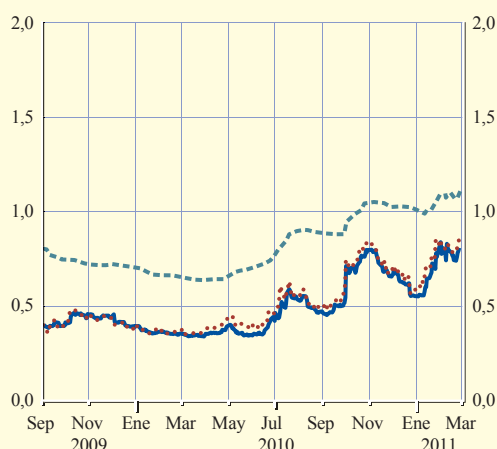


Fuentes: BCE y Thomson Reuters.

Gráfico 21 EUREPO, EURIBOR y swap de índices a un día, a tres meses

(porcentaje; datos diarios)

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



Fuentes: BCE, Bloomberg y Thomson Reuters.

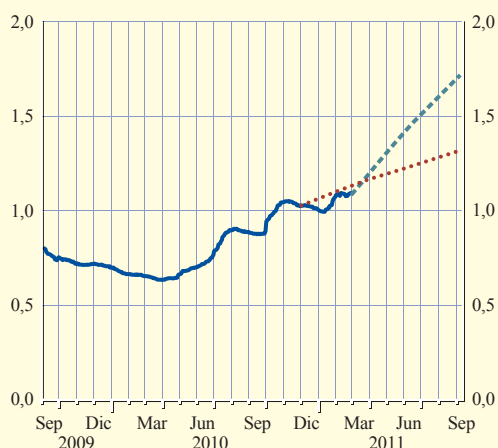
La volatilidad ligeramente más elevada observada en los tipos de interés del mercado monetario con garantías (como el EUREPO o los tipos derivados de los *swaps* del EONIA) en la segunda mitad de 2010 continuó durante el período analizado (véase gráfico 21). Este período se caracterizó por la tercera joroba temporal en los tipos con garantías desde mayo de 2010, que guardó relación, probablemente, con el vencimiento de la última OFPML a un año en diciembre de 2010. Dicha joroba consistió en un fuerte incremento de los tipos, seguido por un descenso moderado, que contribuyó a la tendencia general al alza observada desde mayo de 2010. El tipo *swap* del EONIA a tres meses se situó en el 0,83 % el 2 de marzo, alrededor de 13 puntos básicos por encima del nivel registrado el 1 de diciembre. El correspondiente EURIBOR sin garantías aumentó menos que el tipo *swap* con garantías, de forma que el diferencial entre los dos tipos se redujo desde los 33 puntos básicos del 1 de diciembre hasta los 26 puntos básicos del 2 de marzo, volviendo así a niveles comparables con los registrados en abril y octubre de 2010. La evolución experimentada durante el período analizado refleja la mejora de la situación de los mercados financieros, tras un período de intensificación de las tensiones en noviembre de 2010.

El 2 de marzo, los tipos de interés implícitos en los precios de los futuros del EURIBOR a tres meses con vencimiento en marzo, junio y septiembre de 2011 se situaron en el 1,14 %, el 1,46 % y el 1,72 %, respectivamente, lo que representa un descenso de 2 puntos básicos para el contrato de marzo y aumentos de 22 y 40 puntos básicos, respectivamente, para los contratos de junio y septiembre, en comparación con los niveles observados el 1 de diciembre. Esta evolución implica que la curva del EURIBOR acentuó la inclinación de su pendiente para estos vencimientos (véase gráfico 22). Las volatilidades implícitas obtenidas de las opciones sobre futuros del EURIBOR a tres meses con plazo de vencimiento constante de tres, seis, nueve y doce meses se redujeron ligeramente en diciembre de 2010, pero volvieron a intensificarse en los dos primeros meses de 2011, siendo el incremento algo mayor para los

Gráfico 22 Tipos de interés a tres meses y tipos de interés de los futuros en la zona del euro

(porcentaje; datos diarios)

- EURIBOR a tres meses
- Tipos de los futuros a 1 de diciembre de 2010
- - - Tipos de los futuros a 1 de marzo de 2011



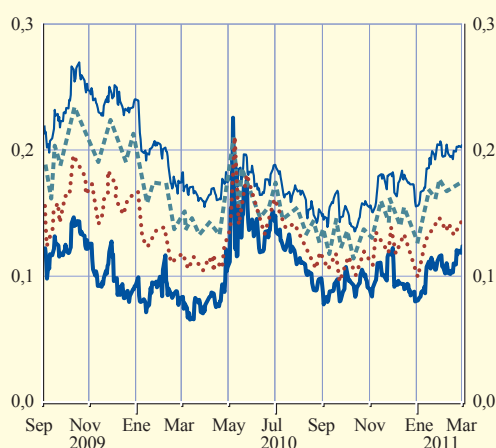
Fuente: Thomson Reuters.

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

Gráfico 23 Volatilidad implícita de las opciones sobre futuros del EURIBOR a tres meses con plazo de vencimiento constante

(porcentaje; datos diarios)

- Plazo de vencimiento constante de tres meses
- Plazo de vencimiento constante de seis meses
- - - Plazo de vencimiento constante de nueve meses
- Plazo de vencimiento constante de doce meses



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Nota: La medida se obtiene en dos etapas. En primer lugar, las volatilidades implícitas de las opciones sobre futuros del EURIBOR a tres meses se transforman expresándolas en términos de precios logarítmicos, en lugar de rentabilidades logarítmicas. En segundo lugar, las volatilidades implícitas resultantes, que tienen una fecha de vencimiento constante, se transforman expresándolas en términos de plazos de vencimiento constantes.

plazos más largos (véase gráfico 23). Al mismo tiempo, la evidencia disponible sugiere que la probabilidad percibida por los participantes en el mercado de cambios importantes futuros en el EURIBOR está ahora en su nivel más bajo desde el comienzo de la crisis. (Para más información sobre las densidades implícitas, véase el artículo titulado «El contenido informativo de los precios de las opciones durante la crisis financiera», en el Boletín Mensual de febrero de 2011).

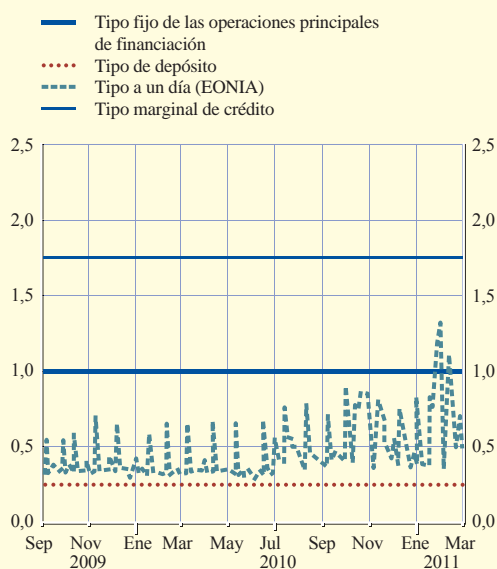
Si se considera el vencimiento a un día, la volatilidad del EONIA volvió a aumentar en el período analizado, como consecuencia, particularmente, de la situación de liquidez y de los efectos de fin de año, y fue significativamente más elevada que durante la mayor parte de 2010. Al comienzo de cada uno de los dos primeros períodos de mantenimiento de 2011, el EONIA se situó brevemente por encima del tipo principal de financiación, un hecho que no se observaba desde junio de 2009, y en ambas ocasiones retornó a niveles muy inferiores al tipo principal de financiación hacia el final del período de mantenimiento. El 2 de marzo, el EONIA se situó en el 0,47% (véase gráfico 24).

En el período de referencia, el BCE siguió prestando apoyo a los mercados monetarios realizando algunas operaciones para inyectar liquidez con vencimiento a una semana, un período de mantenimiento y tres meses. Las operaciones de inyección de liquidez del Eurosistema se llevaron a cabo aplicando procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena. Asimismo, el BCE llevó a cabo operaciones semanales de absorción de liquidez a una semana aplicando un procedimien-

to de subasta a tipo de interés variable con un tipo máximo de puja del 1%. Con estas operaciones de absorción de liquidez, el BCE adjudicó un volumen que se corresponde con el importe de las adquisiciones efectuadas en el marco del programa para los mercados de valores, que ascendía a 77,5 mm de euros a 2 de marzo (véase también recuadro 3). La liquidez en la zona del euro continúa siendo abundante y se está absorbiendo mediante un significativo recurso diario a la facilidad de depósito y mediante las operaciones de ajuste a una semana que esterilizan las adquisiciones realizadas en el marco del programa para los mercados de valores.

Gráfico 24 Tipos de interés del BCE y tipo de interés a un día

(porcentaje; datos diarios)



Fuentes: BCE y Thomson Reuters.

Recuadro 3

SITUACIÓN DE LIQUIDEZ Y OPERACIONES DE POLÍTICA MONETARIA EN EL PERÍODO COMPRENDIDO ENTRE EL 10 DE NOVIEMBRE DE 2010 Y EL 8 DE FEBRERO DE 2011

En este recuadro se describe la gestión de la liquidez realizada por el BCE durante los períodos de mantenimiento de reservas que finalizaron el 7 de diciembre de 2010 y el 18 de enero y el 8 de febrero de 2011. Durante ese período, todas las operaciones de financiación siguieron realizándose mediante procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena. Prosiguió la normalización gradual de las operaciones de política monetaria, venciendo el 23 de diciembre la última operación de financiación a más largo plazo (OFPML) a un año. El 2 de diciembre, el Consejo de Gobierno del BCE decidió que todas las operaciones principales de financiación (OPF), las operaciones de financiación a plazo especial con vencimiento de un período de mantenimiento y las OFPML a tres meses se ejecutarían mediante procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena, como mínimo hasta el final del tercer período de mantenimiento de 2011, el 12 de abril.

El programa para los mercados de valores (SMP, en sus siglas en inglés), anunciado el 10 de mayo de 2010, siguió aplicándose en paralelo con operaciones de absorción de liquidez semanales con vencimiento a una semana encaminadas a esterilizar la provisión de liquidez adicional derivada de dicho programa.

Necesidades de liquidez del sistema bancario

En el período considerado, las necesidades diarias agregadas de liquidez del sistema bancario —definidas como la suma de los factores autónomos, las exigencias de reservas y el exceso de reservas (es decir, los saldos en cuenta corriente por encima de las exigencias de reservas)— ascendieron, en promedio, a 520,3 mm de euros, lo que representó un descenso de 28,5 mm de euros con respecto a la media diaria de los tres períodos de mantenimiento anteriores.

Este descenso se debió, principalmente, a una reducción de 26,8 mm de euros del valor medio de los factores autónomos, que se situó en 308,9 mm de euros. El valor medio de las exigencias de reservas disminuyó en 1,9 mm de euros, situándose en 211,3 mm de euros. El exceso de reservas diario se situó, en promedio, en 1,144 mm de euros, aunque alcanzó los 1,86 mm de euros en el período de mantenimiento que finalizó en enero, siendo ese el nivel más alto registrado desde el máximo histórico observado en la época de la quiebra de Lehman Brothers (véase gráfico A).

Oferta de liquidez

En el período considerado, la liquidez total proporcionada a través de operaciones de mercado abierto ascendió, en promedio, a 574,3 mm de euros, lo que supuso un descenso de 40 mm de euros con respecto a los tres períodos de mantenimiento anteriores. Las operaciones de subasta¹ aportaron un promedio de 441,3 mm de euros. El programa de adquisiciones de bonos garantizados (CBPP, en sus siglas en inglés), cuyas adquisiciones concluyeron el 30 de junio de 2010, contribuyó con 60,7 mm de euros y, junto con el programa para los mercados de valores, proporcionó, en promedio, 133 mm de euros. Durante el período de referencia se absorbió un promedio de 70,7 mm de euros a través de operaciones de ajuste.

En comparación con los tres períodos de mantenimiento comprendidos entre el 11 de agosto y el 9 de noviembre de 2010, las OPF a una semana proporcionaron, en promedio, 188,9 mm de euros, lo que representó un aumento de 22,3 mm de euros, mientras que la liquidez aportada, en promedio, por las OFPML disminuyó en 66,5 mm de euros, hasta situarse en 323 mm de euros. Este descenso se debió, en gran medida, a la renovación parcial de las tres OFPML² que vencieron el 30 de septiembre y al vencimiento de la última OFPML a un año (96,9 mm de euros) el 23 de diciembre, lo que dio lugar, en este último caso, a una reducción de unos 33,9 mm de euros de la financiación total proporcionada, en promedio, por las OFPML en el período considerado.

La liquidez aportada, en promedio, por las operaciones de financiación a plazo especial con vencimiento de un período de mantenimiento aumentó en 24,5 mm de euros, hasta situarse en 67,2 mm de

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

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



Fuente: BCE

1 Las operaciones de subasta comprenden las OPF, las OFPML y las operaciones de ajuste, la última de las cuales puede ser tanto de inyección como de absorción de liquidez.

2 El 30 de septiembre, vencieron tres OFPML, una a tres meses, una a seis meses y una a un año, por un importe total de 224,7 mm de euros.

euros, en el período considerado. Al mismo tiempo, la liquidez proporcionada, en promedio, por las OFPML a tres meses se incrementó en 46,4 mm de euros, hasta los 209,6 mm de euros (los importes adjudicados se elevaron especialmente después de la última operación a un año que venció en diciembre de 2010), retornando así a los niveles observados en el otoño de 2008.

El 4 de febrero de 2011, el importe de las adquisiciones liquidadas en el marco del programa para los mercados de valores se situó en 76,5 mm de euros, frente a los 64 mm de euros registrados el 5 de noviembre de 2010.

Al mismo tiempo, las operaciones semanales de absorción de la liquidez proporcionada por el programa para los mercados de valores aumentaron en la misma medida, absorbiendo, en promedio, 69,6 mm de euros en el período considerado. La liquidez absorbida mediante operaciones de ajuste con vencimiento a un día el último día de cada período de mantenimiento ascendió, en promedio, a 146,9 mm de euros, situándose en un nivel muy cercano al observado en los tres períodos de mantenimiento anteriores (véase gráfico B).

Uso de las facilidades permanentes

El descenso general de la oferta de liquidez y la reducción del exceso de liquidez hasta situarse, en promedio, en 54 mm de euros en el período considerado se tradujeron en un menor recurso neto a la facilidad de depósito³, que se situó en un promedio diario de unos 52,6 mm de euros. Como resultado de la evolución de la liquidez⁴, el recurso neto diario a la facilidad de depósito fluctuó de forma significativa en los tres períodos de mantenimiento considerados, situándose, en promedio, en 40,2 mm de euros entre el inicio del período de referencia y el 23 de diciembre de 2010, en 84,6 mm de euros entre el 23 de diciembre y el final del segundo período de mantenimiento el 18 de enero de 2011, y en 39,2 mm de euros en el tercer período de mantenimiento, que finalizó el 8 de febrero de 2011.

Tipos de interés

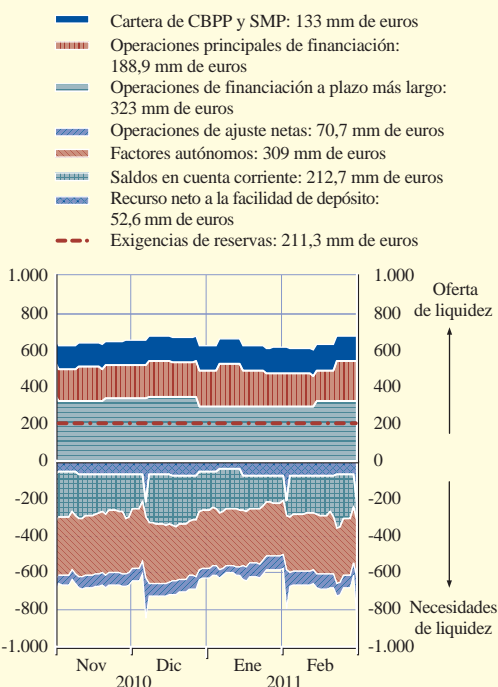
Los tipos de interés oficiales del BCE no han experimentado variaciones desde el 13 de mayo de 2009, situándose el tipo de interés de las operaciones principales de financiación en el 1%, el de la facilidad marginal de crédito en el 1,75% y el de la facilidad de depósito en el 0,25%.

3 El recurso neto a la facilidad de depósito es igual a la diferencia entre el recurso a la facilidad de depósito y el recurso a la facilidad marginal de crédito, incluidos los fines de semana.

4 El vencimiento de la última OFPML a un año el 23 de diciembre y la liquidación de una operación puente a seis días realizada el mismo día.

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

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



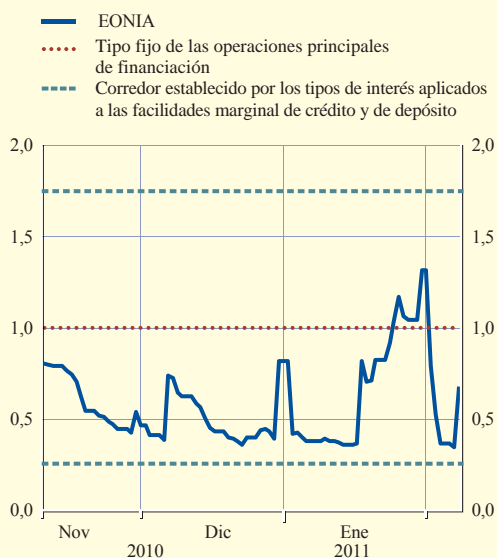
Fuente: BCE.

Dado que la liquidez seguía siendo abundante en el periodo considerado y que el exceso de liquidez era ligeramente menor, aunque todavía elevado, el EONIA se mantuvo bastante por debajo del tipo de interés de las operaciones principales de financiación, situándose, en promedio, en el 0,59%. Sin embargo, debido a distintos factores, la volatilidad del EONIA aumentó hasta niveles comparables con los observados en periodos anteriores a junio de 2009. En el periodo considerado, el EONIA osciló entre el 0,34% y el 1,32% y su volatilidad fue reflejo de la situación de liquidez y de efectos de fin de año, así como de otros efectos técnicos.

En el primero de los periodos de mantenimiento considerados, el EONIA mostró una tendencia que seguía el ciclo de mantenimiento de reservas, situándose inicialmente en el 0,81% y disminuyendo gradualmente hasta el 0,39% hacia el final del periodo de mantenimiento, cuando estaba a punto de completarse con éxito el cumplimiento de las reservas exigidas (véase gráfico C). Mientras que el último periodo de mantenimiento de 2010 empezó de forma similar, el EONIA se elevó temporalmente hasta el 0,82%, debido a factores como los efectos de fin de año. Posteriormente, el EONIA volvió a niveles inferiores al 0,40% (en una situación de liquidez abundante y de pronto cumplimiento de las reservas exigidas) hasta el último día del periodo de mantenimiento (18 de enero de 2011), fecha en que subió hasta el 0,81%. En el corto periodo de mantenimiento (21 días), que comenzó el 19 de enero de 2011, la ratio de cumplimiento de las reservas de las entidades de contrapartida retornó a los niveles anteriores a la crisis (cumplimiento diario equilibrado de las reservas exigidas), aunque con signos de cumplimiento insuficiente, lo que elevó gradualmente el EONIA, hasta alcanzar el 1,32% el 1 de febrero. Sin embargo, después de registrarse en la misma semana un aumento de 213,7 mm de euros de las adjudicaciones de OPF, que permitió a las entidades de contrapartida incrementar sus reservas hacia el final del periodo de mantenimiento, el EONIA volvió a niveles inferiores al 0,40%.

Gráfico C El EONIA y los tipos de interés del BCE

(tipos de interés diarios, en porcentaje)



Fuente: BCE.

2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

Entre finales de noviembre de 2010 y el 2 de marzo de 2011, el rendimiento de la deuda pública con calificación crediticia AAA de la zona del euro y el de los bonos estadounidenses a largo plazo se elevaron en torno a 40 puntos básicos y 70 puntos básicos, respectivamente, como resultado, principalmente, del dinamismo económico observado en la zona del euro y en Estados Unidos. Este aumento se vio contrarrestado, solo en parte, por presiones a la baja derivadas de desplazamientos de fondos hacia activos más seguros, ante las tensiones políticas surgidas en Oriente Medio y el norte de África en febrero. Los mercados de renta fija continuaron registrando una volatilidad implícita algo elevada a ambos lados del Atlántico. Los indicadores de expectativas de inflación a largo plazo de los mercados financieros solo experimentaron un leve aumento y siguen sugiriendo que las expectativas de inflación permanecen firmemente ancladas. Los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana entre países

de la zona del euro se estrecharon ligeramente en todos ellos, salvo en Portugal. Por otro lado, los diferenciales de la deuda emitida por los sectores financiero y no financiero se estrecharon levemente en todas las calificaciones crediticias.

Entre finales de noviembre de 2010 y el 2 de marzo de 2011, el rendimiento de la deuda pública a diez años con calificación crediticia AAA de la zona del euro se elevó, en general, unos 40 puntos básicos, hasta situarse en el 3,4% el 2 de marzo (véase gráfico 25). En Estados Unidos, durante el mismo período el rendimiento de los bonos a largo plazo experimentó un mayor aumento, de unos 70 puntos básicos, situándose en el 3,5% el 2 de marzo. En consecuencia, el diferencial de rendimiento nominal entre la deuda pública a diez años de Estados Unidos y la de la zona del euro se amplió desde -20 puntos básicos hasta cerca de 10 puntos básicos. En Japón, el rendimiento de la deuda pública a diez años se incrementó en 10 puntos básicos, hasta situarse en el 1,3% el 2 de marzo.

La incertidumbre de los inversores acerca de la evolución a corto plazo de los mercados de renta fija, medida por la volatilidad implícita obtenida de las opciones, disminuyó ligeramente en la zona del euro y se mantuvo prácticamente sin cambios en Estados Unidos. Sin embargo, en ambos mercados la volatilidad implícita siguió siendo mucho más elevada que a finales de 2009, permaneciendo en niveles similares a los registrados durante las turbulencias que se produjeron en los mercados de deuda soberana a principios de mayo de 2010.

La evolución del rendimiento de la deuda pública a largo plazo con calificación crediticia AAA de la zona del euro en el período considerado estuvo determinada, principalmente, por la publicación de datos macroeconómicos positivos que evidenciaban que continúa la recuperación de la zona del euro. En consecuencia, se mantuvo la tendencia al alza del rendimiento de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro iniciada en septiembre de 2010. Las fluctuaciones intramensuales en torno a esta tendencia se explican, básicamente, por las tensiones registradas en los mercados de deuda soberana de la zona del euro. La situación de estos mercados en la periferia de la zona del euro mejoró en enero de 2011, como resultado, por un lado, del dinamismo económico de la zona y, por otro, de las expectativas de los participantes en el mercado respecto a una posible ampliación del ámbito y del tamaño de la Facilidad Europea de Estabilización Financiera. Además, las subastas de deuda realizadas en algunos mercados de la periferia de la zona del euro suscitaron una demanda mayor de lo previsto, lo que tuvo un impacto positivo sobre el clima de los mercados. Sin embargo, hacia el final del período analizado, habían vuelto a surgir las tensiones en los mercados de deuda soberana de la zona del euro, como reflejo, sobre todo, de la preocupación de los participantes en el mercado acerca de lo que iba a decidirse respecto a la Facilidad Europea de Estabilización Financiera.

Gráfico 25 Rendimiento de la deuda pública a largo plazo

(porcentaje; datos diarios)



Fuentes: Bloomberg y Thomson Reuters.

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

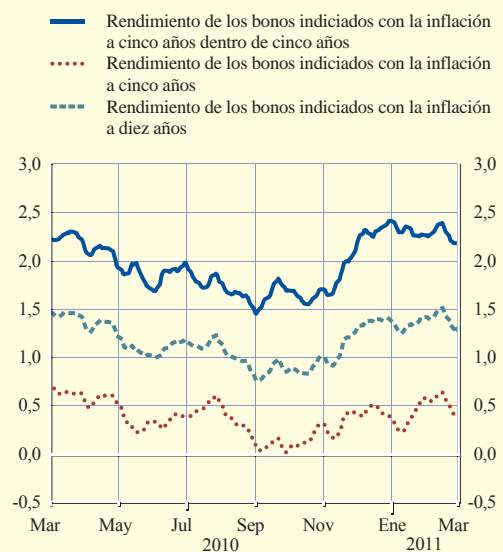
En Estados Unidos, la publicación de datos económicos positivos fue también el principal factor determinante de la evolución del rendimiento de los bonos a largo plazo durante la mayor parte del período examinado. Los planes fiscales anunciados por la administración actual a comienzos de diciembre, que consistían fundamentalmente en la prolongación de las exenciones fiscales concedidas por la administración anterior y la prórroga de las prestaciones por desempleo, contribuyeron a elevar más el rendimiento de los bonos. Hacia el final del período considerado, las tensiones políticas que se extendieron por Oriente Medio y el norte de África provocaron desplazamientos de fondos hacia activos más seguros, que ejercieron presiones a la baja sobre el rendimiento de la deuda pública, tanto en la zona del euro como en Estados Unidos.

Entre finales de noviembre de 2010 y el 2 de marzo de 2011, los diferenciales de deuda soberana a diez años de los países de la zona del euro frente a Alemania se estrecharon ligeramente, salvo en Portugal, donde el diferencial apenas experimentó cambios. En diciembre se registraron fuertes tensiones en los mercados de deuda soberana de la zona del euro, tras el anuncio de que se estaba revisando la calificación crediticia de Portugal y la publicación de un informe del FMI que sugería no solo que Irlanda podía no cumplir sus objetivos de reducción del déficit, sino también que existía un importante riesgo de contagio desde Irlanda. En opinión de los participantes en el mercado, estas tensiones pudieron contenerse, en parte, merced a la mayor actividad asociada al programa del BCE para los mercados de valores. La situación de los mercados de deuda soberana en la periferia de la zona del euro mejoró en la segunda mitad de enero, como resultado de la publicación de datos económicos generalmente positivos y de las expectativas de los participantes en el mercado respecto a una posible ampliación del ámbito y del tamaño de la Facilidad Europea de Estabilización Financiera. En el transcurso del mes de febrero, las tensiones aumentaron en los mercados de deuda soberana, como reflejo, principalmente, de la pérdida de confianza de los participantes en el mercado acerca de lo que iba a decidirse respecto a la citada Facilidad. Otros factores, como la revisión a la baja de las perspectivas de crecimiento de Grecia y la rebaja, por parte de las agencias, de la calificación crediticia de algunas de las principales entidades de crédito de Irlanda en febrero, contribuyeron también al recrudecimiento de las tensiones.

Entre finales de noviembre de 2010 y el 2 de marzo de 2011, el rendimiento de los bonos a cinco y a diez años indicados con la inflación de la zona del euro no experimentó cambios, situándose en el 0,4% y el 1,3%, respectivamente, el 2 de marzo (véase gráfico 26). Tras la publicación de datos económicos positivos, durante la mayor parte del período analizado prosiguió la tendencia al alza del rendimiento real iniciada en el cuarto trimestre de 2010. En febrero, como consecuencia de las tensiones políticas surgidas en Oriente Medio y el norte de África, el rendimiento real volvió a bajar hasta los niveles registrados al final del mes de noviembre. En comparación con sus niveles de finales de noviembre, las tasas de inflación implícitas *spot* a cinco y a diez años se elevaron 50 puntos básicos y 40 puntos básicos en el período exami-

Gráfico 26 Rendimiento de los bonos de cupón cero indicados con la inflación en la zona del euro

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

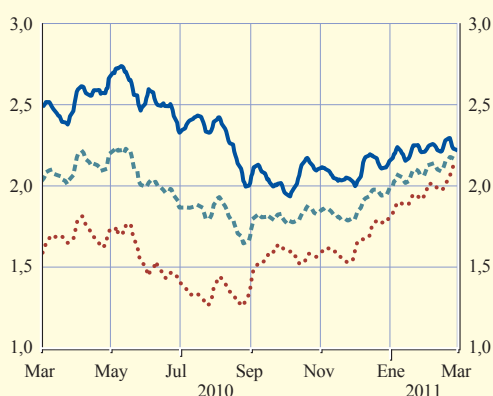


Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Gráfico 27 Rendimiento de los bonos de cupón cero indicados con la inflación en la zona del euro

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

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

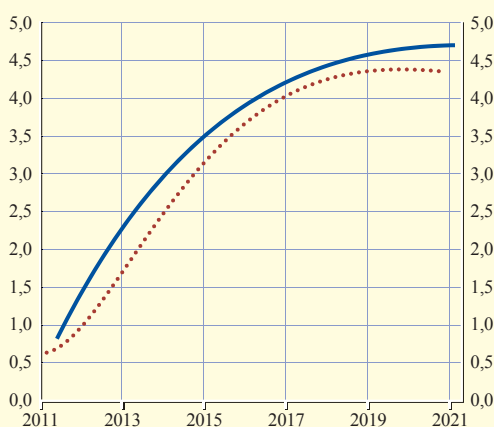


Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Gráfico 28 Tipos de interés *forward* implícitos a un día, en la zona del euro

(porcentaje; datos diarios)

- 2 de marzo de 2011
- 30 de noviembre de 2010



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

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

nado (véase gráfico 27). Este moderado aumento de la pendiente de la curva de tasas de inflación implícitas *spot* supuso un moderado incremento, de 20 puntos básicos, de la tasa de inflación implícita *forward* a cinco años dentro de cinco años, que se situó en el 2,2% el 2 de marzo, fecha en la que la correspondiente medida implícita de los *swaps* indicados con la inflación se situó en el 2,3%. Es probable que este aumento de las tasas de inflación implícitas a medio plazo esté asociado a un repunte de la prima de riesgo de inflación. En general, en línea con otros indicadores de las expectativas de inflación procedentes de las encuestas, los datos relativos a las tasas de inflación implícitas siguen sugiriendo que las expectativas de inflación de los participantes en el mercado para la zona del euro permanecen firmemente ancladas.

La evolución de la estructura temporal de los tipos *forward* a corto plazo de la zona del euro muestra cómo la evolución general del rendimiento de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro puede descomponerse entre las variaciones de las expectativas de tipos de interés (y de las correspondientes primas de riesgo) a distintos plazos (véase gráfico 28). El aumento del rendimiento de la deuda pública a largo plazo con respecto al observado a finales de noviembre, debido, principalmente, a la mejora de la situación económica, ha desplazado al alza en unos 20 puntos básicos la estructura temporal de los tipos *forward* a corto plazo para vencimientos superiores a tres años, y en unos 50 puntos básicos para vencimientos más cortos.

En comparación con sus niveles de noviembre, los diferenciales de renta fija privada de alta calidad emitida por los sectores financiero y no financiero se estrecharon en general, observándose un mayor descenso en la

deuda con calificación BBB emitida por instituciones financieras, aunque el diferencial se mantiene muy por encima de los niveles anteriores a la crisis. Los últimos datos sugieren que los diferenciales de renta fija privada, que se habían estabilizado a lo largo de la mayor parte del segundo semestre de 2010, han vuelto a tender a converger hacia el nivel que registraban antes de la crisis. Sin embargo, los diferenciales de deuda emitida por instituciones financieras en Grecia, Irlanda y Portugal se sitúan actualmente en niveles muy superiores a los registrados durante las turbulencias de principios de mayo de 2010. En los sectores financiero y no financiero de la zona del euro se siguió observando una intensa actividad emisora en el período considerado, especialmente en el mercado de bonos garantizados de la zona.

2.5 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

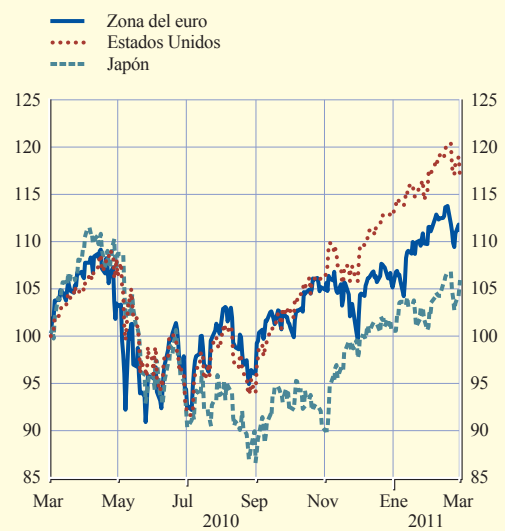
Los índices bursátiles amplios de la zona del euro y de Estados Unidos han subido, en general, tras la publicación de datos económicos positivos, de anuncios de mayores beneficios y de un ligero repunte de la tolerancia al riesgo en los tres últimos meses. Sin embargo, esta evolución favorable fue contrarrestada, en cierta medida, por las tensiones políticas surgidas en Oriente Medio y el norte de África en febrero. La incertidumbre de los mercados de valores de la zona del euro disminuyó en la mayor parte del período considerado, pero volvió a aumentar considerablemente tras el inicio de las citadas tensiones políticas.

Las cotizaciones bursátiles de la zona del euro y de Estados Unidos, medidas por el índice Dow Jones EURO STOXX y el índice Standard & Poor's 500, se elevaron un 10,6% y un 10,8%, respectivamente, entre finales de noviembre de 2010 y el 2 de marzo de 2011 (véase gráfico 29). El fuerte aumento de los precios de las acciones es reflejo, principalmente, de la mejora de las perspectivas económicas a ambos lados del Atlántico, así como de los anuncios de beneficios mayores de lo previsto. Los precios de las acciones han mostrado una clara tendencia al alza desde mediados de 2010, y los niveles alcanzados en el período analizado fueron los más altos registrados en más de 30 meses, elevando los índices hasta cotas que no se observaban desde septiembre de 2008, es decir, antes de la quiebra de Lehman Brothers. En línea con la evolución de los mercados de renta variable de la zona del euro y de Estados Unidos, el índice japonés Nikkei 225 subió también, un 5,6%, entre finales de noviembre de 2010 y el 2 de marzo de 2011.

Al final del período examinado, la incertidumbre de los mercados de renta variable, medida por la volatilidad implícita, se redujo en 6 puntos porcentuales en la zona del euro y en 3 puntos porcentuales en Estados Unidos (véase gráfico 30). La tendencia descendente que la volatilidad de los mercados de renta variable había empezado a mostrar a mediados de 2010 continuó a lo largo de la mayor parte del período considerado, como reflejo de la mejora de las perspectivas económicas.

Gráfico 29 Índices bursátiles

(índice: 1 de marzo de 2010 = 100; datos diarios)



Fuentes: Thomson Reuters.

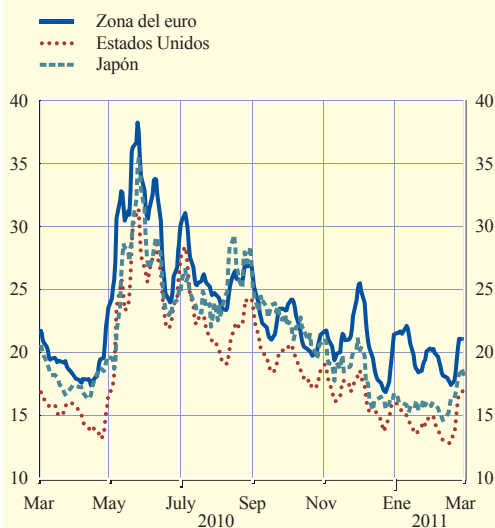
Nota: Índice Dow Jones EURO STOXX amplio para la zona del euro, Standard & Poor's 500 para Estados Unidos y Nikkei 225 para Japón.

Durante la mayor parte del período analizado, los mercados de deuda soberana de la zona del euro continuaron registrando fuertes tensiones, pese a que estas disminuyeron ligeramente en enero. Sin embargo, contrariamente a lo observado a principios de mayo de 2010, las turbulencias de los mercados de deuda soberana no provocaron grandes desplazamientos de fondos hacia activos más líquidos, lo que sugiere que la inquietud en torno a las perspectivas económicas puede haberse disipado, en gran medida, en la zona del euro. El dinamismo económico se ha reflejado en la publicación de datos económicos generalmente positivos en el sector industrial y en el de servicios de la zona del euro, mientras que los indicadores de las encuestas sugieren que las perspectivas de actividad económica siguen siendo alentadoras. En Estados Unidos también se publicaron datos económicos positivos en el período examinado, lo que dio lugar a una revisión al alza de las expectativas respecto a la actividad económica futura. En febrero, las tensiones políticas registradas en Oriente Medio y el norte de África redujeron ligeramente la mejora de la tolerancia al riesgo de los inversores.

En el período considerado, los índices bursátiles subieron en todos los sectores de la zona del euro, especialmente en el sector financiero, en el que los precios de las acciones experimentaron un fuerte aumento, que alcanzó el 20,4% (véase cuadro 4). En este sector, las mayores ganancias se observaron en enero, como resultado de cierta relajación de las tensiones en la mayor parte de los mercados de deuda soberana de la zona del euro, tras el éxito de

Gráfico 30 Volatilidad implícita de 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.

Cuadro 4 Variación de los precios de los índices Dow Jones EURO STOXX, por sectores económicos

(porcentaje de los precios a fin de período)

	EURO STOXX	Materias primas	Servicios de consumo	Bienes de consumo	Petróleo y gas	Financiero	Sanidad	Industrial	Tecnología	Telecomunicaciones	Agua, gas, electric.
Participación del sector en la capitalización bursátil (datos a fin de período)	100,0	9,8	6,5	14,0	7,5	23,8	3,9	14,6	4,7	6,8	8,4
Variación de los precios (datos a fin de período)											
IV 2009	2,1	15,3	3,3	9,0	6,8	-5,5	7,7	3,8	-3,9	2,0	0,3
I 2010	0,8	1,6	6,8	3,5	-1,7	-2,6	4,0	4,1	16,0	-4,5	-3,3
II 2010	-11,1	-8,3	-7,2	3,1	-13,4	-17,6	-7,5	-7,1	-17,3	-12,1	-18,3
III 2010	7,3	9,0	11,1	8,0	5,3	8,2	-0,2	5,6	3,2	12,8	4,9
IV 2010	3,8	16,3	0,7	9,0	7,9	-7,0	-1,1	13,3	10,2	-4,7	2,9
Enero 2011	4,4	-3,1	2,2	-1,9	6,1	12,5	3,1	2,2	6,3	4,9	6,4
Febrero 2011	1,9	3,0	-0,7	0,4	3,5	3,3	2,6	2,3	0,4	1,1	0,2
30 nov 2010-2 mar 2011	10,6	6,7	1,7	1,7	17,3	20,4	8,7	10,7	15,6	6,1	9,5

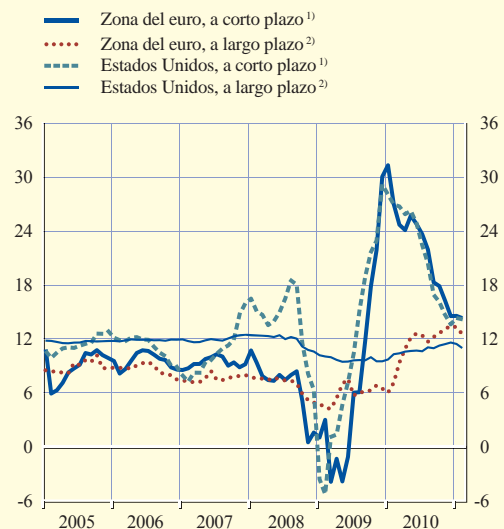
Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

las subastas de deuda y ante una actitud ligeramente más positiva frente al riesgo. Los precios de las acciones del sector no financiero de la zona del euro continuaron mostrando la tendencia al alza que se venía observando prácticamente de forma ininterrumpida desde que empezó a manifestarse a mediados de 2010, con un aumento del 7,7% entre finales de noviembre de 2010 y principios de marzo de 2011. Dentro del sector no financiero, se registraron peores resultados en los sectores de bienes de consumo y de servicios de consumo, mientras que los sectores industrial, tecnológico y del petróleo y del gas siguieron registrando los buenos resultados observados desde mediados de 2010. Durante el período analizado, los precios de las acciones experimentaron una evolución positiva en todos los países de la zona del euro, especialmente en los que habían sufrido recientemente fuertes tensiones en los mercados de deuda soberana.

La evolución positiva de los precios de las acciones en un contexto de dinamismo económico se refleja también para el crecimiento de los beneficios efectivos por acción y en las favorables expectativas de beneficios para los próximos doce meses. La tasa de crecimiento interanual de los beneficios efectivos por acción de las empresas incluidas en el índice Dow Jones EURO STOXX se situó en el 34% en febrero de 2011, frente al 31% de noviembre de 2010. El crecimiento de los beneficios por acción esperados en los próximos doce meses se sitúa en el 15%, un nivel elevado, aunque ligeramente inferior al 17% previsto en noviembre de 2010. Las perspectivas para los beneficios efectivos y esperados son favorables de forma generalizada en todos los sectores económicos. Además, a lo largo del período considerado los beneficios anunciados fueron mejores de lo previsto. Solo los beneficios de las empresas del sector de servicios de consumo fueron algo decepcionantes.

Gráfico 31 Crecimiento esperado de los beneficios empresariales por acción en Estados Unidos y en la zona del euro

(porcentaje; datos mensuales)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

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

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

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

2.6 FLUJOS FINANCIEROS Y POSICIÓN FINANCIERA DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS

El coste real de la financiación de las sociedades no financieras de la zona del euro se incrementó en el cuarto trimestre de 2010, debido a la elevación de los costes en todas las categorías, y especialmente del coste de la financiación en los mercados. Más recientemente, mientras que el coste real de los valores de renta fija continuó subiendo, el coste real de las acciones se redujo ligeramente. En cuanto a los flujos de financiación, el crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras se tornó menos negativo en el cuarto trimestre de 2010 y recuperó niveles positivos en enero de 2011, por primera vez desde agosto de 2009. Estos resultados sugieren que la evolución de los préstamos alcanzó un punto de inflexión a principios de 2010. La actividad de emisión de valores distintos de acciones por parte de las sociedades no financieras se moderó nuevamente en el cuarto trimestre de 2010, pero siguió siendo intensa.

CONDICIONES DE FINANCIACIÓN

El coste real de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro —calculado ponderando el coste de las distintas fuentes de financiación a partir de sus saldos vivos, corregido de efectos de valoración— aumentó 17 puntos básicos en el cuarto trimestre de 2010 y se situó en torno al 3,9% en diciembre de 2010, nivel que se redujo ligeramente en enero de 2011 (véase gráfico 32).

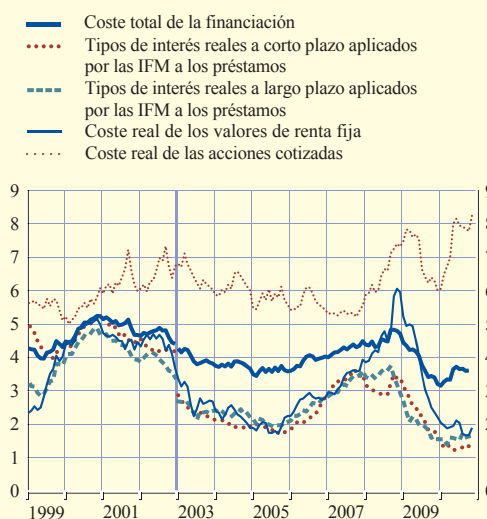
El incremento del coste total de la financiación fue generalizado en todas las categorías, aunque resultó más acusado en el caso del coste real de la financiación en los mercados. Concretamente, en el cuarto trimestre de 2010 el coste real de los valores de renta fija aumentó alrededor de 50 puntos básicos, en comparación con septiembre de 2010, y continuó elevándose ligeramente en enero y febrero de 2011. El coste real de las acciones también se incrementó en torno a 20 puntos básicos en el cuarto trimestre de 2010, antes de volver a caer posteriormente a los niveles de finales de septiembre de 2010. La subida del coste de la financiación en los mercados fue reflejo de las renovadas tensiones experimentadas en los mercados financieros en el cuarto trimestre de 2010. En el mismo período, los tipos de interés reales a corto plazo aplicados por las IFM aumentaron 16 puntos básicos, mientras que los tipos reales a largo plazo se incrementaron levemente, en 5 puntos básicos. Desde una perspectiva a más largo plazo, en el período de cuatro meses transcurrido hasta enero de 2011, el coste real de la financiación de las sociedades no financieras de la zona del euro se mantuvo próximo a los niveles más bajos registrados desde 1999 en todas las categorías, excepto el coste real de las acciones, que permaneció en niveles históricamente elevados.

Durante el período analizado, los tipos de interés nominales aplicados por las IFM a los nuevos préstamos concedidos a las sociedades no financieras aumentaron en el caso de los préstamos a corto plazo y permanecieron prácticamente sin variación en el de los préstamos a largo plazo (véase cuadro 5). El incremento de los tipos de los préstamos a corto plazo parece estar en consonancia con la evolución reciente de los tipos de interés del mercado monetario, que suelen influir en los costes de financiación a corto plazo de las entidades de crédito. La evolución de los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a los préstamos parece indicar, por tanto, que ha finalizado la transmisión gradual de las anteriores reducciones de los tipos de interés oficiales del BCE a los clientes bancarios.

En el período analizado, los diferenciales entre los rendimientos de los valores de renta fija privada no financiera y los de la deuda pública se ampliaron ligeramente en el caso de los bonos con calificación crediticia más elevada y se estrecharon levemente en el caso de los bonos con calificación más baja (véase gráfico 33). En noviembre de 2010, el aumento de los diferenciales de los valores de renta fija privada, que fue generalizado en todas las categorías y coincidió, en cierta medida, con las renovadas

Gráfico 32 Coste real de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro

(porcentaje; datos mensuales)



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

Notas: El coste real de la financiación externa de las sociedades no financieras se calcula como la media ponderada del coste de los préstamos bancarios, el coste de los valores distintos de acciones y el coste de las acciones, basados en sus respectivos saldos vivos y deflactados por las expectativas de inflación (véase el recuadro 4 del *Boletín Mensual* de marzo de 2005). La armonización de los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos introducida a principios de 2003 provocó una ruptura en las series estadísticas. Es posible que los datos a partir de junio de 2010 no sean directamente comparables con los anteriores a esa fecha, debido a los cambios metodológicos resultantes de la aplicación de los Reglamentos BCE/2008/32 y BCE/2009/7 (por los que se modifica el Reglamento BCE/2001/18).

Cuadro 5 Tipos de interés aplicados por las IFM a los nuevos préstamos a sociedades no financieras

(porcentaje; puntos básicos)

							Variaciones en puntos básicos hasta enero de 2011 ¹⁾		
	2009 IV	2010 I	2010 II	2010 III	2010 Dic	2011 Ene	2009 Oct	2010 Oct	2010 Dic
Tipos de interés aplicados por las IFM									
Descubiertos en cuenta de las sociedades no financieras	4,06	3,98	3,70	3,80	3,86	4,02	-16	19	16
Préstamos a las sociedades no financieras hasta un millón de euros									
Sin fijación del tipo y con período inicial de fijación del tipo hasta un año	3,28	3,24	3,25	3,34	3,50	3,45	12	3	-5
Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años	3,96	4,00	3,80	3,78	3,86	3,86	-32	4	0
Préstamos a las sociedades no financieras por importe superior a un millón de euros									
Sin fijación del tipo y con período inicial de fijación del tipo hasta un año	2,19	1,99	2,17	2,26	2,59	2,45	31	12	-14
Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años	3,58	3,44	3,37	3,51	3,50	3,93	29	47	43
Pro memoria									
Tipo de interés a tres meses del mercado monetario	0,71	0,64	0,73	0,88	1,02	1,02	28	2	0
Rendimiento de la deuda pública a dos años	1,39	1,40	1,84	1,85	2,24	2,30	91	68	6
Rendimiento de la deuda pública a siete años	2,99	2,82	2,39	2,12	2,71	2,81	-26	63	10

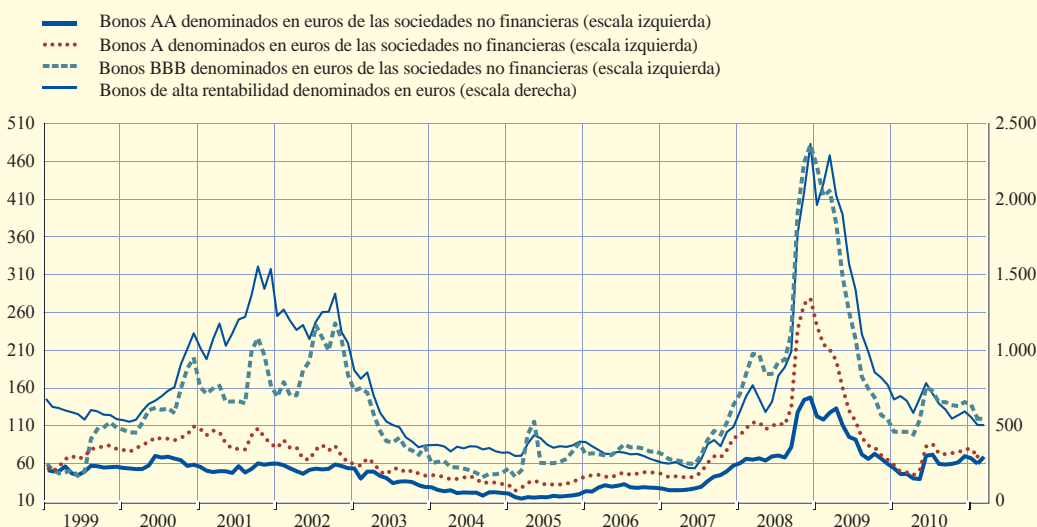
Fuente: BCE.

1) Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo.

tensiones en los mercados financieros, favoreció un incremento del coste real de la financiación mediante valores de renta fija. Más recientemente, la disminución de las tensiones en los mercados financieros contribuyó a un estrechamiento de los diferenciales entre los rendimientos de los valores de renta fija privada y los de la deuda pública, especialmente en el caso de los bonos con calificación crediticia más baja, que se han reducido en torno a 90 puntos básicos desde el comienzo de 2011.

Gráfico 33 Diferenciales de los valores de renta fija de las sociedades no financieras

(puntos básicos; medias mensuales)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Nota: Los diferenciales de los valores de renta fija de las sociedades no financieras se calculan en relación con los rendimientos de la deuda pública con calificación crediticia AAA.

FLUJOS DE FINANCIACIÓN

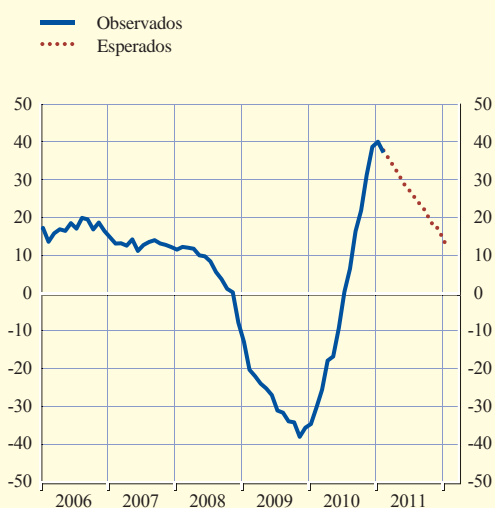
La mayor parte de los indicadores de rentabilidad de las sociedades no financieras de la zona del euro apunta a una nueva mejora en el cuarto trimestre de 2010. La tasa de crecimiento interanual de los beneficios por acción de las sociedades no financieras cotizadas de la zona del euro siguió siendo considerablemente positiva en el cuarto trimestre de 2010 y alcanzó su nivel más alto, en torno al 40%, en enero de 2011, acercándose a los máximos históricos (véase gráfico 34). De cara al futuro, los participantes en el mercado esperan una corrección parcial a la baja en los próximos meses.

En cuanto a la financiación externa, los datos del cuarto trimestre de 2010 confirman la estabilización de los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras observada el último año. Esta normalización de la demanda de préstamos bancarios puede explicar, en parte, la prolongada moderación de la emisión de valores distintos de acciones en el mismo período (véase gráfico 35). En particular, la emisión de valores distintos de acciones a corto plazo, aunque mostró algunos signos de recuperación, siguió siendo negativa, al igual que el año anterior, mientras que la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo volvió a disminuir en el cuarto trimestre. Del mismo modo, la emisión de acciones cotizadas por parte de las sociedades no financieras continuó cayendo, por lo que se mantuvo en niveles moderados.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos bancarios otorgados a las sociedades no financieras pasó a ser menos negativa en el cuarto trimestre de 2010, situándose en el $-0,2\%$ (véase cuadro 6), y se tornó positiva en enero de 2011, por primera vez desde agosto de 2009. La recuperación de los préstamos es reflejo, principalmente, de la moderación del ritmo de contracción de los préstamos a corto plazo (con plazos de vencimiento de hasta un año) a las sociedades no financieras. En cambio, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a más de cinco años experimentó un ligero descenso durante el período analizado. La evidencia empírica sugiere que los préstamos a este sector tienden a ir considerablemente a la zaga del ciclo económico. Desde esta perspectiva, la recuperación observada recientemente en la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras indica que

Gráfico 34 Beneficios por acción de las sociedades no financieras cotizadas de la zona del euro

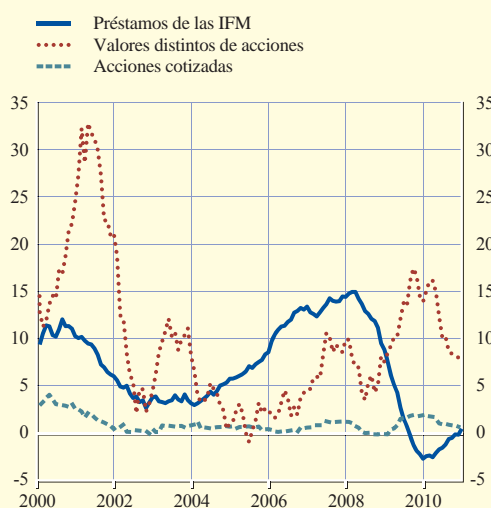
(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Gráfico 35 Detalle por instrumentos de la financiación externa de las sociedades no financieras

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE
Nota: Las acciones cotizadas están denominadas en euros.

Cuadro 6 Financiación de las sociedades no financieras

(variaciones porcentuales; fin de trimestre)

	Tasas de crecimiento interanual				
	2009 IV	2010 I	2010 II	2010 III	2010 IV
Préstamos de IFM	2,2	-2,4	-1,7	-0,6	-0,2
Hasta un año	-13,2	-11,2	-9,9	-6,4	-3,6
De uno a cinco años	-2,0	-4,2	-3,9	-2,0	-2,4
Más de cinco años	3,7	3,0	3,3	2,7	2,2
Valores distintos de acciones	14,5	16,1	12,3	8,6	8,0
A corto plazo	-40,7	-23,8	-15,6	-13,2	-7,3
A largo plazo, de las cuales ¹⁾	26,1	22,6	16,0	11,2	9,5
A tipo fijo	33,8	26,9	18,9	13,7	11,6
A tipo variable	-4,0	0,0	-1,3	-1,2	-0,4
Acciones cotizadas	1,8	1,8	1,0	0,9	0,7
Pro memoria²⁾					
Total financiación	1,1	1,4	1,6	2,1	-
Préstamos a sociedades no financieras	0,3	0,4	0,9	1,9	-
Reservas técnicas de seguro ³⁾	0,9	0,9	0,9	0,9	-

Fuentes: BCE, Eurostat y cálculos del BCE.

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

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

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

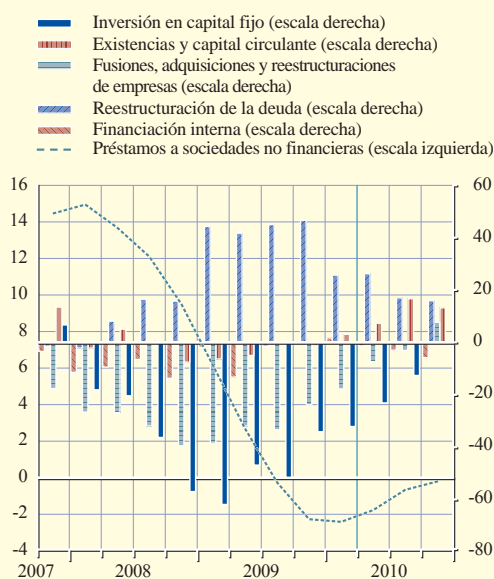
3) Incluye las reservas de los fondos de pensiones.

en meses anteriores de 2010 se alcanzó un punto de inflexión. Al mismo tiempo, la mayor disponibilidad de financiación interna puede haber tenido un efecto moderador sobre la recuperación de la demanda de préstamos bancarios por parte de las sociedades no financieras.

Los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro confirman el importante papel desempeñado por los factores de demanda en la demanda de préstamos por parte de las sociedades no financieras en el cuarto trimestre de 2010 (véase gráfico 36). En concreto, la mejora de la demanda neta total de préstamos tuvo su origen, principalmente, en la detención del descenso de las necesidades de financiación para la inversión en capital fijo. Del mismo modo, el repunte de la financiación de fusiones y adquisiciones tuvo un efecto positivo, mientras que la contribución de las necesidades de financiación de existencias y de capital circulante se redujo. Además, la encuesta puso de manifiesto una disminución del endurecimiento neto de los criterios de aprobación de los préstamos a empresas, como consecuencia de la percepción más favorable del riesgo por parte

Gráfico 36 Crecimiento de los préstamos y factores que contribuyen a la demanda de préstamos de las sociedades no financieras

(tasas de variación interanual; porcentaje neto)



Fuente: BCE.

Nota: El porcentaje neto se refiere a la diferencia entre el porcentaje de entidades que indican que un factor determinado ha contribuido a un incremento de la demanda y las que indican que ha contribuido a una reducción.

de las entidades de crédito, y en particular de las perspectivas de su sector o de entidades concretas. Aunque la normalización de las condiciones aplicadas para la concesión del crédito parece continuar para la zona del euro en su conjunto, el acceso al crédito bancario continúa estando considerablemente restringido en algunos países. Además, en algunos casos, el repunte de la demanda de préstamos también puede exacerbar el impacto potencial sobre la oferta de préstamos de unos criterios de aprobación relativamente restrictivos.

La brecha de financiación (o necesidad de financiación) de las sociedades no financieras —esto es, la diferencia entre los gastos en inversión real y la financiación interna (ahorro bruto)— siguió siendo positiva en el tercer trimestre de 2010, en términos de sumas móviles de cuatro trimestres, aunque experimentó un descenso. En el gráfico 37 se presentan los componentes que integran el ahorro, la financiación y la inversión de las empresas de la zona del euro, según figuran en las cuentas de la zona, para los que se dispone de datos solo hasta el tercer trimestre de 2010. Como se observa en el gráfico, la inversión real (formación bruta de capital fijo) de las empresas pudo ser financiada, en gran medida, mediante fondos internos, de modo que la financiación externa, aunque repuntó ligeramente, continuó siendo una fuente menor de financiación de este sector. Al mismo tiempo, la adquisición neta de activos financieros, incluidas acciones, se incrementó levemente en el tercer trimestre de 2010.

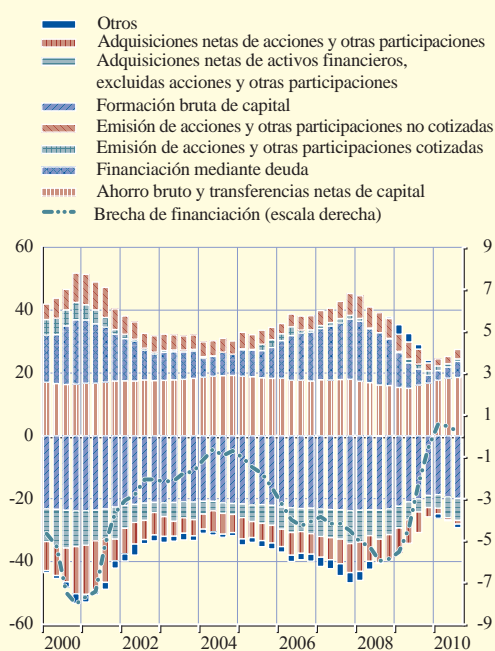
POSICIÓN FINANCIERA

El proceso de desapalancamiento continuó en el tercer trimestre de 2010, cuando el endeudamiento de las sociedades no financieras disminuyó hasta el 79% (frente al 80% del trimestre anterior) en términos de la deuda en relación con el PIB, y hasta el 415% (frente al 422% del trimestre anterior) en términos de la deuda en relación con el excedente bruto de explotación (véase gráfico 38). Tras haber experimentado un acusado descenso en el período comprendido entre finales de 2008 y principios de 2010, la carga financiera por intereses de este sector se mantuvo estable, en términos generales, en el segundo semestre de 2010 (véase gráfico 39).

En general, la disminución de los flujos de financiación externa y el aumento de las fuentes de financiación interna observados desde el segundo semestre de 2009 indican que las empresas han mejorado su situación financiera y han reducido las vulnerabilidades de sus balances, obteniendo con ello flexibilidad financiera ante la fase de recuperación cíclica. Es posible que el nivel de endeudamiento y la carga de intereses asociada sugieran que todavía queda margen de maniobra para reestructurar los balances conjuntamente con la recuperación de los flujos de caja.

Gráfico 37 Ahorro, financiación e inversión de las sociedades no financieras

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

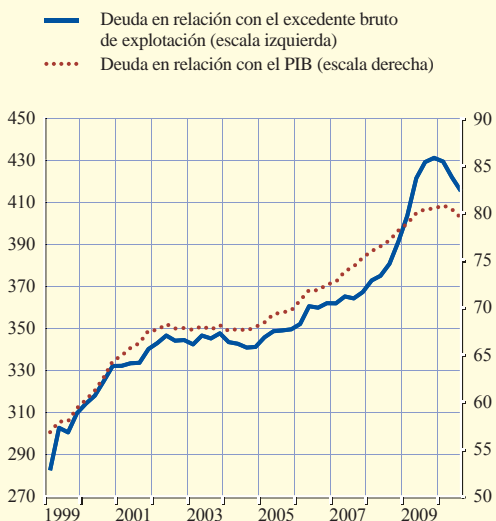


Fuente: Cuentas de la zona del euro.

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

Gráfico 38 Ratios de endeudamiento del sector de sociedades no financieras

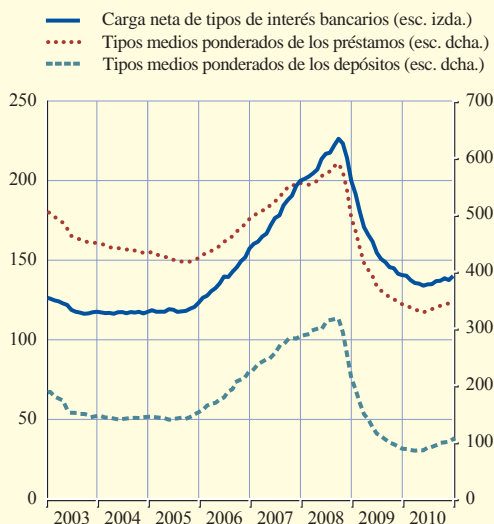
(porcentaje)



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

Gráfico 39 Carga neta de tipos de interés bancarios de las sociedades no financieras

(puntos básicos)



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

2.7 FLUJOS DE FINANCIACIÓN Y POSICIÓN FINANCIERA DEL SECTOR HOGARES

En el cuarto trimestre de 2010, las condiciones de financiación de los hogares se caracterizaron por la estabilidad de los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a los préstamos que, no obstante, experimentaron un ligero incremento en enero de 2011. Hacia el final del año, los criterios de aprobación de los préstamos a este sector se endurecieron ligeramente en el caso del crédito al consumo y en el de los préstamos para adquisición de vivienda. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM a los hogares registró un aumento en enero de 2011, en comparación con el cuarto trimestre de 2010, aunque, en conjunto, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a este sector continuó mostrando señales de moderación. Se estima que la deuda en relación con la renta de los hogares se elevó levemente en el último trimestre y que su carga por intereses se estabilizó, en líneas generales, tras haber disminuido el trimestre precedente.

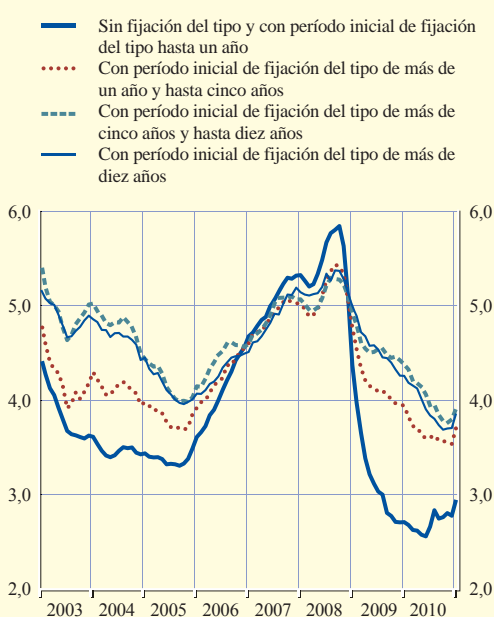
CONDICIONES DE FINANCIACIÓN

El coste total de la financiación de los hogares de la zona del euro se mantuvo estable, en general, en el cuarto trimestre de 2010, tras registrar un moderado aumento el trimestre anterior, mientras que se incrementó ligeramente en enero de 2011. Si se analiza con más detalle la evolución de los tipos de interés aplicados por las IFM a los nuevos préstamos a este sector, se observa un grado más elevado de heterogeneidad en las distintas modalidades en el cuarto trimestre. Aunque los tipos de interés aplicados por las IFM a los nuevos préstamos para adquisición de vivienda permanecieron prácticamente invariables, los correspondientes al nuevo crédito al consumo experimentaron un ligero descenso, que se vio compensado por un aumento modesto de los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos destinados a otros

finés. La estabilización de los tipos de interés de los préstamos para adquisición de vivienda también oculta una evolución divergente de sus componentes. Mientras que los tipos de interés de los préstamos con un período inicial de fijación del tipo de corta duración (es decir, los préstamos sin fijación inicial del tipo y con período inicial de fijación hasta un año) no se modificaron y los aplicados a los préstamos con períodos iniciales de fijación del tipo de uno a cinco años incluso disminuyeron levemente, los correspondientes a los préstamos con período inicial de fijación del tipo de larga duración (esto es, con período inicial de fijación de más de cinco años) registraron un ligero ascenso (véase gráfico 40). En enero de 2011, los tipos de interés aplicados por las IFM a los nuevos préstamos para adquisición de vivienda se incrementaron en todos los plazos de vencimiento. La comparación de la evolución reciente de estos tipos con la de tipos de mercado similares pone de manifiesto que los diferenciales entre ambos han descendido moderadamente en el caso de los préstamos con período de fijación del tipo de más de un año, mientras que incluso han pasado a ser negativos para los vencimientos más largos.

Gráfico 40 Tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda

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



Fuente: BCE.

Después de permanecer estables durante el trimestre anterior, los tipos de interés aplicados por las IFM a los nuevos préstamos para consumo a los hogares experimentaron un descenso en el cuarto trimestre, con una caída de 40 puntos básicos entre septiembre y diciembre de 2010. Esta evolución fue generalizada en todas las modalidades de crédito al consumo, registrándose reducciones particularmente pronunciadas en el caso de los tipos aplicados a los préstamos con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años, que reanudaron la tendencia negativa interrumpida el trimestre precedente. No obstante, en enero de 2011 los tipos de interés aplicados por las IFM a los nuevos préstamos para consumo a los hogares retornaron al nivel observado en octubre de 2010, tras un incremento similar de los tipos de los préstamos con período inicial de fijación del tipo de más de un año. Los diferenciales entre los tipos aplicados a los préstamos con períodos de fijación hasta un año y los tipos de mercado comparables se redujeron ligeramente en el período comprendido entre octubre de 2010 y enero de 2011. De igual modo, los diferenciales entre los tipos de interés aplicados a los préstamos con períodos de fijación del tipo de más de cinco años y tipos de interés de mercado similares disminuyeron levemente en el mismo período.

Según los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios de enero de 2011, en el cuarto trimestre de 2010 los criterios de aprobación se endurecieron ligeramente en el caso de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda. Este mayor endurecimiento neto parece explicarse, fundamentalmente, por el aumento de la percepción de los riesgos relacionados con el mercado de la vivienda y con las perspectivas económicas generales por parte de las entidades de crédito, así como por un pequeño incremento de los costes de financiación y por mayores restricciones en la disponibilidad de fondos. Al mismo tiempo, las entidades participantes en la encuesta señalaron que la demanda neta de préstamos

para adquisición de vivienda fue positiva en el cuarto trimestre y superior a la del trimestre precedente, favorecida por las mejores perspectivas del mercado de la vivienda y por una contribución considerablemente menos negativa de la confianza de los consumidores. De igual modo, los criterios de aprobación también se endurecieron levemente en el caso del crédito al consumo y otros fines a los hogares en el último trimestre. La demanda neta de esta modalidad de préstamo aumentó, pero no pasó a ser positiva, y según la percepción de las entidades, se vio moderada por la evolución de la confianza de los consumidores y el ahorro de los hogares.

FLUJOS DE FINANCIACIÓN

La tasa de crecimiento interanual del total de préstamos concedidos a los hogares prácticamente no se modificó y fue del 2,3% en el tercer trimestre de 2010 (el último trimestre para el que se dispone de datos de las cuentas de la zona del euro), tras haber mostrado una tendencia al alza desde el cuarto trimestre de 2009. Este crecimiento prácticamente invariable reflejó una evolución similar de sus componentes. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por instituciones distintas de IFM a los hogares se mantuvo sin cambios, en torno a cero, tras los significativos descensos registrados los tres trimestres anteriores. Los datos sobre préstamos otorgados por las IFM y operaciones de titulización indican que la tasa de crecimiento interanual del total de préstamos concedidos a los hogares aumentó hasta situarse en torno al 2% en el cuarto trimestre (véase gráfico 41).

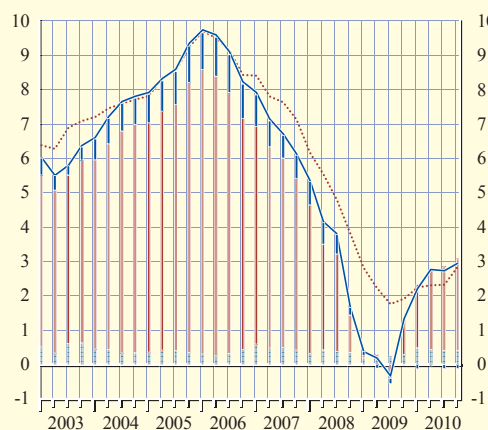
La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM a los hogares aumentó hasta situarse en el 3,1% en enero, desde el 2,8% del tercero y cuarto trimestres. Esta evolución confirma que el crecimiento del endeudamiento de los hogares se ha moderado. Las operaciones de titulización continúan teniendo solo un pequeño impacto sobre el crecimiento interanual de los préstamos otorgados por el citado sector a los hogares, aunque si los datos se corrigen por este impacto se observa una ligera tendencia al alza en el crecimiento de los préstamos. Habida cuenta del reciente repunte de los precios de la vivienda y de las medidas de apoyo fiscal adoptadas en algunos países, así como la mejora general de la confianza de los consumidores, la trayectoria observada últimamente parece haberse mantenido relativamente contenida. Por tanto, es probable que el crecimiento de los préstamos a los hogares se esté viendo moderado por el nivel históricamente elevado de endeudamiento de este sector y por el hecho de que los criterios de aprobación de los préstamos siguen siendo estrictos, en general.

En cuanto a los componentes de los préstamos de las IFM a los hogares, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos para adquisición de vivienda aumentó hasta situarse en el 3,9% en enero, desde el 3,5% del cuarto trimestre. En cambio, la tasa de crecimiento interanual del crédito al consumo expe-

Gráfico 41 Total de préstamos concedidos a los hogares

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

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



Fuente: BCE.

Notas: El total de préstamos comprende los préstamos a hogares concedidos por todos los sectores institucionales, incluido el resto del mundo. El total de préstamos concedidos a los hogares en el cuarto trimestre de 2010 se ha estimado a partir de las operaciones que figuran en las estadísticas monetarias y bancarias. Para más información sobre las diferencias en el cálculo de las tasas de crecimiento entre préstamos de las IFM y total de préstamos, véanse las notas técnicas pertinentes.

rimentó un nuevo descenso (hasta el $-0,8\%$ en enero, desde el $-0,7\%$ del cuarto trimestre). La persistente debilidad del crecimiento del crédito al consumo en los últimos meses podría estar relacionada con el deterioro de las expectativas de los consumidores en cuanto a su situación financiera futura, como puede observarse en los resultados de las encuestas de la Comisión Europea. Además, el indicador de compras importantes, que suele presentar una estrecha correlación con el consumo de bienes de consumo duradero, permanece en niveles históricamente bajos. En general, esto indica que la debilidad de la demanda de crédito al consumo ha estado frenando su crecimiento desde principios de 2010 (véase el recuadro 4, titulado «Explicación de la reciente divergencia entre el crecimiento de los préstamos para adquisición de vivienda y el crédito al consumo concedidos por las IFM»).

Recuadro 4

EXPLICACIÓN DE LA RECIENTE DIVERGENCIA ENTRE EL CRECIMIENTO DE LOS PRÉSTAMOS PARA ADQUISICIÓN DE VIVIENDA Y EL CRÉDITO AL CONSUMO CONCEDIDOS POR LAS IFM

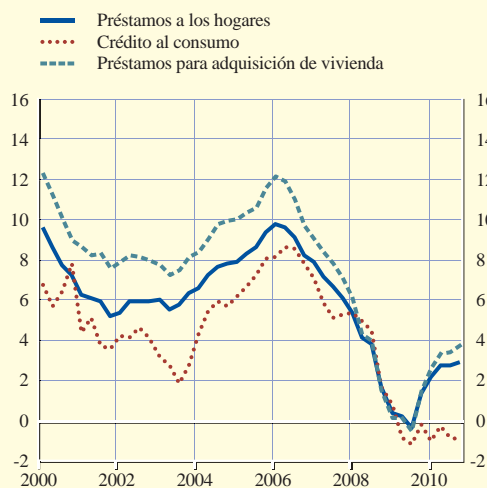
La recuperación de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos otorgados por las IFM a los hogares observada desde el último trimestre de 2009 ha coincidido con una divergencia entre la evolución de los préstamos para adquisición de vivienda y la del crédito al consumo. Mientras que el crecimiento de los préstamos hipotecarios aumentó a tasas cercanas al 4% , el del crédito al consumo se mantuvo en territorio negativo, prácticamente sin cambios (véase gráfico A). La diferencia en los patrones de crecimiento de estos dos tipos de préstamos es relativamente acusada en comparación con el elevado grado de correlación observado desde 1999. En este recuadro se examinan los indicadores disponibles, para poder explicar la divergencia actual a partir de ellos.

Información procedente de los criterios de aprobación del crédito y de los tipos de interés de los préstamos aplicados por las entidades de crédito

Los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios de la zona del euro indican que las entidades de crédito no han discriminado entre préstamos hipotecarios y crédito al consumo al endurecer los criterios de aprobación del crédito (véase gráfico B). En concreto, no parece que haya diferencia en el impacto sobre el endurecimiento que proviene del coste de financiación de las entidades de crédito y el que procede de restricciones de balance, que podrían considerarse como los factores de oferta que intervienen en la provisión del crédito con una definición más estrecha. No obstante, parecen existir diferencias en la manera en que los bancos han aplicado este endurecimiento, ya que, desde otoño de 2009, parece que han aumentado más los márgenes en el crédito al consumo que en los préstamos hipotecarios.

Gráfico A Préstamos de las IFM a los hogares para adquisición de vivienda y crédito al consumo

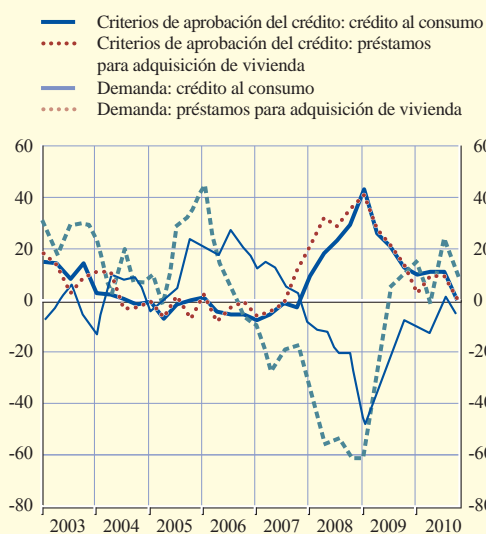
(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

Gráfico B Encuesta sobre préstamos bancarios: cambios en los criterios de aprobación del crédito y demanda de préstamos para adquisición de vivienda y de crédito al consumo de los hogares

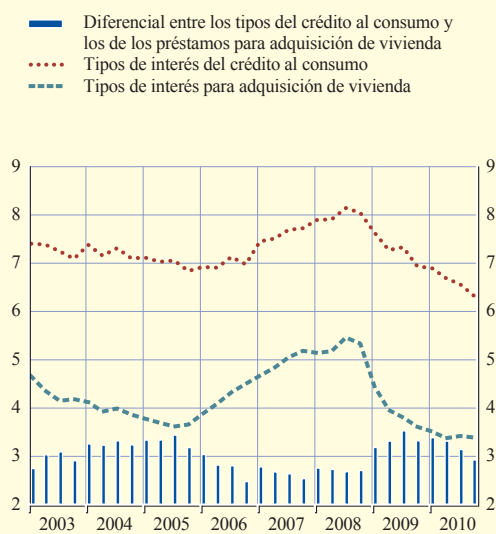
(saldos netos)



Fuente: BCE.

Gráfico C Evolución de los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a los hogares

(porcentaje)



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

Efectivamente, mientras que los tipos de interés del crédito al consumo aplicados por los bancos son habitualmente más elevados que los de los préstamos para adquisición de vivienda —lo que refleja el hecho de que para obtener estos últimos se suelen aportar mejores garantías—, la diferencia entre los tipos de interés aplicados a cada tipo de préstamo fue especialmente grande en el período comprendido entre el segundo semestre de 2009 y el primer semestre de 2010, cuando se inició la divergencia entre las dos series de crecimiento de los préstamos (véase gráfico C). Más recientemente, el diferencial entre los tipos de interés se ha estrechado, aunque todavía no ha dado lugar a un patrón de crecimiento del crédito al consumo similar al del los préstamos para adquisición de vivienda.

Información procedente de los indicadores de demanda

En la encuesta sobre préstamos bancarios, las entidades de crédito informan de una evolución prácticamente similar de la demanda de crédito al consumo y de préstamos hipotecarios, con un punto de inflexión en ambos casos a principios de 2009. No obstante, seguían siendo evidentes algunas diferencias, ya que el crecimiento de la demanda de préstamos para adquisición de vivienda pasó a ser positivo en el tercer trimestre de 2009, mientras que el del crédito al consumo continuó siendo ligeramente negativo (véase gráfico B).

La demanda relativamente débil de crédito al consumo también parece concordar con los resultados de las encuestas de opinión relativas al consumo. La confianza de los consumidores se ha recuperado sustancialmente desde el mínimo observado en el cuarto trimestre de 2009, si bien la disposición a efectuar compras importantes —que muestra una correlación más elevada con el consumo de bienes duraderos y las compras de artículos de valor y, por lo tanto, puede esperarse que refleje de manera más fiel la demanda de crédito al consumo— se ha reducido de nuevo tras una recuperación inicial. Gran parte de esta reducción puede estar relacionada con la evolución de las ventas de automóviles, un componente importante del consumo de bienes duraderos, que se caracterizaron por una nueva debilidad durante la mayor parte de

2010, después de que se retiraran los planes de sustitución de vehículos (véase gráfico D)^{1,2}. El escaso crecimiento de la renta real disponible de los hogares y sus niveles de endeudamiento, todavía muy elevados, probablemente sean factores adicionales de contención de la demanda de crédito al consumo. El motivo por el que esto no parece haber tenido un efecto igualmente moderador sobre la demanda de préstamos hipotecarios puede deberse al hecho de que la adquisición de viviendas refleja también consideraciones de inversión. En este sentido, el renovado dinamismo observado en los mercados inmobiliarios de distintos países de la zona del euro tras la caída de los precios de la vivienda durante la crisis, sumado a la incertidumbre y al elevado coste de otras alternativas de inversión a más largo plazo, podría hacer que los activos inmobiliarios resultaran especialmente atractivos para los hogares en la coyuntura actual.

Conclusiones

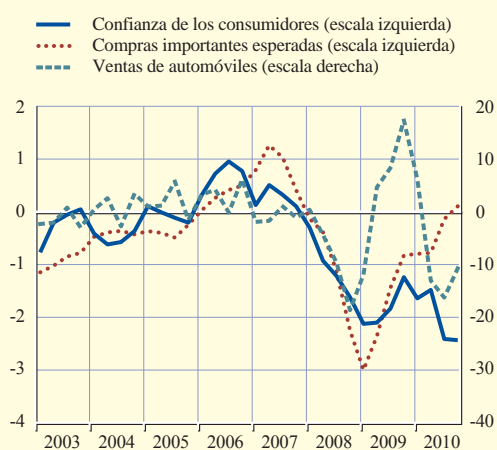
El conjunto de indicadores que se examina en este recuadro sugiere que la reciente divergencia de las tasas de crecimiento de los préstamos hipotecarios y del crédito al consumo se debe a factores de demanda que afectan específicamente al crédito al consumo. Por el contrario, los factores de oferta, como los criterios de aprobación del crédito y los tipos de interés que aplican las entidades de crédito, no parecen haber desempeñado un papel significativo.

- 1 Para más información, véase el recuadro titulado «Los efectos de los planes de sustitución de automóviles en los países de la zona del euro», *Boletín Mensual*, octubre de 2009.
- 2 En principio, si, por una parte, el actual crecimiento negativo observado en las ventas de automóviles está conteniendo presuntamente el crecimiento del crédito al consumo, entonces, el fuerte crecimiento positivo de las ventas de automóviles que se registró mientras duraron los planes de sustitución de vehículos debería haber impulsado el crecimiento del crédito al consumo. Sin embargo, hay varias razones posibles para explicar por qué esta simetría no se produjo en ese momento. En primer lugar, los planes de sustitución supusieron, en última instancia, una elevada proporción de compras de vehículos más pequeños que, a su vez, implicaron menores necesidades de financiación. En segundo lugar, los incentivos financieros introducidos por los planes puede que dieran lugar a una menor necesidad de ofrecer condiciones atractivas en determinadas operaciones de financiación de automóviles. En tercer lugar, el elevado nivel de activos monetarios líquidos mantenidos por los hogares cuando los planes de sustitución de vehículos estaban en marcha, y el bajo nivel al que se remuneraban, podría haber llevado a los hogares a financiar con efectivo las compras de automóviles en lugar de recurrir al crédito al consumo.

Por lo que se refiere al activo del balance del sector hogares de la zona del euro, la tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera total se redujo hasta situarse en el 2,7% en el tercer trimestre (desde el 2,9% del trimestre precedente), retornando con ello a los reducidos niveles de crecimiento observados durante la crisis financiera (véase gráfico 42). En el tercer trimestre se registraron nuevos flujos trimestrales positivos en las tenencias de efectivo y depósitos, aunque el volumen fue muy inferior al del trimestre anterior y su contribución a la tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera de los hogares prácticamente no se modificó. Es probable que esta evolución haya reflejado cierto aplanamiento de la curva de rendimientos ese trimestre. La contribución de la inversión en acciones disminuyó ligeramente, posiblemente también como consecuencia de la incertidumbre existente en torno a la recuperación económica, en un contexto de aumento de las tensiones en los mercados de deuda soberana. En consecuencia, la contribución de las acciones al crecimiento interanual de la inversión financiera

Gráfico D Confianza de los consumidores, compras importantes esperadas y ventas de automóviles

(encuestas de opinión de los consumidores en saldos netos; ventas de automóviles en tasas de variación interanual)



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

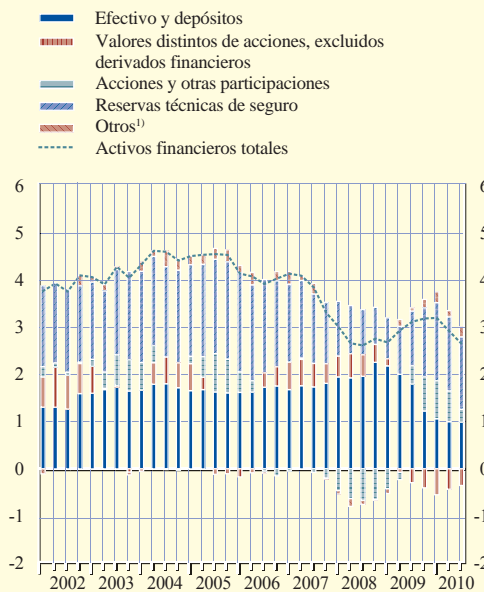
total se redujo en más de la mitad en el tercer trimestre, en comparación con el trimestre precedente. En cambio, la contribución de los productos de seguro y pensiones al crecimiento interanual de la inversión financiera total solo se redujo levemente, y estos instrumentos siguieron siendo los que más contribuyeron al crecimiento total de la inversión financiera. La contribución de los valores distintos de acciones se mantuvo negativa, aunque se incrementó ligeramente con respecto al trimestre anterior.

POSICIÓN FINANCIERA

Según las estimaciones, la deuda en relación con la renta disponible de los hogares volvió a aumentar ligeramente, hasta situarse en torno al 98,8% en el cuarto trimestre de 2010, continuando el ligero desplazamiento al alza observado en trimestres anteriores (véase gráfico 43). Esto se debe a que, aunque la tasa de crecimiento de la renta disponible se ha recuperado levemente, se estima que el crecimiento del endeudamiento de este sector ha aumentado algo más. Con arreglo a las estimaciones, la deuda de los hogares en relación con el PIB se mantuvo prácticamente invariable en el cuarto trimestre, reflejando que la actividad económica general ha mostrado un repunte cíclico más acusado que la renta de los hogares. Su carga por intereses no se modificó y permaneció en el 2,2% de la renta disponible en el cuarto trimestre, tras haber descendido sistemáticamente desde finales de 2008. Hasta el tercer trimestre de 2010, el efecto favorable causado por la reducción de los tipos de interés compensó con creces el impacto al alza sobre su carga por intereses generado por el aumento del endeudamiento de los hogares. No obstante, el ligero incremento observado recientemente en la carga por intereses de este sector parece indicar que es posible que este efecto moderador haya desaparecido.

Gráfico 42 Inversión financiera de los hogares

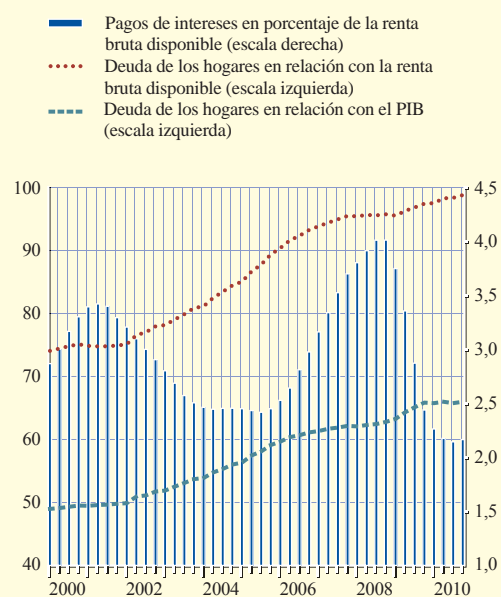
(tasas de variación interanual; puntos porcentuales)



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

Gráfico 43 Endeudamiento y pagos de intereses de los hogares

(porcentaje)



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

3 PRECIOS Y COSTES

Según el avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se situó en el 2,4% en febrero de 2011, frente al 2,3% de enero. El aumento de las tasas de inflación observado a principios de 2011 es reflejo, en gran medida, de la subida de los precios de las materias primas. Las expectativas de inflación a medio y largo plazo siguen estando firmemente ancladas, en consonancia con el objetivo del Consejo de Gobierno de mantener las tasas de inflación en un nivel inferior, aunque próximo, al 2% a medio plazo. Las proyecciones macroeconómicas de marzo de 2011 elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro sitúan la inflación interanual medida por el IAPC en un intervalo comprendido entre el 2% y el 2,6% en 2011, y entre el 1% y el 2,4% en 2012. Los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios a medio plazo están al alza.

3.1 PRECIOS DE CONSUMO

Las tasas de inflación medidas por el índice general se elevaron de forma significativa en el transcurso de 2010, desde cerca del 1% registrado en enero, hasta más del 2% alcanzado en diciembre. Este incremento fue consecuencia de la subida de los precios de las materias primas, ya que el aumento de la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y, en particular, la energía y los alimentos, fue mucho menos pronunciado. Según el avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se elevó hasta el 2,4% en febrero de 2011, desde el 2,3% del mes precedente (véase cuadro 7). La tasa de inflación oficial de enero ha sido corregida a la baja en 0,1 puntos porcentuales, debido a nuevos métodos de cálculo introducidos tras la entrada en vigor de un nuevo reglamento sobre el tratamiento de los productos de temporada¹. El aumento de la inflación medida por el índice general observado en enero de 2011 refleja el ascenso de las tasas de variación interanual de los precios de los componentes de energía, alimentos elaborados y servicios del IAPC y el descenso de las correspondientes tasas de los precios de los componentes de alimentos no elaborados y bienes industriales no energéticos.

Si se considera la evolución del IAPC con más detalle, se observa que la tasa de variación interanual de los precios de la energía se situó en el 12% en enero de 2011, frente al 11% de diciembre de 2010, por lo que se mantuvo la tendencia al alza iniciada hace un año.

1 Véase Reglamento (CE) nº 330/2009 de la Comisión, de 22 de abril de 2009, por el que se establecen normas de desarrollo del Reglamento (CE) nº 2494/95 del Consejo en lo que respecta a las normas mínimas para el tratamiento de los productos de temporada en los índices armonizados de precios de consumo (IAPC).

Cuadro 7 Evolución de los precios

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	2009	2010	2010 Sep	2010 Oct	2010 Nov	2010 Dic	2011 Ene	2011 Feb
IAPC y sus componentes								
Índice general ¹⁾	0,3	1,6	1,9	1,9	1,9	2,2	2,3	2,4
Energía	-8,1	7,4	7,7	8,5	7,9	11,0	12,0	.
Alimentos no elaborados	0,2	1,3	2,3	2,3	2,6	3,2	2,1	.
Alimentos elaborados	1,1	0,9	1,0	1,2	1,3	1,5	1,8	.
Bienes industriales no energéticos	0,6	0,5	0,9	0,8	0,9	0,7	0,5	.
Servicios	2,0	1,4	1,4	1,4	1,3	1,3	1,5	.
Otros indicadores de precios								
Precios industriales	-5,1	2,9	4,3	4,3	4,5	5,3	6,1	.
Precios del petróleo (euro/barril)	44,6	60,7	59,8	60,2	63,1	69,6	72,6	76,6
Precios de las materias primas no energéticas	-18,5	44,7	54,7	47,5	48,6	49,6	45,9	47,5

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

Nota: Los datos de los precios industriales se refieren al Euro-17.

1) La inflación medida por el IAPC de febrero de 2011 corresponde a una estimación preliminar de Eurostat.

Hasta el momento, el aumento de la inflación de la energía en el transcurso de 2010 se ha debido, en parte, a efectos de base al alza derivados de la pasada volatilidad de los precios del petróleo y del incremento de los precios del crudo. Desde enero de 2010, los precios del Brent en euros han subido más de un 40 %, desde cerca de 54 euros por barril hasta los 77 euros por barril alcanzados en febrero de 2011. Las partidas del IAPC que registraron las tasas de inflación más altas en este período fueron las que están más directamente relacionadas con los precios del petróleo, como los combustibles líquidos para calefacción doméstica y los combustibles para vehículos privados. Las tasas de variación interanual de los otros principales subcomponentes energéticos, como el gas y la electricidad, que están vinculados a los precios del petróleo con cierto retraso, se elevaron también, aunque a un ritmo más moderado.

Recuadro 5

CÓMO CALIBRAR EL IMPACTO DE LOS IMPUESTOS INDIRECTOS SOBRE LA INFLACIÓN MEDIDA POR EL IAPC DE LA ZONA DEL EURO

Los ajustes de la política fiscal, como cambios en los tipos del IVA u otros impuestos indirectos, pueden tener un efecto directo e inmediato sobre la inflación medida por el IAPC general. Para la zona del euro, una de las herramientas utilizadas para estimar el impacto de cambios en los impuestos indirectos sobre la inflación es el IAPC con tipos impositivos constantes (IAPC-TC), que el Eurostat viene publicando mensualmente desde octubre de 2009¹. En aras de la simplicidad, este índice, elaborado por Eurostat tras consultar con el BCE, se calcula basándose en el supuesto «mecánico» de que los cambios en los impuestos indirectos se trasladan en su totalidad y de forma inmediata a los precios de consumo. Si todos los tipos impositivos de un determinado año se han mantenido sin cambios desde diciembre del año precedente, el IAPC y el IAPC-TC registrarán exactamente las mismas tasas de variación intermensual. Las eventuales diferencias en la evolución del IAPC y del IAPC-TC proporcionarán el límite superior del impacto observado de los cambios impositivos. Por otro lado, debido al modo en que se construye el IAPC-TC, este impacto se concentra en el mes en que el cambio impositivo entra en vigor. También cabe señalar que, en realidad, la transmisión de los cambios impositivos puede ser más lenta y/o incompleta, dependiendo del entorno económico en el que llevan a cabo estos cambios y de la medida en que son absorbidos por los márgenes. Sin embargo, a efectos estadísticos, no existe alternativa práctica a la hipótesis de que se produce una transmisión total e inmediata de los cambios impositivos, debido a que el índice debe elaborarse puntualmente y con periodicidad mensual².

El gráfico A muestra que el impacto mecánico de cambios en los impuestos indirectos sobre la inflación medida por el IAPC de la zona del euro ha variado de forma significativa a lo largo del tiempo. En el período transcurrido entre diciembre de 2003 y diciembre de 2010, el impacto, calculado como la diferencia entre la tasa de variación interanual del IAPC y la del IAPC-TC, se cifró en 0,15 puntos porcentuales anuales. En el mismo período, la mayor diferencia, de unos 0,5 puntos porcentuales, se registró en 2007 y se debió, principalmente, al aumento del tipo general del IVA en Alemania, desde el 16 % hasta el 19 %. Desde 2008 hasta mediados de 2010, el impacto mecánico de cambios en los impuestos indirectos sobre la inflación medida por el IAPC fue prácticamente desdeñable, al menos para

1 Véase http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/hicp/methodology/hicp_constant_tax_rates.

2 Para más información sobre los atributos y la interpretación del IAPC-TC, véase el recuadro titulado «Nuevas series estadísticas para medir el impacto de los impuestos indirectos sobre la inflación medida por el IAPC», *Boletín Mensual*, BCE, noviembre de 2009.

el conjunto de la zona del euro, aunque superó los 0,3 puntos porcentuales en el segundo semestre de 2010, debido al aumento de los tipos de los impuestos indirectos en varios países de la zona del euro.

El gráfico B muestra el impacto mecánico medio en 2010 de cambios en los impuestos indirectos sobre la tasa de inflación interanual medida por el IAPC de cada uno de los países de la zona del euro. Grecia es el país que ha experimentado el mayor impacto mecánico sobre la inflación (3,8 puntos porcentuales), que incluye el impacto del aumento gradual de los tipos del IVA en 2010, con una elevación del tipo general desde el 19% hasta el 23%, y el impacto de importantes subidas de los impuestos especiales sobre las bebidas alcohólicas, el tabaco y los combustibles. Estos aumentos se enmarcan en las necesarias medidas de consolidación fiscal adoptadas en Grecia, país en el que se espera que las tasas de inflación medidas por el IAPC disminuyan de forma significativa, al agotarse el impacto de estas subidas en los próximos meses. Además de los aumentos de los impuestos indirectos llevados a cabo en Grecia, los realizados en Estonia, España, Portugal, Luxemburgo, Eslovenia, Malta, Eslovaquia, Países Bajos e Italia contribuyeron también positivamente a la inflación medida por el IAPC de estos países en 2010.

De cara al futuro, se espera que las subidas de los impuestos indirectos que ya se han efectuado o que se han anunciado, continúen ejerciendo presiones al alza sobre la inflación medida por el IAPC de la zona del euro en 2011, con una contribución media anual muy probablemente mayor que la observada en 2010. Dada la magnitud de los actuales desequilibrios presupuestarios en varios países de la zona del euro, la medida en que los cambios en los impuestos indirectos puedan influir en los nece-

Gráfico A Impacto mecánico¹⁾ de cambios en los impuestos indirectos sobre la tasa de inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro

(puntos porcentuales)

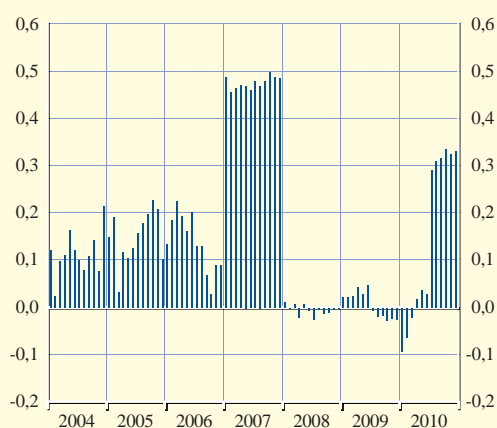
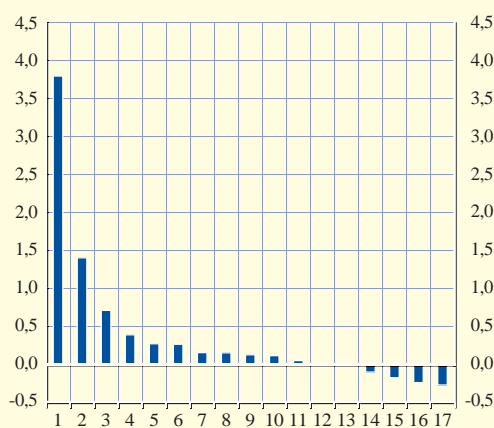


Gráfico B Impacto mecánico medio¹⁾ en 2010 de cambios en los impuestos indirectos sobre la tasa de inflación interanual medida por el IAPC de cada uno de los países de la zona del euro²⁾

(puntos porcentuales)



1 Grecia	7 Malta	13 Chipre
2 Estonia	8 Eslovaquia	14 Alemania
3 España	9 Zona del euro	15 Finlandia
4 Portugal	10 Países Bajos	16 Francia
5 Luxemburgo	11 Italia	17 Bélgica
6 Eslovenia	12 Austria	

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Calculado como la diferencia entre las tasas de inflación interanual del IAPC y las del IAPC-TC.

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Calculado como la diferencia entre las tasas de inflación interanual del IAPC y las del IAPC-TC.

2) No se dispone de datos del IAPC-TC para Irlanda.

sarios planes de consolidación fiscal seguirá planteando riesgos al alza para la inflación medida por el IAPC de la zona del euro. Pese a los beneficios obtenidos mediante los ajustes realizados por el lado del gasto público³, es probable que todavía deban efectuarse algunos ajustes en los impuestos indirectos. En consecuencia, la aplicación de estas medidas ha de ser objeto de un estrecho seguimiento, a fin de evaluar su impacto potencial sobre la evolución de la inflación de la zona del euro.

3 La experiencia pasada en los países de la zona del euro sugiere que un intenso esfuerzo por reducir el gasto y, al mismo tiempo, realizar reformas estructurales para propiciar el crecimiento potencial puede representar una valiosa contribución con vistas a lograr una reducción significativa de la deuda pública y ayudar a los países a cosechar los beneficios de la consolidación. Para más detalles, véanse, por ejemplo, C. Nickel, P. Rother y L. Zimmermann, «Major public debt reductions – Lessons from the past, lessons for the future», *Working Paper Series*, n.º 1241, BCE, septiembre de 2010; el recuadro titulado «La experiencia con la reducción de la deuda pública en los países de la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, septiembre de 2009; y el recuadro titulado «El programa de ajuste económico y financiero de Grecia», *Boletín Mensual*, BCE, mayo de 2010.

Por lo que se refiere a la evolución más reciente del componente energético, se produjo un fuerte aumento intermensual de los precios en enero de 2011, pero el efecto de este incremento sobre la tasa de variación interanual se compensó casi completamente con un marcado efecto de base a la baja. En el mismo mes, los precios de los combustibles líquidos y para transporte se elevaron de forma acusada en términos intermensuales. Sin embargo, las tasas de variación interanuales de estos subcomponentes disminuyeron ligeramente, debido a efectos de base incluso más fuertes, aunque se mantuvieron en niveles elevados, en torno al 25 % y el 15 %, respectivamente. También subieron notablemente los precios del gas y de la electricidad en tasa interanual, un 8,8 % y un 6,7 %, respectivamente. En particular, el pronunciado incremento de los precios de la electricidad registrado en enero se debió, con toda probabilidad, a una respuesta retardada al aumento acumulado de los precios del petróleo y del gas observado a lo largo de 2010 y a determinados gravámenes medioambientales impuestos en algunos países.

Los precios internacionales de las materias primas alimentarias han aumentado también considerablemente desde principios de 2010, superando en algunos casos los máximos alcanzados durante la perturbación de los precios de las materias primas de 2007-2008 y suscitando inquietud respecto a su posible impacto sobre los precios de consumo. Las presiones sobre los precios de las materias primas se han acumulado desde el verano de 2010, pero hasta el momento solo se han observado limitadas evidencias de efectos directos e indirectos sobre la inflación medida por el IAPC. La tasa de variación interanual de los precios de todos los alimentos (incluidos el alcohol y el tabaco) se elevó de forma constante en el transcurso de 2010, situándose en el 2,1 % en diciembre, antes de descender hasta el 1,9 % en enero de 2011. El incremento registrado en 2010 puede atribuirse, en parte, a efectos de base al alza derivados de la evolución de los precios de las materias primas alimentarias observada un año antes. Por lo que respecta a los subcomponentes, la tasa de variación interanual de los precios del componente de alimentos no elaborados (especialmente, de las frutas y hortalizas) se elevó de forma significativa en el transcurso de 2010, debido a condiciones atmosféricas adversas. La tasa de variación interanual de los precios de los alimentos elaborados, excluido el tabaco (que debería verse afectada en mayor medida por las mencionadas subidas de los precios de las materias primas alimentarias), se situó en el 0,8 % en enero de 2011, muy por debajo de su media histórica del 1,7 % desde 1999. Esta tasa de variación contrasta con las tasas de variación negativas registradas al inicio de 2010. Los aumentos de los precios de las materias primas alimentarias observados en el mercado interno de la UE (que son más relevantes para la zona del euro) han sido inferiores a los registrados en los mercados internacionales. Los precios de la leche se han mantenido también en una senda más moderada, en comparación con las pronunciadas subidas observadas en 2007 y 2008. Sin embargo, los efectos de una perturbación de los precios de las materias primas alimentarias suelen apreciarse primero en los precios industriales, antes de transmitirse a los precios al por menor y de consumo. En los últimos meses, han aparecido cada vez más evidencias de

crecientes presiones latentes en la cadena de producción alimentaria. Los precios industriales de los alimentos se elevaron un 5,7 % en enero de 2011, frente al 0,3 % de julio de 2010. Por otro lado, la experiencia pasada muestra que las perturbaciones de los precios de las materias primas alimentarias tardan, normalmente, de dos a cuatro trimestres en transmitirse a la cadena de producción alimentaria y luego a los consumidores.

Si se excluyen los alimentos y la energía, que representan cerca del 30 % de la cesta del IAPC, la inflación interanual medida por el IAPC se situó en el 1,1 % en enero de 2011. Esta medida de la inflación subyacente, básicamente determinada por factores internos, como los salarios, los márgenes y los impuestos indirectos, consiste en dos principales partidas: los bienes industriales no energéticos y los servicios.

La inflación de los bienes industriales no energéticos ha mostrado una tendencia al alza desde el segundo trimestre de 2010, tras descender hasta niveles muy bajos a principios del año. Sin embargo, según los datos más recientes, la tasa de variación interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos se situó en el 0,5 % en enero de 2011, por debajo del nivel registrado en el cuarto trimestre de 2010, debido a las nuevas normas para el tratamiento de los productos de temporada. La tendencia al alza de la inflación de los bienes industriales no energéticos se ha atribuido no solo a efectos de base al alza, sino también a los aumentos intermensuales de los precios de los bienes industriales no energéticos originados por cambios impositivos, así como a cierta transmisión de la anterior depreciación del tipo de cambio y del encarecimiento de las materias primas. Al mismo tiempo, el incremento de los precios se ha visto limitado por reducidas, pero crecientes, presiones de la demanda y por un moderado crecimiento salarial.

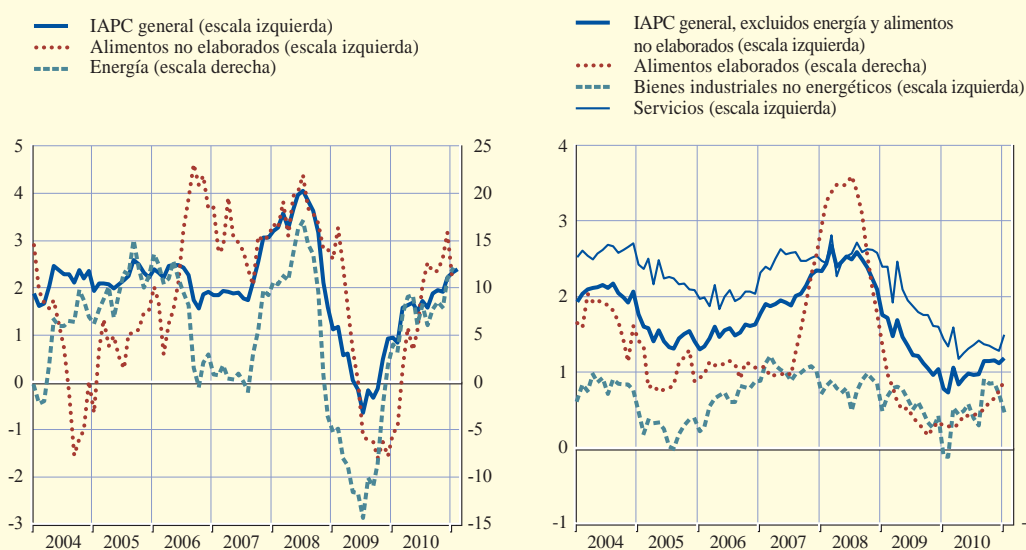
Los bienes industriales no energéticos pueden desglosarse en tres subcomponentes: bienes de consumo duradero (automóviles, muebles, aparatos electrónicos, etc.), semiduradero (materiales de artículos de vestir, textiles, libros, etc.) y no duradero (suministro de agua, productos farmacéuticos, periódicos, etc.). El aumento de la inflación de los bienes industriales no energéticos observado desde el segundo trimestre de 2010 ha sido resultado de la mayor contribución de todos los subcomponentes. La tasa de variación interanual de los precios de los bienes de consumo duradero se elevó al 0 % en julio y agosto de 2010, registrando, a partir de septiembre, valores positivos por primera vez desde diciembre de 2007. Esta evolución estuvo determinada, principalmente, por la tasa de variación interanual de los precios de los automóviles, que se tornó positiva en julio, tras haberse mantenido en valores negativos desde la primavera de 2009. Los precios de los automóviles han seguido subiendo en tasa interanual, hasta situarse en el 0,8 % en enero de 2011, compensando con creces las recientes caídas de los precios de algunos electrodomésticos. Por su parte, la evolución de los precios de los bienes de consumo semiduradero tiende a verse afectada de forma significativa por las rebajas estacionales, de invierno y verano, que dificultan la detección de pequeños cambios de tendencia. La tasa de variación interanual de los precios de los bienes de consumo semiduradero descendió en el tercer trimestre de 2010, al verse afectados los precios de los artículos de vestir por las rebajas estacionales, con descuentos que no fueron tan importantes como los registrados en las rebajas de verano del año anterior y tras producirse la grave recesión económica. En el cuarto trimestre de 2010, la inflación de los bienes de consumo semiduradero se elevó al 0,9 %, reflejo del aumento de los precios de algunas partidas, como las prendas de vestir y el calzado y las piezas de repuesto para automóviles. En enero de 2011, la tasa de variación interanual de los precios de los bienes de consumo semiduradero se tornó ligeramente negativa, debido, en gran medida, a variaciones de los precios de partidas como las prendas de vestir y el calzado, que se ven afectadas por el nuevo reglamento. La inflación de los bienes de consumo no duradero osciló en torno al 1 % a lo largo de 2010, como resultado de la distinta evolución de las tasas de variación interanual de los precios de varias partidas, que se vieron, en general, atemperados por el lento crecimiento de la demanda. En el mismo mes, la tasa de variación interanual de los precios de los bienes de consumo no duradero se situó en el 1,3 %.

En 2010, la tasa de variación interanual de los precios de los servicios se recuperó con respecto al mínimo del 1,2 % registrado en abril, para oscilar entre el 1,3 % y el 1,4 % en el segundo semestre del año, hasta alcanzar el 1,5 % al principio de 2011. En comparación con la tasa media de inflación del 2,2 % observada desde 1999, estas cifras fueron bastante reducidas, reflejo de una relativa debilidad de la demanda y de un moderado crecimiento salarial. En general, en el segundo semestre de 2010 todos los subcomponentes de servicios registraron tasas de inflación estables, a excepción de los servicios de transporte, a los que parece que no se han transmitido los recientes aumentos de los precios del petróleo, ya que las tasas de variación interanual de los precios de este subcomponente han descendido en los últimos meses, hasta situarse en el 1,5 % en enero de 2011, frente al 2,7 % de julio de 2010. En los últimos meses, la inflación del subcomponente de vivienda ha oscilado entre el 1,6 % y el 1,7 %, y la inflación de los alquileres se estabilizó en el 1,3 %, debido posiblemente a la recuperación de los precios de la vivienda. Esta estabilización señala el final de la tendencia a la baja de la inflación del subcomponente de vivienda. La inflación del subcomponente de servicios recreativos y personales, que comprende un elevado número de partidas de ocio, como las vacaciones organizadas y los servicios de restaurantes y alojamiento, se mantuvo entre el 1 % y el 1,3 % en el segundo semestre de 2010, pero aumentó al 1,6 % en enero de 2011. Este intervalo es relativamente reducido comparado con la media histórica del 2,6 %. De hecho, las tasas de inflación de todos los subcomponentes de servicios permanecen todavía muy por debajo de sus medias históricas, a excepción de los servicios de comunicación, cuya tasa de descenso se moderó hasta el -0,2 % en enero, frente a la media del -0,8 % registrada en 2010.

De cara al futuro, y teniendo en cuenta el hecho de que los precios del Brent fluctuaron entre los 75 euros y los 80 euros por barril a finales de febrero de 2011, y considerando también los precios de los contratos de futuros de petróleo, se espera que la inflación de la energía haya aumentado ligeramente en el citado mes. Aunque la inflación de la energía acuse ciertas presiones a la baja, como resultado de efectos de base, especialmente en marzo y abril, seguirá probablemente siendo alta durante algún tiempo.

Gráfico 44 Desagregación del IAPC por principales componentes

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.
Nota: Los datos se refieren al Euro-17.

Además, los efectos de pasados aumentos de los precios del petróleo están todavía pendientes y es probable que incidan en los precios de consumo en los próximos meses. En particular, debido a los actuales niveles de los precios del petróleo y de los contratos de futuros de petróleo, así como a la relación retardada entre los precios del gas y del petróleo, los precios de consumo del gas podrían volver a subir en el transcurso de 2011 (especialmente, en abril y julio, dado que se tiende a revisarlos regularmente, según un calendario trimestral, en enero, abril, julio y octubre). Más adelante en el año, se espera que la inflación de la energía se modere, suponiendo que no se produzcan nuevos incrementos de los precios del crudo.

También se prevé una aceleración del crecimiento de los precios de los alimentos en los próximos meses. Existe una mayor incertidumbre de lo habitual en torno a estas perspectivas, dado que la evolución futura de los precios de las materias primas alimentarias es particularmente difícil de anticipar. Ello se debe a su elevada sensibilidad a las condiciones atmosféricas en distintas partes del mundo, al tamaño de determinadas cosechas críticas y a la mayor acumulación de reservas ante la incertidumbre respecto al abastecimiento, como consecuencia de inversiones especulativas en materias primas alimentarias consideradas como activos (en el caso, por ejemplo, de los fondos de inversión libre o *hedge funds*) o como resultado de políticas de seguridad alimentaria (puestas en marcha por numerosos Gobiernos). La amplitud exacta de la transmisión del aumento de los precios de los alimentos en la zona del euro dependerá del comportamiento de los productores y minoristas, así como de la fortaleza de la demanda de consumo.

Los indicadores adelantados de inflación de los bienes industriales no energéticos actualmente disponibles, como la evolución de los precios industriales y de los precios de importación de los bienes de consumo (en ambos casos, excluidos los alimentos y el tabaco), indican que las presiones latentes internas siguen siendo moderadas y que podrían crecer de forma significativa en el transcurso de 2011. Por el contrario, las presiones sobre los precios externos derivadas de la evolución de la inflación mundial y de la pasada evolución del tipo de cambio se han intensificado. En general, estos indicadores, unidos a la mejora gradual de la demanda interna, sugieren que, aunque en los próximos meses la inflación de los bienes industriales no energéticos se mantendrá probablemente de forma estable en torno a los niveles actuales, está sujeta a riesgos predominantemente alcistas.

Por último, se espera que la inflación de los precios de los servicios aumente gradualmente en el transcurso de 2011, impulsada por el fortalecimiento de la demanda interna. Podrían producirse ciertas presiones al alza, como consecuencia de aumentos de los precios de las materias primas y de cambios en los impuestos indirectos de algunos países de la zona del euro.

3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

Desde el mínimo alcanzado en el verano de 2009, las presiones en la cadena de suministro crecieron de forma constante en el transcurso de 2010 (véanse cuadro 7 y gráfico 45). En el tercer trimestre, la tasa de variación interanual de los precios industriales, excluida la construcción, se situó en torno al 4 %, para volver a aumentar hacia el final del año. En enero de 2011, el IPRI, excluida la construcción, se situó en el 6,1 %. El índice general puede desglosarse entre los precios de los bienes intermedios, de los bienes de equipo, de los bienes de consumo y de la energía. La tendencia al alza del índice general observada desde el verano de 2009 ha estado determinada, principalmente, por los componentes de energía y de bienes intermedios, como resultado del incremento que han experimentado desde entonces los precios del petróleo y de otras materias primas. Además del encarecimiento de las materias primas alimentarias y agrícolas, los precios de las materias primas industriales y de los metales se elevaron sus-

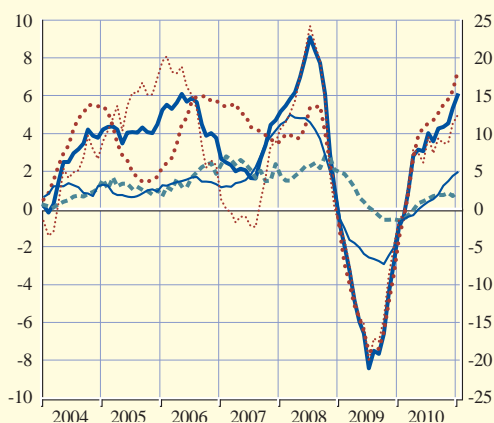
tancialmente, lo que refleja, en cierta medida, una recuperación de la demanda mundial. En el cuarto trimestre de 2010, las tasas de variación interanual de los precios de los componentes de energía y de bienes intermedios se situaron en niveles aproximadamente tres y cuatro veces superiores a su media desde 1991, respectivamente. La tasa de variación interanual de los precios de los bienes de consumo ha aumentado de forma constante desde el otoño de 2009. También ha subido la de los precios de los bienes de equipo desde el final de 2009. La recuperación gradual de los precios de estos dos componentes refleja, en parte, una mayor demanda de bienes de consumo y de bienes de equipo producidos en la zona del euro. Dentro de los componentes de bienes de consumo, la tasa de variación interanual de los precios de los bienes de consumo no duradero solo se tornó positiva en junio de 2010 y se situó en el 2% en enero de 2011, como consecuencia del aumento de los precios industriales de los alimentos, tras la subida de los precios de las materias primas alimentarias. Sin embargo, pese a los recientes y fuertes aumentos de los precios industriales de los alimentos, estos no han sido tan acusados como los registrados en 2007, lo que sigue sugiriendo una transmisión limitada del incremento de los precios de las materias primas alimentarias. Los precios industriales de los bienes de consumo, excluidos los alimentos y el tabaco, se estabilizaron en el cuarto trimestre de 2010, señal de reducidas presiones latentes sobre los precios de consumo.

Los datos de las encuestas relativos a las presiones en la cadena de producción continúan indicando, para los dos primeros meses del primer trimestre de 2011, presiones al alza sobre los precios en el sector manufacturero y, en menor medida, en el sector servicios (véase gráfico 46). El índice de directores de compras muestra que los costes de los bienes intermedios y los precios de venta subieron en ambos sectores en febrero, alcanzando en el sector manufacturero sus valores históricos más altos desde el inicio de la encuesta (85,3 y 60,8, respectivamente), reflejo del reciente repunte de los precios de las

Gráfico 45 Desagregación de los precios industriales

(tasas de variación interanual; datos mensuales)

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

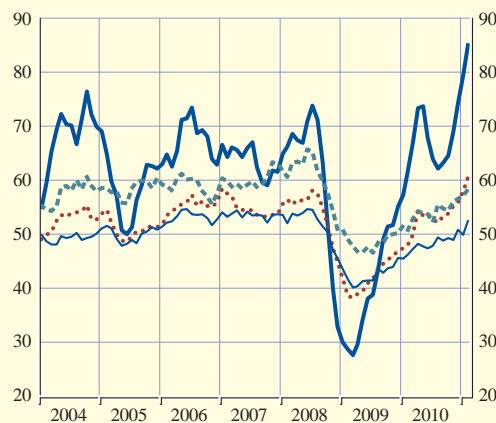


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.
Nota: Los datos se refieren al Euro-17.

Gráfico 46 Encuestas sobre precios de los bienes intermedios y precios de producción

(índices de difusión; datos mensuales)

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



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

materias primas y de los metales, y de la transmisión de estos incrementos a la cadena de producción. Las presiones sobre los precios en el sector servicios están creciendo también. El índice de costes de los bienes intermedios se elevó hasta 58,4, desde 57,2 en enero, y el índice de precios de venta ascendió hasta 52,8, señal de transmisión de los aumentos de los costes de los bienes intermedios a los consumidores también en el sector servicios.

3.3 INDICADORES DE COSTES LABORALES

Los descensos de los costes laborales de la zona del euro parecen haber tocado fondo, en general, en el primer semestre de 2010 (véanse gráfico 47 y cuadro 8), al haberse estabilizado la situación del mercado de trabajo de la zona en los últimos meses.

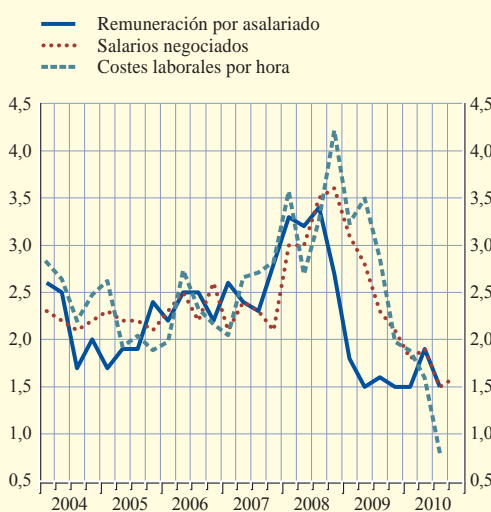
En general, los indicadores de costes laborales mantuvieron una evolución moderada en el tercer trimestre de 2010. La tasa de crecimiento interanual de los salarios negociados (el único indicador de costes laborales actualmente disponible para el cuarto trimestre de 2010) aumentó hasta el 1,6%, desde el 1,5% del tercer trimestre. Sin embargo, este indicador va a la zaga de otros indicadores de costes laborales, debido a que la duración media de los acuerdos contractuales es de cerca de un año y medio. De cara al futuro, es probable que la tasa de crecimiento interanual de los salarios negociados se eleve moderadamente. Tras las reducidas subidas salariales pactadas en los últimos años, se esperan aumentos salariales ligeramente más elevados, debido a las expectativas de afianzamiento de la recuperación económica.

La evolución de los costes laborales en el tercer trimestre de 2010 se vio afectada de forma significativa por las horas trabajadas, con un pronunciado aumento de las horas trabajadas por asalariado, impulsado por la mejora de la actividad económica. El incremento de las horas trabajadas por asalariado hizo descender el índice de costes laborales por hora (referido únicamente a la economía de mercado), dado que los asalariados trabajaron un mayor número de horas, sin que ello incidiera necesariamente en la remuneración general, en el contexto de varios planes, como las cuentas de horas flexibles y los planes de reducción de las horas de trabajo subvencionados por el Gobierno, especialmente en la industria. En este contexto, la tasa de crecimiento interanual de los costes laborales por hora de la zona del euro disminuyó en el tercer trimestre de 2010 hasta el 0,8%, desde el 1,6% del trimestre anterior, el nivel más bajo observado desde el inicio de la serie de costes laborales por hora en 2001. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado disminuyó hasta el 1,5%, desde el 1,9% del segundo trimestre, como resultado del descenso del crecimiento de la remuneración por hora y del crecimiento de las horas trabajadas por asalariado.

Por sectores, la contracción del crecimiento de los costes laborales por hora observada en el tercer trimestre de 2010 se produjo de forma generalizada

Gráfico 47 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.
Nota: Los datos se refieren al Euro-17.

Cuadro 8 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	2009	2010	2009 IV	2010 I	2010 II	2010 III	2010 IV
Salarios negociados	2,6	1,7	2,1	1,8	1,9	1,5	1,6
Costes laborales totales por hora	2,9	.	2,0	1,9	1,6	0,8	.
Remuneración por asalariado	1,6	.	1,5	1,5	1,9	1,5	.
<i>Pro memoria:</i>							
Productividad del trabajo	-2,3	.	0,1	2,1	2,6	2,1	.
Costes laborales unitarios	3,9	.	1,4	-0,5	-0,6	-0,5	.

Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.
Nota: Los datos se refieren al Euro-17.

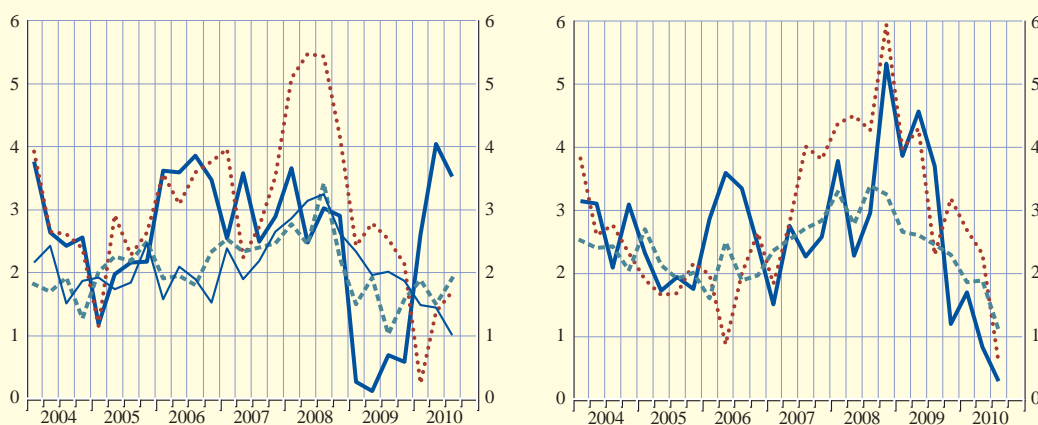
en todos los sectores (véase gráfico 48). El descenso más pronunciado se registró en el sector de la construcción. En la industria y los servicios de mercado aumentó también el crecimiento de los costes laborales por hora, aunque a un ritmo más lento que en el trimestre precedente. En general, parece que los costes no salariales siguieron creciendo más rápidamente que el componente de sueldos y salarios de la remuneración por asalariado.

Medida por persona ocupada, la tasa de crecimiento interanual de la productividad del trabajo disminuyó en el tercer trimestre de 2010, situándose en el 2,1 %. La actual mejora de la productividad en la zona del euro refleja el ajuste retardado del empleo a la evolución del crecimiento del producto. La tasa de crecimiento de la productividad del trabajo fue superior a la de la remuneración por asalariado por tercer trimestre consecutivo. En consecuencia, en el tercer trimestre la tasa de crecimiento interanual de los costes laborales unitarios volvió a ser negativa (-0,5 %). El actual descenso de los costes laborales unitarios debería favorecer los márgenes de las empresas, que se vieron seriamente afectados por la recesión en 2009.

Gráfico 48 Evolución de los costes laborales por sectores

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)

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



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.
Notas: Los datos se refieren al Euro-17. RPA = remuneración por asalariado; ICL = índice de costes laborales.

De cara al futuro, se espera que la productividad del trabajo crezca más a medida que el empleo se vaya recuperando, aunque a un ritmo más reducido. Esta evolución, en combinación con una tasa de crecimiento de la remuneración por asalariado todavía contenida, aunque en gradual aumento, debería contribuir a un moderado repunte del crecimiento de los costes laborales unitarios de las empresas de la zona del euro. Sin embargo, es probable que persista la contención de las presiones sobre los costes laborales a medio plazo, a la luz de la mejora gradual del mercado de trabajo.

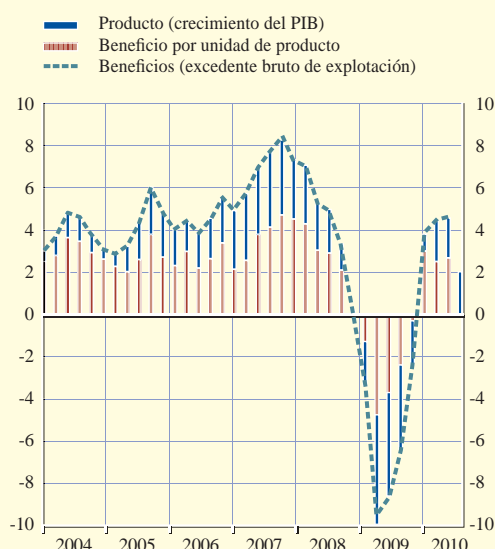
3.4 EVOLUCIÓN DE LOS BENEFICIOS EMPRESARIALES

Tras contraerse durante cinco trimestres consecutivos a partir de finales de 2008 (véase gráfico 49), los beneficios empresariales de la zona del euro empezaron a recuperarse con respecto al mínimo registrado en el primer trimestre de 2010. Esta mejora se debió a la expansión de la actividad económica (volumen) y al aumento del margen por unidad de producto, que se benefició del descenso del crecimiento de los costes laborales unitarios. En el tercer trimestre de 2010, el crecimiento interanual de los beneficios empresariales se situó en el 4,6%.

Tras las pronunciadas caídas observadas en 2009, los beneficios siguieron recuperándose en la industria en el tercer trimestre de 2010, aunque de forma desacelerada, con un incremento interanual superior al 13% (véase gráfico 50). Ello indica que en este sector los beneficios tienden a seguir un patrón cíclico más acusado que en el conjunto de la economía. Sin embargo, pese a este aumento, los beneficios registrados en el sector industrial en el tercer trimestre de 2010 se situaron en un nivel todavía bastante reducido, próximo al observado a mediados de 2005. En el sector de servicios de mercado, los beneficios siguieron creciendo en tasa interanual en el tercer trimestre de 2010 (un 2,1%), tras haberse contraído durante cuatro trimestres consecutivos en el transcurso de 2009.

Gráfico 49 Detalle del crecimiento de los beneficios por producto y beneficio por unidad de producto en la zona del euro

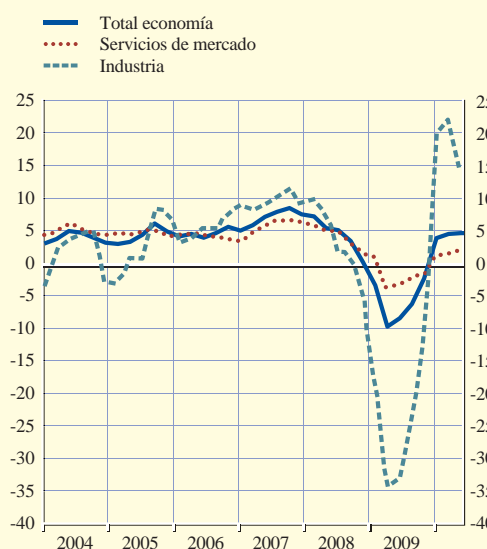
(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico 50 Evolución de los beneficios en la zona del euro por principales ramas de actividad

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

De cara al futuro, es decir, en fechas posteriores a las correspondientes a los datos de contabilidad nacional actualmente disponibles, la mejora de las condiciones de demanda y el esperado nuevo incremento de la productividad deberían seguir impulsando los beneficios, en un modo similar al observado en anteriores fases expansivas del ciclo. Sin embargo, las perspectivas a corto plazo para esta variable son todavía muy inciertas, debido, entre otros factores, al aumento de las presiones sobre los costes de los bienes intermedios generadas por las subidas de los precios del petróleo y de otras materias primas.

3.5 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

Se espera que las tasas de inflación se mantengan por encima del 2% durante todo el año 2011. También se observan presiones derivadas de las fuertes subidas de los precios de la energía y de los alimentos en las primeras fases del proceso de producción. Es fundamental que el aumento de la inflación medida por el IAPC no origine efectos de segunda vuelta, lo que daría lugar a presiones inflacionistas generalizadas a medio plazo. Las expectativas de inflación a medio y largo plazo deben seguir firmemente ancladas, en consonancia con el objetivo del Consejo de Gobierno de mantener las tasas de inflación en un nivel inferior, aunque próximo, al 2% a medio plazo.

Las proyecciones macroeconómicas de marzo de 2011 elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro sitúan la inflación interanual medida por el IAPC en un intervalo comprendido entre el 2% y el 2,6% en 2011 y entre el 1% y el 2,4% en 2012. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de diciembre de 2010 elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, estos intervalos se han revisado al alza, como consecuencia, principalmente, del considerable aumento de los precios de la energía y de los alimentos. Cabe señalar que las proyecciones se basan en futuros de precios de las materias primas a mediados de febrero de 2011, por lo que no tienen en cuenta las subidas más recientes de los precios del petróleo. Asimismo, las proyecciones se basan en el supuesto de que la fijación de los precios y salarios se mantendrá en una senda moderada.

Los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios a medio plazo están al alza y están relacionados, en particular, con subidas mayores de lo previsto de los precios de las materias primas energéticas y no energéticas. Además, los impuestos indirectos y los precios administrados podrían registrar aumentos superiores a los esperados actualmente, debido a la necesidad de sanear las finanzas públicas en los próximos años. Por último, los riesgos están también relacionados con presiones internas sobre los precios en el contexto de la recuperación económica en curso. La fijación de los precios y salarios no debería provocar efectos de segunda vuelta generalizados derivados del alza de los precios de las materias primas.

4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

La actividad económica en la zona del euro ha venido registrando una expansión desde mediados de 2009, y, recientemente, ha crecido a tasas intertrimestrales del 0,3% en el tercer y cuarto trimestres de 2010. Como consecuencia, el PIB aumentó un 1,7% en 2010 en su conjunto. Los últimos datos económicos y la información procedente de las encuestas siguen confirmando, en general, el positivo dinamismo subyacente de la actividad económica a principios de 2011. De cara al futuro, las exportaciones de la zona del euro deberían continuar sosteniendo la recuperación en curso a escala mundial. Al mismo tiempo, teniendo en cuenta el nivel relativamente elevado de la confianza empresarial en la zona del euro, la demanda interna del sector privado debería contribuir cada vez más al crecimiento, sustentada en una orientación muy acomodaticia de la política monetaria y en las medidas adoptadas para mejorar el funcionamiento del sistema financiero. No obstante, se prevé que el proceso de ajuste de los balances que se está llevando a cabo en varios sectores modere, en cierta medida, la recuperación de la actividad.

Esta valoración se ve reflejada, asimismo, en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2011, según las cuales el crecimiento anual del PIB real se situará en un intervalo comprendido entre el 1,3% y el 2,1% en 2011, y entre el 0,8% y el 2,8% en 2012. En un contexto de incertidumbre elevada, los riesgos para las perspectivas económicas están prácticamente equilibrados.

4.1 PIB REAL Y COMPONENTES DE DEMANDA

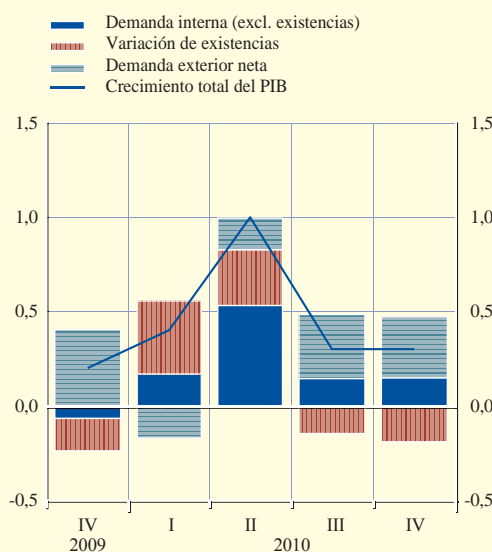
Según la segunda estimación de Eurostat, el PIB real de la zona del euro creció un 0,3% en tasa intertrimestral en el cuarto trimestre de 2010, la misma tasa de crecimiento del trimestre anterior (véase gráfico 51). Como resultado, el PIB se incrementó un 1,7% en 2010 en su conjunto, más de lo que la mayoría de los analistas habían vaticinado en 2009 (véase también el recuadro 6, titulado «Revisiones recientes de las previsiones de crecimiento de la actividad»), con contribuciones positivas de la demanda exterior neta y, en menor medida, de la demanda interna, excluida la variación de existencias. Los indicadores disponibles sugieren que se mantiene el positivo dinamismo subyacente de la recuperación.

CONSUMO PRIVADO

Si bien la actividad económica de la zona del euro empezó a recuperarse en el segundo semestre de 2009, el consumo privado ha mantenido su debilidad desde la importante contracción que se registró durante el mínimo cíclico de la última recesión económica a finales de 2008 y principios de 2009. En el cuarto trimestre de 2010, el consumo privado aumentó un 0,4%, en tasa intertrimestral, frente al 0,1% del tercer trimestre. Como resultado, el consumo ha recuperado la mayor parte de las pérdidas cercanas al 1,7% que se produjeron durante

Gráfico 51 Crecimiento del PIB real y contribuciones

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



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.
Nota: Los datos se refieren al Euro-17.

la recesión, un descenso que fue mucho menos pronunciado que la reducción observada en el PIB total. En 2010, el consumo creció un 0,8%. Los indicadores más recientes apuntan a un nuevo incremento del gasto en consumo en la zona del euro a comienzos de 2011.

Recuadro 6

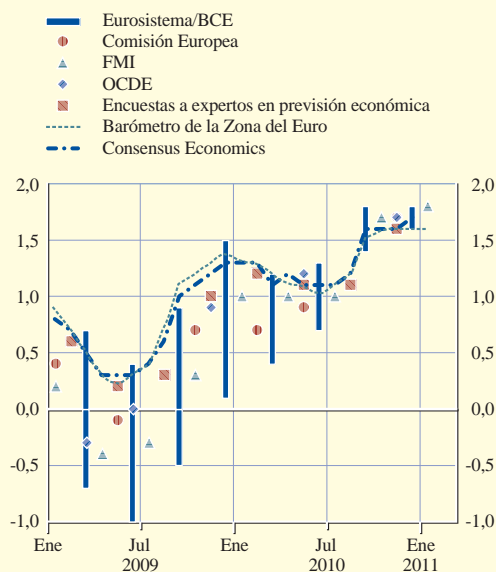
REVISIONES RECIENTES DE LAS PREVISIONES DE CRECIMIENTO DE LA ACTIVIDAD

Desde que se inició la recuperación en el segundo semestre de 2009, el ritmo de crecimiento de la actividad ha sido más rápido de lo esperado, lo que ha dado lugar a una serie de revisiones al alza de las proyecciones del PIB. En este recuadro se examinan los cambios en las proyecciones elaboradas por algunas instituciones y por expertos del Eurosistema y del BCE desde el final de la recesión, y se valoran algunos de los factores que han impulsado la recuperación de la actividad en la zona del euro.

Suele ser difícil realizar una previsión del crecimiento en torno a un punto de inflexión, y el repunte del crecimiento desde que terminó la recesión ha sorprendido a muchos analistas (véase gráfico A). Por ejemplo, la proyección media del crecimiento anual del PIB en 2010 facilitada por Consensus Economics en junio de 2009 fue del 0,3%, mientras que las proyecciones elaboradas por los expertos del Eurosistema lo situaban entre el -1,0% y el 0,4%. Los últimos datos de Eurostat prevén un crecimiento anual del PIB de la zona del euro del 1,7% en 2010. La actividad ha sido más intensa de lo esperado por la mayoría de los analistas a mediados de 2009 en los países más grandes de la zona del euro (véase gráfico B). Las proyecciones de Consensus Economics de mediados de 2009 vaticinaban

Gráfico A Distintas proyecciones del crecimiento del PIB real en 2010

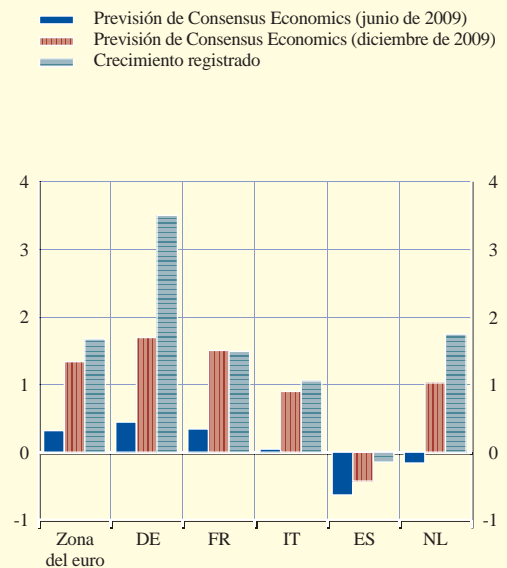
(tasas de variación interanual)



Fuentes: Consensus Economics, BCE, Barómetro de la Zona del Euro, FMI y OCDE.

Gráfico B Proyecciones del crecimiento anual del PIB en los cinco países más grandes de la zona del euro

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Consensus Economics y Eurostat.

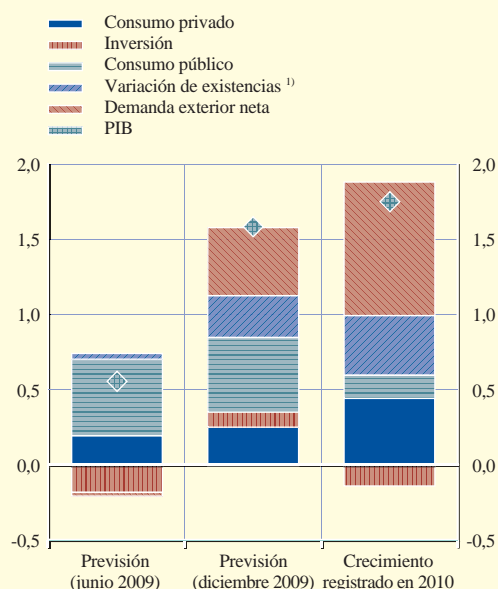
un crecimiento muy débil en 2010 en los tres países más grandes de la zona del euro y caídas continuas del producto en España y en los Países Bajos. La fortaleza de la recuperación del crecimiento en Alemania ha causado especial sorpresa. Por el contrario, las expectativas de los analistas de que se mantendría la debilidad en la economía española han resultado ser más próximas a la realidad.

Un factor importante que explica la veloz recuperación del crecimiento en la zona del euro ha sido el rápido repunte observado en el comercio mundial, que estimuló la demanda externa y las exportaciones de la zona del euro. A mediados de 2009, se esperaba que el elevado grado de incertidumbre reinante y los efectos de la crisis financiera seguirían atenuando el crecimiento mundial durante las primeras etapas de la recuperación. Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema en junio de 2009 preveían un crecimiento moderado, en torno al 1 % en 2010, en los mercados de exportación de la zona del euro, mientras que las relativas al crecimiento de las exportaciones se situaban entre el -2,0 % y el 1 % en el mismo período¹. No obstante, el repunte del comercio mundial resultó ser mucho más dinámico de lo previsto, siendo su crecimiento especialmente vigoroso en los mercados emergentes. Al recuperarse la confianza empresarial y de los consumidores y disminuir la incertidumbre, se reiniciaron las inversiones y las compras que se habían pospuesto previamente, las empresas repusieron las existencias y el comercio se recuperó con rapidez. Todo lo anterior contribuyó a la recuperación de la zona del euro: se estima que el crecimiento de los mercados de exportación de la zona del euro en 2010 fue del 12 %, aproximadamente, mientras que las exportaciones crecieron casi un 11 %². Es también probable que la depreciación del tipo de cambio efectivo del euro observada en 2010 haya beneficiado a las exportaciones. En general, la demanda exterior neta realizó una considerable contribución al crecimiento del PIB en 2010 (véase gráfico C).

En 2010, la demanda interna fue también mayor de lo previsto. La incertidumbre prevaleciente en los momentos en que la recesión era más profunda empezó a desvanecerse con relativa rapidez y la confianza se recuperó, como muestran el moderado incremento del gasto de los hogares y el descenso de las tasas de ahorro. Al mismo tiempo, las mejores perspectivas de crecimiento interno y mundial,

Gráfico C Contribuciones al crecimiento del PIB de la zona del euro en 2010, previsto por Consensus Economics

(tasas de variación interanual; puntos porcentuales)



Fuentes: Consensus Economics y cálculos del BCE.

Nota: Las contribuciones se calculan sobre la base de las tasas de crecimiento anual previstas para 2010 por componentes de la demanda, utilizando como punto de partida las cifras actuales de Eurostat para 2009.

1) Los analistas facilitan a Consensus Economics previsiones sobre el consumo privado, la inversión, el consumo público, las exportaciones y las importaciones. No se proporcionan previsiones sobre la variación de existencias. Por lo tanto, en este gráfico, la previsión de las existencias se calcula como la suma de los residuos de las proyecciones del PIB y las contribuciones de los demás componentes.

1 Véase «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, junio de 2009.

2 Véase el recuadro titulado «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro», en el presente *Boletín Mensual*.

sumadas a la reducción de la incertidumbre, provocaron una rápida inflexión en el ciclo de existencias, lo que contribuyó considerablemente al crecimiento en las primeras etapas de la recuperación³.

En conjunto, parece que la serie de revisiones al alza efectuadas desde que terminó la recesión fueron necesarias sobre todo por la recuperación más intensa de lo esperado que se registró a escala mundial. Efectivamente, parece que gran parte de la recesión económica internacional que se observó en 2008 y 2009 tuvo solamente un carácter temporal, como consecuencia del considerable aumento de la incertidumbre, posterior a la brusca intensificación de las tensiones en los mercados financieros, que llevó a las empresas de todo el mundo a reescalar o posponer la inversión. En ese momento, las proyecciones no preveían el carácter temporal de parte del ajuste efectuado a finales de 2008 y principios de 2009 y, por ello, subestimaron la fortaleza de la subsiguiente recuperación del comercio mundial.

3 Véase el recuadro titulado «La actual recuperación de la zona del euro en los componentes del gasto desde una perspectiva histórica», *Boletín Mensual*, BCE, febrero de 2011.

La débil evolución que se observó en el crecimiento de la renta disponible, como consecuencia de la estabilidad en los mercados de trabajo, sigue siendo el principal factor determinante del tímido crecimiento del consumo desde el inicio de la recuperación. Pese a que la situación en los mercados de trabajo debería mejorar gradualmente, la inflación relativamente elevada que se prevé (véase también la sección 3) probablemente modere el crecimiento de la renta real disponible durante la mayor parte del año actual.

En lo que se refiere a los distintos componentes de la renta de los hogares, las contribuciones de la remuneración nominal de los asalariados y del excedente bruto de explotación y la renta mixta a las tasas de variación interanual de la renta bruta disponible siguieron aumentando en los tres primeros trimestres de 2010, mientras que las prestaciones sociales netas de cotizaciones tuvieron un impacto menor en la renta total (véase el recuadro titulado «Cuentas integradas de la zona del euro del tercer trimestre de 2010», en el *Boletín Mensual* de febrero de 2011).

Otro factor determinante del débil crecimiento del consumo fue el fuerte descenso de la riqueza financiera en 2008 y 2009, que tuvo un efecto prolongado en el ahorro y en el consumo en 2010. El descenso general de los precios de la vivienda en 2009 también incidió negativamente en la evolución del consumo, debido a su efecto sobre la riqueza inmobiliaria. No obstante, tanto la riqueza financiera como la inmobiliaria parecen haber contribuido positivamente al patrimonio neto de los hogares en los tres primeros meses de 2010.

Además de los efectos riqueza, la disponibilidad del crédito es un determinante importante del gasto en consumo. Tras un fuerte descenso de los préstamos para adquisición de vivienda entre 2007 y mediados de 2009, el crecimiento de esta variable ha aumentado, mientras que el crecimiento del crédito al consumo ha seguido siendo negativo (véanse el recuadro 4 del presente *Boletín Mensual* y el artículo titulado «Evolución reciente de los préstamos al sector privado» en el *Boletín Mensual* de enero de 2011).

Por último, la incertidumbre relativa a la situación económica, en general, y a las perspectivas de empleo, en particular, también ha dado lugar, probablemente, a la contención del gasto por parte de los consumidores. Esta reacción se reflejó en el indicador de confianza de los consumidores de la Comisión Europea, que descendió de forma acusada hasta el comienzo de 2009, descenso que se vio acompañado por un aumento de la tasa de ahorro. No obstante, la confianza de los consumidores se ha recuperado desde entonces, mientras que la tasa de ahorro ha disminuido. La mejora se debe, en gran medida, a las

expectativas de reducción del desempleo. La confianza de los consumidores se situó por encima de su nivel medio a largo plazo en enero y febrero de 2011. En promedio, la confianza de los consumidores en estos dos meses se situó ligeramente por debajo del nivel observado en el cuarto trimestre de 2010, pero se mantuvo por encima de la del tercer trimestre de 2010. Mientras tanto, el indicador de compras de bienes duraderos, que muestra una correlación relativamente elevada con el crecimiento interanual del consumo de la zona del euro, no se modificó en los dos primeros meses de 2011 y siguió situándose en un nivel bajo, pero ligeramente mejor que la media del cuarto trimestre de 2010.

Por lo que respecta a la evolución más reciente de los indicadores, las ventas del comercio al por menor se redujeron un 0,5% en tasa intertrimestral en el cuarto trimestre de 2010, tras un avance del 0,4% en el tercero (véase gráfico 52). Mientras tanto, las matriculaciones de automóviles se elevaron un 6,5% en el cuarto trimestre, tras haber caído un 5% en el trimestre anterior. En enero de 2011, las matriculaciones de automóviles se mantuvieron en un nivel similar al del cuarto trimestre de 2010. El índice de directores de compras relativo a las ventas al por menor se situó por encima de 50, en media de enero y febrero de 2011, y también por encima de la media del cuarto trimestre de 2010. Según las encuestas de la Comisión Europea, la confianza del comercio al por menor en estos dos meses fue superior a su media a largo plazo, pero inferior al nivel del cuarto trimestre. Ambos indicadores apuntan a un crecimiento positivo de las ventas del comercio al por menor en el primer trimestre de 2011.

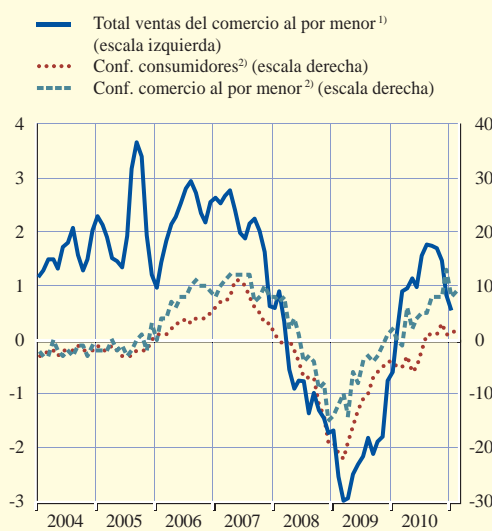
INVERSIÓN

La formación bruta de capital fijo disminuyó un 0,6%, en tasa intertrimestral, en el cuarto trimestre de 2010, tras haber retrocedido un 0,1% en el tercero, reflejando una reducción parcial posterior al sólido resultado que se registró en el segundo trimestre. Esta disminución hizo que la tasa de variación interanual de 2010 fuera del -0,7%. Las tasas de crecimiento intertrimestral de la inversión total han sido negativas desde el segundo trimestre de 2008, salvo en el segundo trimestre de 2010. Las tasas positivas observadas en ese trimestre se debieron a factores temporales.

No se dispone aún de una desagregación completa de la formación de capital. Sin embargo, a partir de los datos facilitados por los países, se observa que la inversión, excluida la construcción, que incluye el equipo y la maquinaria, así como los medios de transporte, y que constituye cerca de la mitad de la inversión, se aceleró en el cuarto trimestre, tras haberse ralentizado en el trimestre anterior. Desde mediados de 2009, la contracción de la inversión, excluida la construcción, ha sido mucho más suave, a causa del fortalecimiento de la actividad económica total y de unas condiciones de financiación menos estrictas; en 2010 la inversión, excluida la construcción, creció. La producción industrial de bienes de equipo, un indicador de la inversión futura, excluida la construcción, siguió creciendo de manera acusada en el cuarto trimestre de

Gráfico 52 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.
Notas: Los datos se refieren al Euro-17. A partir de mayo de 2010, los datos de las encuestas de opinión de la Comisión Europea hacen referencia a la clasificación NACE Rev. 2.

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

2010. Según las encuestas, en el cuarto trimestre de 2010 la confianza industrial fue elevada. Además, la utilización de la capacidad productiva aumentó nuevamente en enero con respecto a octubre (véase también el recuadro 8, titulado «Perspectivas de inversión en la zona del euro: valoración basada en datos de encuestas y de utilización de la capacidad productiva», en el Boletín Mensual de febrero de 2011).

Por otra parte, es probable que hayan caído tanto el componente residencial como el no residencial de la inversión en construcción. La producción de la construcción siguió reduciéndose en el cuarto trimestre de 2010, aunque más lentamente que en el tercero. Las licencias de obras también disminuyeron en el mismo período. Este descenso de la actividad se debió, en parte, a las desfavorables condiciones meteorológicas en algunos países y a la persistente debilidad de la construcción en los países en los que se habían observado incrementos sustanciales antes de que se iniciara la reciente recesión. Las encuestas de la Comisión Europea y el índice de directores de compras sugieren que la actividad en el sector de la construcción sigue siendo moderada.

Por lo que respecta al primer trimestre de 2011, los escasos indicadores disponibles apuntan a una tasa de crecimiento positiva de la formación bruta de capital de la zona del euro. El aumento de las tasas de utilización de la capacidad productiva debería seguir teniendo un impacto positivo sobre la inversión, excluida la construcción, pues la creciente demanda ha de satisfacerse con un incremento de la capacidad de producción en algunos países y ramas de actividad. La mejora de las condiciones de financiación en la mayoría de los países contribuiría, asimismo, a respaldar la formación de capital productivo.

El positivo dinamismo de la actividad, que se refleja en los elevados valores del índice de directores de compras relativo a las manufacturas y de su componente de nuevos pedidos en febrero, así como en la evolución fundamentalmente positiva de la confianza industrial, medida por las encuestas nacionales y de la Comisión Europea, también respalda las favorables perspectivas de la inversión, excluida la construcción, en el primer trimestre de 2011. Los indicadores sobre nuevos pedidos industriales, disponibles hasta diciembre de 2010, apuntan a un aumento del índice general y a una subida más acusada de los bienes de inversión, y son compatibles con estas perspectivas.

Se prevé que la inversión en construcción crezca a principios de 2011, en parte a causa de la recuperación de la actividad constructora en las regiones con más probabilidad de haberse visto afectadas negativamente por las adversas condiciones meteorológicas del último trimestre de 2010.

Si se tiene en cuenta un horizonte más prolongado, y se excluye la volatilidad a corto plazo, se espera que la inversión, excluida la construcción, siga fortaleciéndose en los próximos trimestres, en línea con el crecimiento general de la actividad económica y a medida que las condiciones de la financiación vuelvan progresivamente a la normalidad. Las difíciles condiciones de financiación, en particular, constituyeron una causa importante del débil repunte de la formación de capital en las fases iniciales de la recuperación hasta el segundo trimestre de 2010. Para la inversión en construcción se prevé un crecimiento más débil, pero, no obstante, positivo. Concretamente, la recuperación de los mercados inmobiliarios debería sostener el componente residencial. Sin embargo, es necesario aún efectuar nuevos ajustes en los mercados de la vivienda de algunas partes de la zona del euro.

CONSUMO PÚBLICO

El consumo público de la zona del euro ha sido moderado en los últimos trimestres, como consecuencia, principalmente, de los esfuerzos de consolidación fiscal desplegados en varios países. El crecimiento intertrimestral del consumo público, en términos nominales, siguió disminuyendo y, en el cuarto trimestre de 2010, pasó a ser negativo (-0,5%). Sin embargo, esta dinámica solo se ve reflejada parcialmente

en el perfil del consumo público real, dado el perfil tan volátil observado en el deflactor del consumo público. Por consiguiente, después de las tasas de crecimiento positivas que se registraron en los trimestres anteriores, el crecimiento intertrimestral del consumo público, en términos reales, siguió siendo ligeramente positivo en el cuarto trimestre del año (0,1 %).

Al examinar los factores que determinan la evolución del consumo público real, conviene analizar su evolución en términos nominales para mantener la coherencia con las cifras presupuestarias utilizadas por los Gobiernos. La moderación en la remuneración de los empleados públicos —que afecta al consumo público real a través de la productividad estimada y tiene un efecto nominal a través del deflactor del consumo público— ha sido un importante factor determinante del consumo público nominal. Esta moderación de la remuneración, que supone casi la mitad del consumo público total, es resultado de los recortes salariales y de las reducciones de empleo en algunos países. El gasto en consumo intermedio, que representa alrededor de un tercio del total, también ha venido creciendo de forma moderada, debido a los esfuerzos de consolidación realizados por los Gobiernos. Este crecimiento contrasta con las transferencias sociales en especie, que también representan en torno a un cuarto del consumo público y que han estado creciendo más en consonancia con las medias históricas, lo que refleja la evolución de variables como el gasto sanitario, que tienen una dinámica en cierta medida autónoma. Los restantes componentes del consumo público, como el consumo de capital fijo, son relativamente poco importantes y no han afectado significativamente al perfil del consumo público durante el año último.

De cara al futuro, se prevé que el impulso dado a la demanda interna por el consumo público siga siendo moderado en los próximos trimestres como resultado de los nuevos esfuerzos de consolidación fiscal acometidos en una serie de países de la zona del euro.

EXISTENCIAS

En el último trimestre de 2008 y en el primer semestre de 2009, las empresas de la zona del euro respondieron a la recesión reduciendo sus existencias de forma acusada. Posteriormente, la variación de existencias ha realizado, en promedio, una pequeña contribución positiva al crecimiento intertrimestral del PIB, que está en línea con la recuperación económica y con las expectativas de que se produzcan nuevas mejoras en la demanda.

Sin embargo, más recientemente, las existencias contribuyeron de manera ligeramente negativa al crecimiento del PIB en el segundo semestre de 2010. Es preciso ser cautos al interpretar la evolución intertrimestral, ya que la estimación de las existencias está sujeta a incertidumbres de carácter estadístico, así como a revisiones. No obstante, la evidencia anecdótica sugiere que la contribución negativa de las existencias al crecimiento intertrimestral del PIB en el último trimestre de 2010 podría estar relacionada con los mayores esfuerzos por reducir el capital circulante a final del año.

Las encuestas indican ligeros movimientos en las existencias en el primer trimestre de 2011. Las empresas mejoraron, en cierta medida, su valoración de las existencias de materias primas adquiridas en los dos primeros meses de 2011, en comparación con la media del cuarto trimestre de 2010. De cara al futuro, no puede descartarse una acumulación limitada de las existencias en el contexto de una mejora de la demanda y de expectativas de nuevas subidas de precios.

COMERCIO EXTERIOR

Tras alcanzar su nivel máximo durante el primer semestre de 2010, el comercio de la zona del euro, en términos reales, volvió a crecer, aunque a un ritmo más moderado, en el tercer trimestre de 2010, y se observaron ciertas señales de estabilización en las tasas de crecimiento en el cuarto trimestre. Estas tendencias han sido

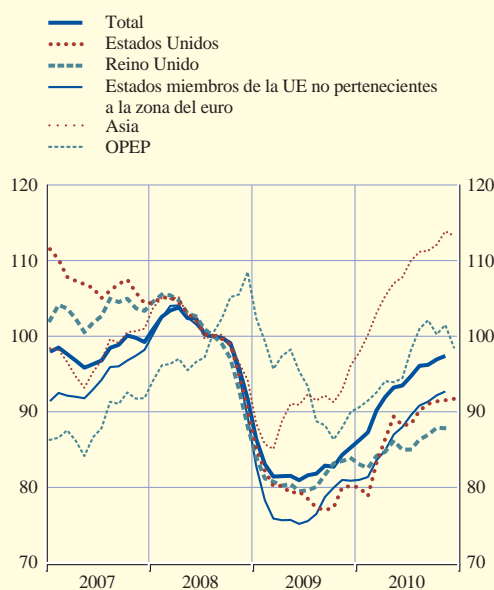
generalizadas en las principales categorías de productos. En particular, las tasas de crecimiento de las importaciones y las exportaciones de todas las categorías de productos registraron un máximo en el segundo trimestre de 2010, y se moderaron en el tercer trimestre. Los datos sobre el comercio en términos reales disponibles hasta noviembre señalan que las tasas de crecimiento se recuperaron en el caso de los bienes de consumo, pero siguieron desacelerándose en las restantes categorías de productos.

Los datos sobre el comercio en términos nominales disponibles hasta diciembre indican que las tasas de crecimiento del comercio de la zona del euro mostraban ciertas señales de un ligero repunte a finales del cuarto trimestre (véase recuadro 7 para una información más detallada de la evolución de la balanza de pagos de la zona del euro). En general, la expansión de las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro en el último trimestre de 2010 estuvo respaldada por la demanda externa, especialmente de Asia (principalmente, de China) y de algunos Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro (véase gráfico 53). La contribución a esta expansión realizada por las economías desarrolladas, como Estados Unidos y el Reino Unido, siguió siendo más limitada. Al mismo tiempo, el crecimiento de las importaciones de la zona del euro se debió, principalmente, al mayor grado de demanda interna, y estaba también en línea con los recientes aumentos observados en la producción industrial.

En el contexto de mejora de la actividad mundial, se espera que las exportaciones de la zona del euro continúen creciendo en el futuro próximo, pero a un ritmo algo mayor que en el segundo semestre de 2010. Este crecimiento es acorde con la evidencia precedente de las encuestas. En febrero, el índice de directores de compras relativo a la cartera de pedidos exteriores del sector manufacturero de la zona del euro, que ha venido aumentando desde septiembre de 2010, permaneció muy por encima del umbral de 50, que determina la expansión y la contracción. Al seguir la recuperación de la economía de la zona del euro, el crecimiento de las importaciones podría resultar ser ligeramente más intenso en los próximos meses que a finales de 2010. A pesar de ello, es probable que la demanda exterior neta siga sosteniendo el crecimiento del PIB de la zona del euro en el futuro próximo.

Gráfico 53 Exportaciones nominales a algunos socios comerciales no pertenecientes a la zona del euro

(índices: tercer trimestre de 2008 = 100; datos desestacionalizados; medias móviles de tres meses)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Las observaciones más recientes corresponden a diciembre de 2010, salvo en el caso de los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y el Reino Unido (noviembre de 2010). El agregado Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro no incluye Dinamarca, Suecia ni el Reino Unido.

Recuadro 7

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA BALANZA DE PAGOS DE LA ZONA DEL EURO

En este recuadro se analiza la evolución de la balanza de pagos de la zona del euro en el cuarto trimestre de 2010 y en el conjunto del año. En general, en 2010, el déficit por cuenta corriente de

la zona del euro aumentó ligeramente en comparación con 2009, situándose en 56,4 mm de euros (alrededor del 0,6% del PIB de la zona). En la cuenta financiera, las entradas netas del agregado de inversiones directas y de cartera registraron un acusado descenso, hasta situarse en 111,2 mm de euros en 2010.

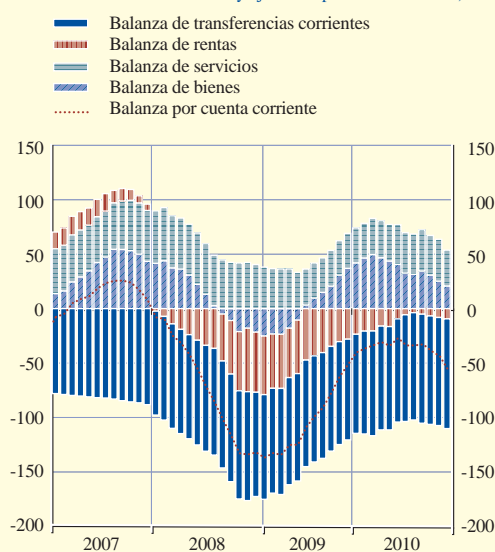
Ligero aumento del déficit por cuenta corriente en 2010

Según los datos de la balanza de pagos de la zona del euro, el crecimiento del comercio de bienes y servicios con países no pertenecientes a la zona aumentó en el cuarto trimestre de 2010. En tasa intertrimestral, las exportaciones y las importaciones nominales de bienes y servicios crecieron un 1,8% y un 5,0%, respectivamente, frente al 1,1% y al 1,3% registrados en el trimestre anterior (véase cuadro). Por lo que respecta al comercio de bienes, las exportaciones y las importaciones también crecieron en el cuarto trimestre a una tasa más alta que en el tercero. El mayor incremento de las exportaciones refleja el repunte del comercio mundial hacia finales de 2010, cuando se fortaleció de nuevo la dinámica de crecimiento a escala mundial. Incluso entonces, el aumento de las exportaciones a países de fuera de la zona fue menor que en el primer semestre del año, al desacelerarse la actividad económica mundial. El crecimiento de las exportaciones de servicios fue negativo, situándose en el -0,9% en el cuarto trimestre, mientras que las importaciones en términos nominales aumentaron un 2,9%. El crecimiento total de las exportaciones en el cuarto trimestre puede atribuirse, principalmente, a la evolución en términos reales, dado que los precios de exportación se mantuvieron en niveles moderados. Por el contrario, el crecimiento de las importaciones en términos nominales se debió, en gran medida, a la dinámica de los precios de importación, que aumentaron un 1,3% en el cuarto trimestre, como consecuencia, en particular, del alza de los precios de las materias primas.

En el conjunto del año 2010, el déficit por cuenta corriente registró un ligero incremento (véanse cuadro y gráfico A), situándose en 56,4 mm de euros (alrededor del 0,6% del PIB de la zona del euro), frente a los 51,4 mm de euros contabilizados en 2009. Este descenso es el resultado de un deterioro de las balanzas de bienes y transferencias corrientes, que se compensó en parte con una mejora de la balanza de rentas. Concretamente, la caída del superávit de la balanza de bienes se debió parcialmente al alza de los precios del petróleo observada a lo largo del año, que contribuyó a un aumento del déficit del comercio de petróleo, hasta los 169,6 mm de euros, en los doce meses transcurridos hasta noviembre de 2010, cifra muy superior a los 131,2 mm de euros registrados un año antes. El deterioro de la balanza de transferencias corrientes refleja una reducción de las transferencias pagadas a la zona del euro por otros Gobiernos e instituciones no gubernamentales, así como un aumento de las remesas de trabajadores desde la zona del euro hacia países no pertenecientes a la zona. La mejora de la balanza de rentas fue resultado de un

Gráfico A Principales partidas de la cuenta corriente

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



Fuente: BCE.

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

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

	2010 Nov	2010 Dic	Cifras acumuladas de tres meses				Cifras acumuladas de doce meses	
			2010				2009	2010
			I	II	III	IV	IV	IV
<i>mm de euros</i>								
Cuenta corriente	-10,5	-13,3	-1,9	-6,7	-14,4	-33,4	-51,4	-56,4
Bienes	-4,1	0,4	15,3	6,1	5,5	-6,1	37,0	20,8
Exportaciones	136,3	134,5	365,0	388,4	393,7	404,2	1.288,7	1.551,3
Importaciones	140,4	134,1	349,7	382,3	388,2	410,3	1.251,7	1.530,5
Servicios	4,4	-1,1	8,5	9,9	9,6	4,9	32,2	32,9
Exportaciones	44,9	41,1	121,9	128,6	128,7	127,5	469,1	506,7
Importaciones	40,5	42,2	113,4	118,7	119,1	122,6	436,9	473,8
Rentas	-4,3	-4,4	2,3	0,4	-1,5	-10,6	-28,0	-9,4
Transferencias corrientes	-6,5	-8,2	-28,1	-23,1	-27,9	-21,7	-92,6	-100,7
Cuenta financiera ¹⁾	11,3	9,3	22,1	27,4	-7,9	26,1	31,0	67,8
Total inversiones directas y de cartera netas	48,9	56,5	-23,7	72,3	-51,4	113,9	190,3	111,2
Inversiones directas netas	23,4	19,0	-40,3	-38,4	-37,4	30,3	-74,5	-85,9
Inversiones de cartera netas	25,6	37,5	16,6	110,7	-13,9	83,7	264,8	197,1
Acciones y participaciones	-9,2	-8,5	-36,0	19,0	40,0	19,2	37,2	42,3
Valores distintos de acciones	34,8	46,0	52,7	91,7	-54,0	64,4	227,6	154,8
Bonos y obligaciones	28,1	48,0	23,9	93,6	-99,9	64,1	117,1	81,8
Instrumentos del mercado monetario	6,6	-2,0	28,8	-1,9	45,9	0,3	110,6	73,0
Otras inversiones netas	-38,2	-48,5	46,5	-47,8	48,2	-82,1	-215,4	-35,2
<i>Variaciones porcentuales con respecto al periodo anterior</i>								
Bienes y servicios								
Exportaciones	3,6	-3,1	7,8	6,2	1,1	1,8	-15,9	17,1
Importaciones	3,0	-2,6	6,7	8,2	1,3	5,0	-18,2	18,7
Bienes								
Exportaciones	2,1	-1,3	9,4	6,4	1,4	2,7	-18,3	20,4
Importaciones	3,4	-4,5	7,2	9,3	1,6	5,7	-21,5	22,3
Servicios								
Exportaciones	8,3	-8,5	3,3	5,4	0,1	-0,9	-8,5	8,0
Importaciones	1,7	4,2	4,9	4,6	0,4	2,9	-7,1	8,4

Fuente: BCE.

Nota: Pueden producirse discrepancias debido al redondeo.

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

incremento de las compensaciones recibidas por los residentes en la zona del euro por su trabajo en el exterior y de un descenso de las rentas de la inversión satisfechas a no residentes en la zona del euro en concepto de intereses y dividendos por sus inversiones en la zona, lo que refleja la evolución económica más sólida registrada fuera de la zona del euro. Por último, el superávit de la balanza de servicios se mantuvo prácticamente estable en 2010, mientras que tanto las importaciones como las exportaciones volvieron a registrar tasas de crecimiento positivas en línea con la recuperación económica mundial.

La cuenta financiera volvió a registrar entradas netas en el cuarto trimestre

En cifras intertrimestrales, el saldo de la cuenta financiera se mantuvo prácticamente estable durante todo del año 2010, salvo en el tercer trimestre. Concretamente, en el primer trimestre de 2010, el agregado de inversiones directas y de cartera registró un cambio de signo, de salidas netas a entradas netas, que solo se contrarrestó en parte con las salidas netas contabilizadas en otras inversiones. Una

mirada más atenta a las distintas categorías de inversiones sugiere que las inversiones de cartera fueron el principal factor determinante de esta evolución (véase cuadro).

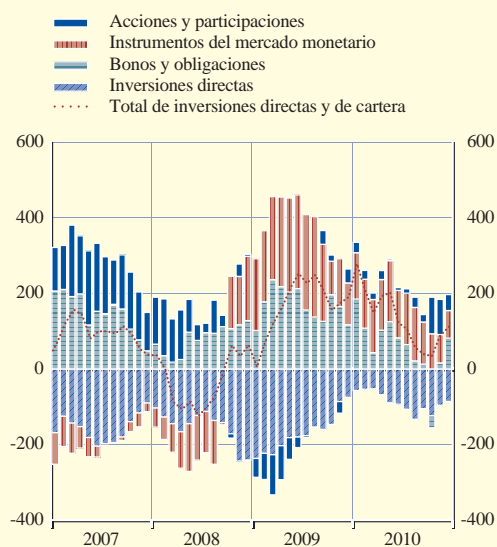
Considerando con más detalle la evolución de las inversiones de cartera, se observa un cambio de signo, de salidas netas a entradas netas, en el cuarto trimestre de 2010, debido principalmente a la evolución de los bonos y obligaciones. Aunque los no residentes habían vendido bonos de la zona del euro en el tercer trimestre de 2010 en un clima de inquietud en los mercados por la sostenibilidad de la deuda soberana de algunos países de la zona¹, reanudaron sus compras en el cuarto trimestre, a medida que remitieron las tensiones.

Por lo que respecta a los valores de renta variable, las entradas netas disminuyeron en el cuarto trimestre. En general, en un contexto de aumento de las cotizaciones bursátiles y descenso de la volatilidad en los mercados, las compras transfronterizas de acciones y participaciones, por parte tanto de residentes como de no residentes en la zona del euro, experimentaron un incremento en el segundo semestre del año, recuperándose de la caída observada en el primer semestre.

En el conjunto del año 2010, las entradas netas del agregado de inversiones directas y de cartera se redujeron considerablemente, situándose en 111,2 mm de euros, frente a 190,3 mm de euros en 2009. El descenso se debió, principalmente, a una significativa reducción de las entradas de inversiones de cartera, que cayeron desde los 264,8 mm de euros contabilizados en 2009 hasta 197,1 mm de euros en 2010 (véanse cuadro y gráfico B). Esta reducción estuvo determinada, fundamentalmente, por la evolución de las inversiones en valores distintos de acciones. Concretamente, los no residentes redujeron sus compras de instrumentos de renta fija de la zona del euro, al tiempo que los residentes en la zona incrementaron, en cierta medida, sus compras de este tipo de instrumentos en el exterior. Al igual que en 2009, el sector bancario de la zona del euro vendió valores de renta fija extranjeros en 2010, ventas que, probablemente, guardan relación con el proceso de desapalancamiento realizado por las entidades de crédito de la zona. A diferencia de la evolución de los instrumentos de renta fija, las entradas netas de valores de renta variable aumentaron ligeramente en 2010. Por lo que respecta a la partida «otras inversiones», que incluye principalmente préstamos y depósitos, las salidas netas registraron una acusada caída, pasando de 215,4 mm de euros en 2009 a 35,2 mm de euros en 2010. Esta caída neta oculta un proceso de normalización en la evolución de las otras inversiones en el primer semestre de 2010, en la medida en que los residentes en la zona del euro reanudaron sus inversiones en el exterior y los no residentes hicieron lo propio en la zona del euro. No obstante, este proceso parece haber perdido cierto impulso en el segundo semestre del año.

Gráfico B Principales partidas de la cuenta financiera

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



Fuente: BCE.

1 Cabe señalar que el anterior período en el que se registraron ventas de este tipo de valores fue el cuarto trimestre de 2007.

4.2 PRODUCTO, OFERTA Y MERCADO DE TRABAJO

Si se analiza el lado de las cuentas nacionales correspondiente a la producción, se observa que el valor añadido total se ha recuperado, en general, desde que terminó la recesión, aunque a un ritmo lento, tanto desde una perspectiva histórica como si se evalúa en el contexto de las importantes pérdidas que se registraron durante la reciente recesión. Aunque se registró un fuerte repunte en la actividad del sector industrial, la recuperación del valor añadido de los servicios hasta el momento ha sido débil y la evolución de la construcción ha sido especialmente negativa. Si nos centramos en la evolución más reciente, después de las elevadas tasas de crecimiento registradas en el primer semestre de 2010, el crecimiento del valor añadido perdió fuerza en el segundo semestre, pero los indicadores a corto plazo apuntan a una sólida expansión a comienzos de 2011.

La situación del mercado laboral de la zona se ha estabilizado (véase la sección sobre mercado de trabajo más adelante). Tras el fuerte deterioro observado en 2009, tanto el crecimiento del empleo como la tasa de paro han sido bastante estables desde comienzos de 2010.

PRODUCTO POR RAMAS DE ACTIVIDAD

El valor añadido total creció un 2,5 % hasta el cuarto trimestre de 2010, desde el mínimo registrado tras la recesión en el segundo trimestre de 2009. En otras palabras, durante los seis trimestres transcurridos desde el final de la recesión para los que se dispone de datos, se ha recuperado un 45 % de las pérdidas registradas durante los cinco trimestres que duró la recesión. Esta comparación pone de relieve la moderada fortaleza y el perfil en forma de «U» de la actual recuperación de la actividad económica. Una desagregación del valor añadido total por sectores económicos pone de manifiesto que la actividad en la industria se ha recuperado con fuerza (en torno a un 9 %) desde el fin de la recesión, aunque esta recuperación no es excepcionalmente intensa desde un punto de vista histórico. La fortaleza del crecimiento del valor añadido industrial desde el mínimo cíclico también ha de evaluarse con respecto a las importantes pérdidas que se registraron durante la recesión. Al mismo tiempo, la mejora del valor añadido de los servicios en la actual recuperación ha sido más débil que en la misma etapa de recuperaciones anteriores en la zona del euro. Solo se ha intensificado desde principios de 2010. Sin embargo, la mayor debilidad, tanto en los distintos sectores como desde un punto de vista histórico, se ha registrado en la actividad de la construcción. En este sector, el valor añadido cayó de forma acusada hasta el cuarto trimestre de 2010.

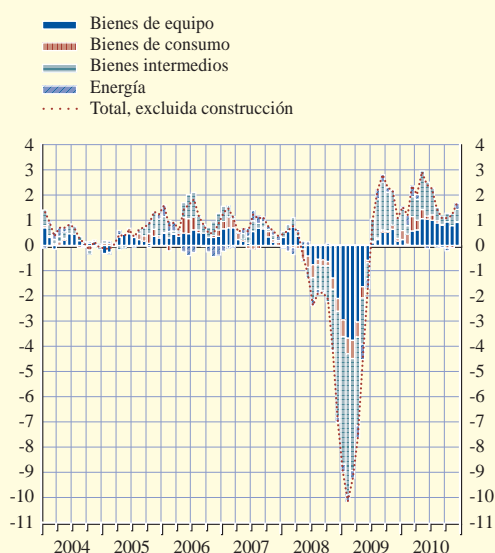
Si se analiza más de cerca la evolución reciente, la recuperación del valor añadido total, que se ha fortalecido significativamente en el primer semestre de 2010 (con un crecimiento medio intertrimestral del 0,7 %), se desaceleró en el segundo semestre del año, siendo el crecimiento intertrimestral del valor añadido, tanto en el tercer como en el cuarto trimestre de 2010, del 0,3 %. El debilitamiento del crecimiento del valor añadido total del segundo al tercer trimestre de 2010 se debió, en gran medida, a la significativa ralentización del crecimiento del valor añadido de la industria, que pasó de una elevada tasa del 2 % al 0,3 %. Los datos de producción de las principales ramas de actividad indican que la reducción del crecimiento del valor añadido de la industria en el tercer trimestre de 2010 se debió, principalmente, a la pronunciada moderación del crecimiento de los bienes intermedios, aunque el crecimiento de la producción de bienes de equipo y de consumo también se ralentizó en cierta medida. El sector que contribuyó en mayor medida a la expansión de la producción industrial en el tercer trimestre de 2010 fue el de bienes de equipo, aunque la producción de bienes intermedios también tuvo una contribución positiva, aunque en descenso. El valor añadido de la industria se incrementó significativamente en el último trimestre de 2010, contribuyendo considerablemente al crecimiento del valor añadido total en ese trimestre. Los datos de producción muestran que la contribución más importante al crecimiento industrial provino de nuevo en ese trimestre de los bienes de equipo, aunque la contribución de la producción de

bienes intermedios y de energía también fue positiva, estando relacionada esta última con las condiciones meteorológicas inusualmente adversas que se observaron en diciembre de 2010 (véase gráfico 54). Como consecuencia de las mejoras registradas en la actividad industrial, la utilización de la capacidad productiva siguió aumentando significativamente en los tres meses hasta enero de 2010, hasta alcanzar el nivel de 80, que solo está ligeramente por debajo de su media a largo plazo. Además, los datos de las encuestas de la Comisión Europea indican que los límites a la producción se han seguido reduciendo durante este período, aunque continúan siendo ligeramente elevados. La reducción de los límites a la producción estuvo relacionada con una nueva e importante disminución de los límites impuestos por la demanda insuficiente, mientras que las restricciones de oferta (sobre todo, la falta de equipo) se incrementaron. Los indicadores de corto plazo apuntan a una fuerte dinámica de crecimiento en el sector industrial a comienzos de 2011. Los nuevos pedidos industriales, que deberían aparecer posteriormente en la producción, siguieron aumentando hasta diciembre, el índice de directores de compras relativo a las manufacturas registró un nuevo avance en enero y febrero, hasta situarse en un nivel cercano a su máximo histórico, al igual que el indicador de confianza industrial de la Comisión Europea (véase gráfico 55).

El sector de la construcción también contribuyó al debilitamiento del crecimiento del valor añadido total entre el segundo y el tercer trimestre de 2010. Tras experimentar continuos descenso desde el inicio de la reciente recesión, el valor añadido de la construcción registró un incremento intertrimestral en el segundo trimestre, que estuvo también relacionado con los efectos de las adversas condiciones me-

Gráfico 54 Crecimiento de la producción industrial y contribuciones

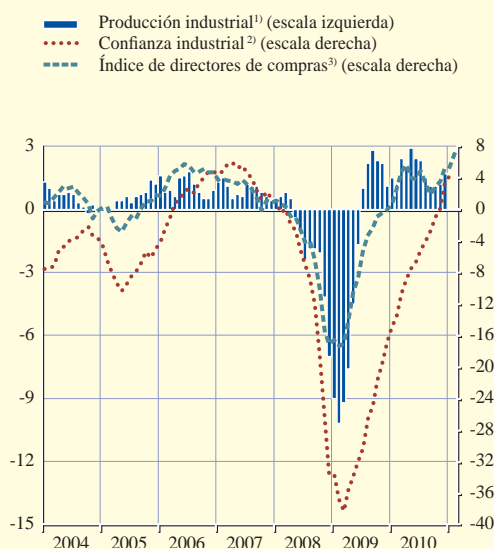
(tasa de crecimiento y contribuciones en puntos porcentuales; datos mensuales desestacionalizados)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.
Notas: Los datos se refieren al Euro-17. Los datos mostrados se calculan como medias móviles de tres meses, frente a la media correspondiente a los tres meses anteriores.

Gráfico 55 Producción industrial, confianza industrial e índice de directores de compras

(datos mensuales; desestacionalizados)



Fuentes: Eurostat, encuestas de opinión de la Comisión Europea, Markit y cálculos del BCE.
Notas: Los datos se refieren al Euro-17. Los datos de las encuestas se refieren a las manufacturas. A partir de mayo de 2010, los datos de las encuestas de opinión de la Comisión Europea hacen referencia a la clasificación NACE Rev. 2.
1) Tasas de variación intertrimestral.
2) Saldos netos.
3) Índice de directores de compras; desviaciones con respecto al valor 50.

teorológicas a principios de año. Sin embargo, en el tercer trimestre la actividad en la construcción cayó de nuevo, siendo su contribución al valor añadido total ligeramente negativa. La reducción del valor añadido de la construcción se aceleró en el cuarto trimestre de 2010. Este hecho estuvo relacionado con las condiciones meteorológicas inusualmente frías de diciembre de 2010, que también se reflejaron en una disminución particularmente acusada de la producción de la construcción en ese mes. No obstante, la acumulación de trabajos de construcción causada por las adversas condiciones meteorológicas de diciembre, así como los significativos avances del índice de directores de compras relativo a la construcción, indican una cierta mejora en la actividad constructora en el primer trimestre de 2011.

El crecimiento del valor añadido de los servicios también se desaceleró ligeramente en el tercer trimestre de 2010, en comparación con el sólido aumento observado en el segundo trimestre, a causa del significativo descenso de la tasa de crecimiento del transporte y del comercio, que es un subsector más cíclico. Además, el crecimiento del valor añadido de los servicios continuó moderándose significativamente en el último trimestre de 2010, al ralentizarse aún más el crecimiento del valor añadido del transporte y el comercio, mientras que el crecimiento del valor añadido también se desaceleró en los servicios financieros y empresariales, así como en los relacionados con la administración pública. No obstante, las encuestas apuntan a un repunte del crecimiento del valor añadido de los servicios a principios de año.

MERCADO DE TRABAJO

Después de que se recuperase la demanda, el mercado de trabajo de la zona del euro mostró señales de mejora gradual durante 2010, y los indicadores sugieren un nuevo crecimiento a principios de 2011. Gran parte del ajuste total que se observó en el mercado de trabajo durante la recesión se produjo mediante la reducción de horas trabajadas por persona ocupada más que a través del empleo, pues las empresas atesoraron trabajo ante el pronunciado descenso de la demanda. Desde que terminó la recesión, gran parte del aumento de la demanda se ha satisfecho utilizando esta capacidad productiva sin utilizar de las empresas. Por consiguiente, las señales iniciales de mejora en los mercados de trabajo se han observado en la recuperación de las horas trabajadas por ocupado, donde se han registrado aumentos graduales desde el segundo trimestre de 2009, mientras que el crecimiento del empleo en términos del número de personas ocupadas fue más débil. Esta evolución significa que, a pesar del repunte de la actividad, la tasa de desempleo se mantuvo prácticamente estable a lo largo del año y que siguió observándose un grado de atonía importante en los mercados de trabajo.

Concretamente, el total de horas trabajadas en la zona del euro creció un 0,1 %, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre de 2010, una tasa ligeramente más baja que en el segundo trimestre. El total del factor trabajo se elevó en el tercer trimestre en todas las ramas de actividad, salvo en la construcción, como reflejo de la constante debilidad de la actividad en ese sector. Los datos de horas trabajadas por ocupado muestran una subida del 0,2 % en el tercer trimestre, el sexto incremento trimestral consecutivo. En consonancia con el crecimiento del valor añadido desde que se inició la recuperación, el incremento más acusado en las horas trabajadas por ocupado se produjo en la industria (excluida la construcción), donde las horas trabajadas por asalariado se elevaron a una tasa media intertrimestral del 0,9 % desde el tercer trimestre de 2009. Por el contrario, el avance de las horas trabajadas por ocupado en los servicios y en la construcción ha sido más tímido.

El empleo no registró variaciones en términos intertrimestrales en el tercer trimestre de 2010, tras haber experimentado ligeros aumentos en el primer semestre del año. El crecimiento total del empleo en los servicios fue del 0,2 %, en términos intertrimestrales, en el tercer trimestre de 2010, ligeramente menos que en los dos trimestres anteriores, mientras que la destrucción de empleo continuó en la industria (excluida la construcción) y en la construcción, donde el empleo se redujo un -0,4 % y un -1,1 %, res-

Cuadro 9 Crecimiento del empleo

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

	Personas					Horas				
	Tasas interanuales		Tasas intertrimestrales			Tasas interanuales		Tasas intertrimestrales		
	2008	2009	2010 I	2010 II	2010 III	2008	2009	2010 I	2010 II	2010 III
Total de la economía	0,8	-1,9	0,0	0,1	0,0	0,6	-3,4	0,1	0,3	0,1
<i>Del cual:</i>										
Agricultura y pesca	-1,8	-2,2	0,0	-1,1	-0,2	-2,0	-2,6	-1,2	-0,2	-0,7
Industria	-0,7	-5,8	-0,9	-0,3	-0,6	-1,0	-8,7	-0,4	0,4	-0,1
Excluida construcción	0,0	-5,4	-0,8	-0,3	-0,4	-0,5	-9,0	-0,1	0,6	0,5
Construcción	-2,1	-6,7	-1,0	-0,3	-1,1	-1,8	-8,2	-1,0	0,0	-1,2
Servicios	1,4	-0,5	0,3	0,3	0,2	1,4	-1,4	0,4	0,3	0,3
Comercio y transporte	1,2	-1,8	-0,1	-0,1	0,0	0,9	-2,7	0,0	0,0	0,1
Finanzas y empresas	2,1	-2,1	0,5	1,0	0,3	2,5	-3,4	0,2	0,9	0,5
Administración pública ¹⁾	1,2	1,4	0,5	0,2	0,2	1,4	1,0	0,8	0,2	0,3

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Los datos se refieren al Euro-17.

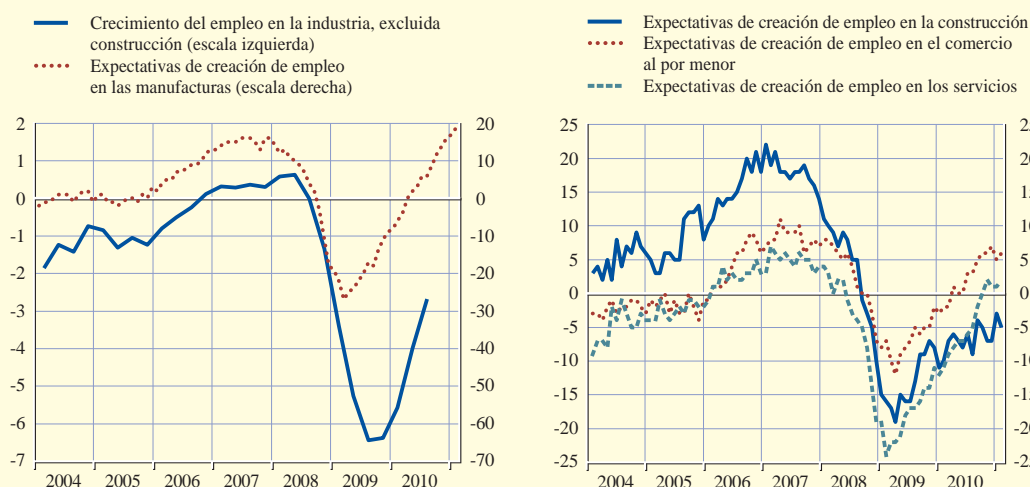
1) Incluye también educación, salud y otros servicios.

pectivamente (véase cuadro 9). Dejando de lado los datos oficiales disponibles, las encuestas de expectativas de empleo sugieren que este seguirá avanzando de forma moderada en el último trimestre de 2010 y a principios de 2011 (véase gráfico 56). El índice PMI sintético de empleo de la zona del euro se situó por encima de 50 en febrero por décimo mes consecutivo, mientras que la encuesta de la Comisión Europea también indicaba una perspectiva favorable para el empleo en los servicios y en la industria.

La recuperación del crecimiento del producto en la zona del euro, sumado a las mejoras más moderadas del empleo, ha generado aumentos de productividad desde que terminó la recesión en el segundo trimestre de 2009. Sin embargo, al aumentar el empleo y estabilizarse el crecimiento, se espera que se ralentice

Gráfico 56 Crecimiento del empleo y expectativas de creación de empleo

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

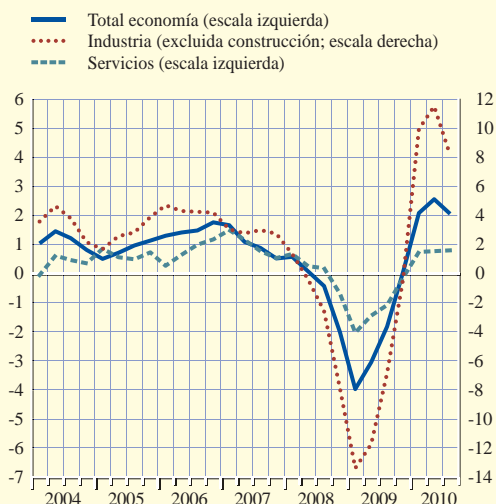


Fuentes: Eurostat y encuestas de opinión de la Comisión Europea.

Notas: Los datos se refieren al Euro-17. Los saldos netos están ajustados a la media. A partir de mayo de 2010, los datos de las encuestas de opinión de la Comisión Europea hacen referencia a la clasificación NACE Rev. 2.

Gráfico 57 Productividad del trabajo

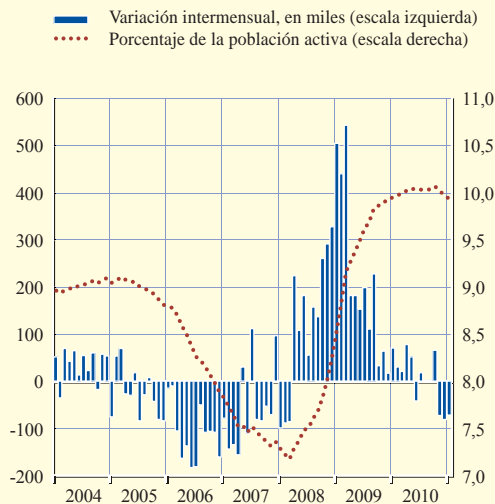
(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.
Nota: Los datos se refieren al Euro-17.

Gráfico 58 Desempleo

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.
Nota: Los datos se refieren al Euro-17.

el crecimiento de la productividad. Efectivamente, los últimos datos disponibles para el tercer trimestre de 2010 muestran un descenso moderado del crecimiento de la productividad en términos interanuales (véase gráfico 57).

El desempleo registró un acusado incremento durante la reciente recesión y los meses siguientes, pasando del 7,2% en marzo de 2008 al 9,9% en noviembre de 2009 (véase gráfico 58). Desde entonces, al recuperarse la actividad, la tasa de paro ha sido bastante estable, manteniéndose en el 10% en diciembre de 2010, antes de disminuir ligeramente hasta el 9% en enero de 2011. En el recuadro 8 se presentan medidas de la movilidad laboral en la zona del euro.

Recuadro 8

MOVILIDAD EN EL MERCADO DE TRABAJO Y TRANSICIONES EN LA SITUACIÓN LABORAL DE LA ZONA DEL EURO

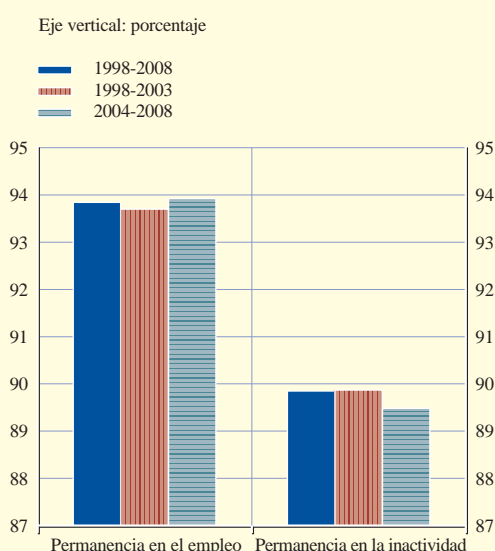
Un objetivo importante de la Estrategia Europa 2020 —cuyo propósito es lograr un crecimiento integrador y fortalecer el empleo— y de la agenda de Lisboa (2000-2010) es incrementar la flexibilidad en los mercados de trabajo, que incluye la facilidad con la que los individuos pueden pasar de la inactividad y el desempleo al empleo. Durante el período 2000-2009, se registró un aumento general de las tasas de actividad en la zona del euro próximo a los 4 puntos porcentuales, determinado fundamentalmente por la suma de aquellos individuos que se considera que están «ligados marginalmente» al mercado de trabajo, como las mujeres y los jóvenes. Al mismo tiempo, la tasa de desempleo se redujo durante la mayor parte de este período, lo que sugiere que se produjo un cierto avance positivo en el comportamiento de los mercados de trabajo de la zona del euro.

En este recuadro se presenta información sobre medidas alternativas de la «flexibilidad» laboral en los países de la zona del euro en el período comprendido entre 1998 y 2008, basada en datos microeconómicos de la encuesta de población activa de Eurostat^{1,2}. Para ilustrar la facilidad de transición entre una situación laboral de empleo, de desempleo y de inactividad, se construyen medidas de la probabilidad de pasar de una situación laboral a otra, o de permanecer en ella, durante un período de dos años, como un índice sintético de movilidad total [véase Shorrocks (1978)]³.

Los resultados indican una elevada probabilidad de mantener la misma situación laboral durante un período de dos años, con probabilidades medias de permanecer empleado e inactivo del 94% y el 90%, respectivamente (véase gráfico A). La probabilidad de seguir estando desempleado entre un año y el siguiente se sitúa en torno al 61% durante el período completo de la muestra, que abarca de 1998 a 2008. Esta probabilidad disminuyó en torno a 5 puntos porcentuales entre los períodos 1998-2003 y 2004-2008, pasando del 62% al 57% (véase gráfico B), lo que muestra una mejora de la flexibilidad en los mercados de trabajo durante ese período. Sin embargo, la probabilidad de que un individuo siga

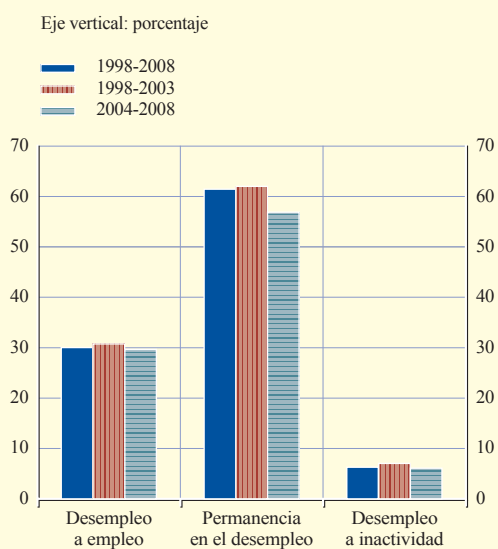
- 1 Se centra en 15 países pertenecientes a la zona del euro en 2008 para los que existe información comparable a lo largo del tiempo. Quedan excluidos Alemania, Irlanda y Malta (por falta de datos) y España y los Países Bajos (ya que, para estos países, solo se dispone de las encuestas más recientes).
- 2 La situación laboral de los individuos se basa en una valoración subjetiva de los encuestados a las preguntas sobre su situación laboral actual y pasada.
- 3 El índice de Shorrocks es una medida sintética de la movilidad laboral, que recoge la probabilidad de pasar de una a otra de las tres situaciones laborales que existen (empleo, desempleo e inactividad) entre el período anterior y el actual. Los límites del índice se sitúan entre cero y uno, donde el valor cero supone la probabilidad cero de dejar cualquiera de las situaciones laborales (es decir, la no movilidad) y el valor uno implica la total movilidad. Para más detalles, véase A. F. Shorrocks, «The measurement of mobility», *Econometrica*, vol. 46, 1978, pp. 1013-1024.

Gráfico A Probabilidad de permanecer en el empleo y en la inactividad durante un período de dos años



Fuentes: Datos microeconómicos de la encuesta de población activa y cálculos del BCE.
Nota: Quedan excluidos del gráfico Alemania, Irlanda, España, Malta y los Países Bajos. Las observaciones son medias ponderadas según el porcentaje de población activa de cada país en relación con el agregado de la zona del euro.

Gráfico B Probabilidad de pasar del desempleo a otra situación laboral durante un período de dos años



Fuentes: Datos microeconómicos de la encuesta de población activa y cálculos del BCE.
Nota: Quedan excluidos del gráfico Alemania, Irlanda, España, Malta y los Países Bajos. Las observaciones son medias ponderadas según el porcentaje de población activa de cada país en relación con el agregado de la zona del euro. Francia queda excluida de las barras que muestran el paso del desempleo a la inactividad.

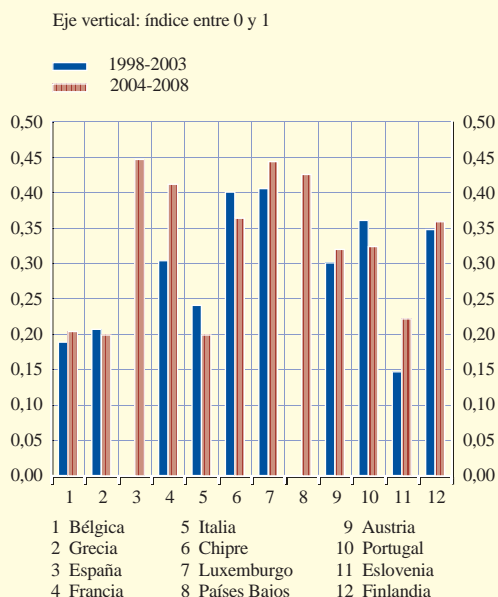
desempleado durante un período de dos años es todavía especialmente elevada, si se compara con la probabilidad de pasar del desempleo al empleo o a la inactividad (20 veces más alta). Este hecho sugiere que el número de personas desempleadas es elevado en relación con el número de individuos que pasan a estar parados cada año, con el resultado de que, en promedio, los europeos tienden a estar desempleados durante un tiempo relativamente prolongado⁴.

A pesar del descenso de la probabilidad de permanecer desempleado durante un período de dos años, otras transiciones entre situaciones laborales se han mantenido prácticamente constantes en el último decenio. Por ejemplo, la transición de desempleo a empleo se mantuvo en el 30%, mientras que el paso de desempleo a inactividad siguió situándose en torno al 6% (véase gráfico B). Si se consideran en conjunto, estos resultados sugieren que los países de la zona del euro tienen que desplegar mayores esfuerzos en lo que se refiere a las reformas del mercado de trabajo; por ejemplo, mediante reformas que faciliten la transición del desempleo al trabajo y de la inactividad al empleo, así como que reduzcan los flujos de salida del mercado de trabajo.

4 Por comparación, la probabilidad de que una persona ocupada mantenga su empleo el año siguiente es solo cerca del triple que la de un parado y 13 veces la de una persona inactiva.

Gráfico C Índice de movilidad laboral a lo largo del tiempo

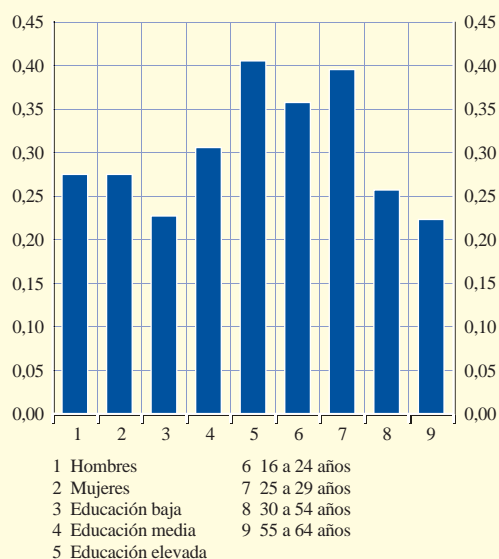
(1998-2003, en comparación con 2004-2008)



Fuentes: Datos microeconómicos de la encuesta de población activa y cálculos del BCE.
 Nota: Medidas basadas en el índice de movilidad de Shorrocks (véase nota a pie de página n.º 3).

Gráfico D Índice de movilidad laboral, por grupos de población

(media 1998-2008)



Fuentes: Datos microeconómicos de la encuesta de población activa y cálculos del BCE.
 Nota: Medidas basadas en el índice de movilidad de Shorrocks (a excepción de Alemania, Irlanda, España, Malta y los Países Bajos), definido en la nota a pie de página n.º 3. Los resultados son medias ponderadas de los resultados de los países. Las observaciones se ponderan según la proporción de cada subcategoría en los países respectivos (es decir, hombres, mujeres, con educación elevada, etc.) en el conjunto de la zona del euro.

El grado de movilidad laboral, según el índice de Shorrocks (una medida sintética de la movilidad, definido en la nota a pie de página n.º 3), varía de un país a otro de la zona del euro y entre grupos de trabajadores, lo que indica que se ha producido un aumento de la «flexibilidad» laboral en los últimos diez años en algunos países. Los mercados de trabajo en España, Francia, Luxemburgo y los Países Bajos parecen ser, en general, más flexibles, y muestran índices de movilidad el doble de elevados que los de Bélgica, Grecia, Italia y Eslovenia (véase gráfico C). Además, el gráfico D muestra que, en media del período, la movilidad laboral es particularmente elevada para las personas con edades comprendidas entre 25 y 29 años y con un alto nivel educativo⁵.

Los países con movilidad elevada son también los que tienen un porcentaje mayor de contratos temporales y de trabajo a tiempo parcial, y una legislación de protección del empleo menos estricta. Si bien no existe una correspondencia clara entre tasa de paro y movilidad, no hay países con escasa movilidad y tasas de desempleo reducidas, lo que sugiere que un cierto grado de movilidad constituye una condición necesaria —pero insuficiente— para un bajo nivel de desempleo.

En resumen, los resultados de este análisis sugieren que el aumento observado en la movilidad entre las distintas situaciones laborales hace esperar, en igualdad de condiciones: i) una mejora de la eficiencia de emparejamiento entre cualificaciones profesionales y vacantes de empleo, al acelerar el ritmo al que los trabajadores encuentran nuevos empleos; ii) siguiendo el mismo razonamiento, una reducción del coste que supone para los Gobiernos el desempleo de larga duración, y iii) un incremento de la participación en el mercado de trabajo, que contribuye al producto potencial de la zona del euro en el largo plazo. Aunque la persistencia del desempleo ha disminuido, sigue siendo elevada, poniendo de manifiesto la necesidad de que se acometan reformas en los mercados de trabajo de la zona del euro encaminadas a incrementar su flexibilidad.

5 Además, si se desagrega este resultado por subperíodos (esta desagregación no se presenta aquí), se observa que, en general, la movilidad de las mujeres ha aumentado, lo que explica por qué, en la media de un período completo, no hay diferencias significativas por género en el índice de movilidad.

4.3 PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

De cara al futuro, los últimos datos económicos y la información procedente de las encuestas siguen confirmando el positivo dinamismo subyacente de la actividad económica de la zona del euro. La actual recuperación en curso a escala mundial debería continuar sosteniendo las exportaciones de la zona del euro. La demanda interna del sector privado debería contribuir cada vez más al crecimiento, sustentada en una orientación muy acomodaticia de la política monetaria y en las medidas adoptadas para mejorar el funcionamiento del sistema financiero. No obstante, se prevé que el proceso de ajuste de los balances que se está llevando a cabo en varios sectores modere, en cierta medida, la recuperación de la actividad.

Esta valoración se ve reflejada, asimismo, en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2011, según las cuales el crecimiento anual del PIB real se situará en un intervalo comprendido entre el 1,3 % y el 2,1 % en 2011, y entre el 0,8 % y el 2,8 % en 2012. Si se comparan con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Euro-sistema de diciembre de 2010, los valores más bajos de estos intervalos se han desplazado al alza como consecuencia de las mejores perspectivas de la economía mundial, así como de la demanda interna (véase también el recuadro 9). En un contexto de incertidumbre elevada, los riesgos para las perspectivas económicas están prácticamente equilibrados. Por una parte, el comercio mundial podría seguir comportándose mucho mejor de lo previsto, respaldando con ella las exportaciones de la zona del euro.

Además, la fortaleza de la confianza empresarial podría apoyar en mayor medida de lo previsto a la actividad económica interna. Por otra parte, los riesgos a la baja están relacionados con las tensiones existentes actualmente en algunos segmentos de los mercados financieros y con su posible contagio a la economía real de la zona del euro. Los nuevos riesgos a la baja están relacionados con incrementos adicionales de los precios de las materias primas, en especial a causa del recrudecimiento de las tensiones geopolíticas, y con las presiones proteccionistas y la posibilidad de que se produzca una corrección desordenada de los desequilibrios mundiales.

Recuadro 9

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

A partir de los datos disponibles hasta el 18 de febrero de 2011, los expertos del BCE han elaborado una serie de proyecciones sobre la evolución macroeconómica de la zona del euro¹. De acuerdo con estas proyecciones, el crecimiento medio anual del PIB real se situará en un intervalo comprendido entre el 1,3 % y el 2,1 % en 2011, y entre el 0,8 % y el 2,8 % en 2012. La inflación se situará entre el 2,0 % y el 2,6 % en 2011, y entre el 1,0 % y el 2,4 % en 2012.

Supuestos técnicos relativos a los tipos de interés, los tipos de cambio, los precios de las materias primas y las políticas fiscales

Los supuestos técnicos relativos a los tipos de interés y a los precios de las materias primas energéticas y no energéticas se basan en las expectativas de los mercados consideradas hasta el 10 de febrero de 2011². El supuesto sobre los tipos de interés a corto plazo tiene un carácter puramente técnico. Dichos tipos se miden por el EURIBOR a tres meses y las expectativas de los mercados se basan en los tipos de interés de los futuros. Según esta metodología, el nivel general medio de los tipos de interés a corto plazo será del 1,5 % en 2011 y del 2,4 % en 2012. Los supuestos técnicos relativos al rendimiento nominal de la deuda pública a diez años en la zona del euro también se derivan de las expectativas de los mercados e implican un nivel medio del 4,5 % en 2011 y del 4,9 % en 2012³. En cuanto a las condiciones de financiación, el escenario de referencia de las proyecciones incluye el supuesto de que, durante el horizonte considerado, los diferenciales de los préstamos bancarios respecto de los tipos de interés a corto plazo disminuirán ligeramente. Se estima que los diferenciales frente a los tipos de interés a largo plazo aumentarán gradualmente, tras la notable reducción registrada en el

- 1 Las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE complementan las proyecciones macroeconómicas del Eurosistema, que elaboran conjuntamente los expertos del BCE y los de los bancos centrales nacionales de la zona del euro con periodicidad semestral. Las técnicas utilizadas son coherentes con las de las proyecciones del Eurosistema, descritas en la publicación titulada «A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises» (BCE, junio de 2001), que puede consultarse en la dirección del BCE en Internet. Para expresar el grado de incertidumbre que rodea las proyecciones, se presentan, para cada variable, intervalos basados en las diferencias entre las cifras observadas y las proyecciones elaboradas en los últimos años. La amplitud de estos intervalos es dos veces el valor absoluto medio de esas diferencias. La técnica utilizada, que prevé una corrección por acontecimientos excepcionales, se explica en la publicación titulada «New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges» (BCE, diciembre de 2009), que también puede consultarse en la dirección del BCE en Internet.
- 2 Los supuestos relativos a los precios del petróleo y de los alimentos se basan en los precios de los futuros hasta el final del período considerado en las proyecciones. Los supuestos referidos a otras materias primas reflejan los precios de los futuros hasta el primer trimestre de 2012 y, a partir de entonces, una evolución acorde con la actividad económica mundial.
- 3 El supuesto técnico sobre el tipo de interés a largo plazo para la zona del euro se calcula hasta la fecha de cierre de los datos como la media de los rendimientos de los bonos de referencia a diez años de los países, ponderada por las cifras del PIB anual. A continuación, se prolonga en el horizonte de las proyecciones utilizando el perfil de la evolución futura determinada a partir de la curva de rendimientos de la zona del euro estimada por el BCE.

último trimestre de 2010, y volverán a situarse en su media histórica al final del horizonte de las proyecciones. Las condiciones crediticias seguirán normalizándose, aunque continuarán afectado en alguna medida a la actividad en el horizonte considerado. En cuanto a los precios de las materias primas, sobre la base de la trayectoria implícita en los mercados de futuros en las dos semanas previas a la fecha de cierre de los datos, se estima que los precios del barril de Brent se situarán, en promedio, en 101,3 dólares estadounidenses en 2011 y en 102,4 en 2012. Los precios de las materias primas no energéticas en dólares estadounidenses aumentarán con fuerza en un 27,5 % en 2011 y en un 1,0 % en 2012.

Se parte del supuesto de que, durante el horizonte abarcado por las proyecciones, los tipos de cambio bilaterales permanecerán estables en los niveles medios registrados en las dos semanas previas a la fecha de cierre de los datos, lo que implica que el tipo de cambio entre el dólar estadounidense y el euro será de 1,37 durante todo el período y que el tipo de cambio efectivo del euro, en promedio, se depreciará un 1,1 % en 2011 y se apreciará un 0,1 % en 2012.

Los supuestos relativos a la política fiscal se basan en los planes presupuestarios nacionales de cada uno de los países de la zona del euro a fecha de 11 de febrero de 2011 e incluyen todas las medidas que ya han sido aprobadas por los parlamentos nacionales o que han sido concretadas con suficiente detalle por los Gobiernos y que probablemente se aprueben tras su tramitación legislativa.

Supuestos relativos al entorno internacional

El crecimiento de la economía mundial mostró cierto impulso renovado a finales del año pasado y principios de este, apoyado por la mejora general de las condiciones financieras a escala mundial. Las perspectivas a corto plazo para la actividad económica también están respaldadas por las nuevas medidas de estímulo fiscal de los Estados Unidos. No obstante, la situación cíclica sigue siendo desigual en los distintos países. En las principales economías industrializadas, las perspectivas de crecimiento a medio plazo se mantienen bastante moderadas, particularmente en aquellas en las que es necesario que prosigan los ajustes en los balances. Asimismo, se espera que la debilidad generalizada de los mercados de la vivienda y las tasas de desempleo persistentemente elevadas ensombrezcan las perspectivas de consumo privado de esas economías a medio plazo. En contraste, el crecimiento vigoroso y las presiones inflacionistas cada vez mayores serán predominantes en algunas economías emergentes. Se estima que el PIB real mundial fuera de la zona del euro aumentará, en promedio, en un 4,7 % en 2011 y un 4,6 % en 2012. Como reflejo de la notable recuperación del comercio mundial, el crecimiento de la demanda externa en la zona del euro se situará previsiblemente en el 7,9 % en 2011 y en el 7,6 % en 2012. Estas tasas de crecimiento son algo superiores a las tasas medias registradas en los diez años anteriores a la crisis financiera.

Proyecciones relativas al crecimiento del PIB real

El PIB real de la zona del euro aumentó en un 0,3 % en el último trimestre de 2010, la misma tasa que en el trimestre anterior. De cara al futuro, proseguirá la recuperación económica y la demanda interna sustituirá progresivamente a las exportaciones como motor principal. Este reequilibrio refleja los efectos de anteriores medidas de política monetaria y los importantes esfuerzos realizados para restablecer el funcionamiento del sistema financiero. Sin embargo, la necesidad de ajustes en los balances en varios sectores, así como los procesos de ajuste presupuestario para restablecer la confianza en la sostenibilidad a medio plazo considerados en las proyecciones, afectará previsiblemente a las perspectivas de crecimiento de la zona del euro. En términos anuales, tras una tasa de

Cuadro A Proyecciones macroeconómicas para la zona del euro

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

	2010	2011	2012
IAPC	1,6	2,0 - 2,6	1,0 - 2,4
PIB real	1,7	1,3 - 2,1	0,8 - 2,8
Consumo privado	0,7	0,6 - 1,4	0,4 - 2,2
Consumo público	0,8	-0,3 - 0,5	-0,5 - 0,9
Formación bruta de capital fijo	-0,8	0,4 - 3,4	0,7 - 5,5
Exportaciones (bienes y servicios)	10,9	4,9 - 9,5	3,0 - 9,2
Importaciones (bienes y servicios)	9,0	3,5 - 7,7	2,8 - 8,4

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

2) Datos relativos a la zona del euro incluida Estonia, excepto el dato del IAPC en 2010. La tasa media de variación anual para el IAPC en 2011 se basa en una composición de la zona del euro en 2010 que ya incluye a Estonia.

crecimiento del 1,7% en 2010, el PIB real aumentará entre el 1,3% y el 2,1% en 2011, y entre el 0,8% y el 2,8% en 2012. Puesto que el crecimiento potencial anual proyectado será considerablemente inferior a las tasas anteriores a la crisis, la brecha de producción se reducirá durante el horizonte que abarcan las proyecciones.

Proyecciones sobre precios y costes

De acuerdo con la estimación preliminar de Eurostat, la tasa de inflación interanual medida por el IAPC en la zona del euro fue del 2,4% en febrero de 2011. Según las proyecciones, la inflación general medida por el IAPC se mantendrá en niveles superiores al 2% hasta el final de 2011, debido en gran medida a los fuertes aumentos recientes de los precios de la energía y de los alimentos. Posteriormente, tomando como base los actuales precios de los futuros sobre las materias primas, los incrementos de los precios de las importaciones se moderarán. En contraste, las presiones internas sobre los precios se intensificarán ligeramente, como reflejo de la mejora gradual de la actividad y el mayor crecimiento de los salarios, lo que se traducirá en un aumento gradual de la tasa de inflación medida por el IAPC, excluidos los alimentos y la energía, en el horizonte de las proyecciones. En general, se proyecta que la inflación anual media se situará entre el 2,0% y el 2,6% en 2011, y entre el 1,0% y el 2,4% en 2012. El crecimiento de la remuneración por asalariado en la zona del euro se recuperará durante los dos próximos años, en consonancia con la mejora gradual de las condiciones de los mercados de trabajo. Sin embargo, la remuneración por asalariado en términos reales se reducirá algo en 2011, debido al aumento de la inflación, y se tornará ligeramente positiva en 2012. Dada la proyectada moderación del crecimiento de la productividad en los próximos dos años, se espera que los costes laborales unitarios, que mostraron un descenso cíclico en 2010, repunten en 2011 y crezcan a un ritmo más rápido en 2012. Esto, a su vez, restringirá los aumentos de los márgenes de beneficios, que en 2010 experimentaron una recuperación considerable.

Comparación con las proyecciones de diciembre de 2010

En comparación con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema publicadas en el Boletín Mensual de diciembre de 2010, los límites inferiores de los intervalos de crecimiento del PIB real para 2011 y 2012 se han revisado ligeramente al alza, como reflejo del mayor dinamismo del crecimiento económico mundial y el proyectado aumento de las exportaciones de la zona del euro, así como de las perspectivas más favorables para la demanda interna, como indica la mejora de la confianza. Los intervalos relativos a la inflación medida por el IAPC para 2011 y 2012

Cuadro B Comparación con las proyecciones de diciembre de 2010

(tasas medias de variación anuales)

	2010	2011	2012
PIB real – diciembre 2010	1,6 - 1,8	0,7 - 2,1	0,6 - 2,8
PIB real – marzo 2011	1,7	1,3 - 2,1	0,8 - 2,8
IAPC – diciembre 2010	1,5 - 1,7	1,3 - 2,3	0,7 - 2,3
IAPC – marzo 2011	1,6	2,0 - 2,6	1,0 - 2,4

se han ajustado al alza en comparación con las proyecciones de diciembre de 2010, fundamentalmente debido a los aumentos más intensos de lo esperado de los precios de la energía y de los alimentos.

Comparación con las previsiones de otras instituciones

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

Según las previsiones actualmente disponibles elaboradas por otras organizaciones y organismos, el crecimiento del PIB real de la zona del euro se situará en intervalos comprendidos entre el 1,5 % y el 1,7 % en 2011, y entre el 1,7 % y el 2,0 % en 2012, que se encuadran holgadamente dentro de los intervalos proyectados por los expertos del BCE. Por lo que se refiere a la inflación, las previsiones disponibles estiman que la inflación anual media medida por el IAPC se situará entre el 1,3 % y el 2,2 % en 2011. La mayoría de estas previsiones de inflación se sitúa por debajo del intervalo proyectado por los expertos del BCE, ya que este probablemente aún no tenga en cuenta los recientes incrementos en los precios de las materias primas. Las previsiones de inflación medida por el IAPC para 2012 se sitúan en un intervalo comprendido entre el 1,2 % y el 1,8 %, que se encuadra dentro del proyectado por los expertos del BCE.

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

(tasas medias de variación anuales)

	Fecha de publicación	Crecimiento del PIB		Inflación medida por el IAPC	
		2011	2012	2011	2012
OCDE	Noviembre 2010	1,7	2,0	1,3	1,2
Comisión Europea	Febrero 2011	1,5	1,8	2,2	1,7
FMI	Enero 2011	1,5	1,7	1,5	1,5
Encuesta a expertos en previsión económica	Febrero 2011	1,6	1,7	1,9	1,8
Consensus Economics Forecasts	Febrero 2011	1,6	1,7	2,0	1,8
Proyecciones elaboradas por los expertos del BCE	Marzo 2011	1,3-2,1	0,8-2,8	2,0-2,6	1,0-2,4

Fuentes: Previsiones intermedias de la Comisión Europea de febrero de 2011 para los datos relativos a 2011, y Previsiones económicas de otoño de 2010 de la Comisión Europea para los datos relativos a 2012; Perspectivas de la Economía Mundial del FMI, octubre de 2010, para la inflación, y actualización de las Perspectivas de la Economía Mundial, enero de 2011, para el crecimiento del PIB; Economic Outlook de la OCDE, noviembre de 2010; Consensus Economics Forecasts; y encuesta del BCE a expertos en previsión económica.

Nota: Las tasas de crecimiento anuales que figuran en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE y en las previsiones de la OCDE están ajustadas por días laborables, mientras que las tasas de crecimiento anuales que aparecen en las previsiones de la Comisión Europea y del FMI no lo están. Las demás previsiones no especifican si los datos están ajustados por días laborables.

5 EVOLUCIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS

Transcurrido un año desde el comienzo de la crisis de la deuda soberana en Grecia, que posteriormente se propagó a algunos países, la situación de las finanzas públicas en la zona del euro en su conjunto se ha estabilizado en líneas generales, aunque —al igual que en otras regiones del mundo— sigue siendo precaria. En estos momentos es fundamental que los Gobiernos mantengan su compromiso de saneamiento presupuestario, ya que todavía persisten las tensiones en los mercados de deuda pública. Por tanto, es esencial que todos los países de la zona del euro apliquen íntegramente sus planes de consolidación fiscal en 2011. En los casos en los que los planes actuales sean inadecuados, deben detallarse e implementarse con rapidez medidas correctivas adicionales. Los países deben especificar medidas concretas de política fiscal para los años posteriores a 2011 en sus programas de estabilidad, que preferentemente deben basarse en la contención del gasto estructural, así como en la reforma de las pensiones y de la sanidad. Esto debería respaldar la credibilidad de sus objetivos de consolidación fiscal, para lograr una corrección rápida de los déficits excesivos, el retorno a una posición próxima al equilibrio o de superávit a medio plazo y una ratio de deuda que disminuya suficientemente.

LA SITUACIÓN PRESUPUESTARIA SIGUE SIENDO PRECARIA

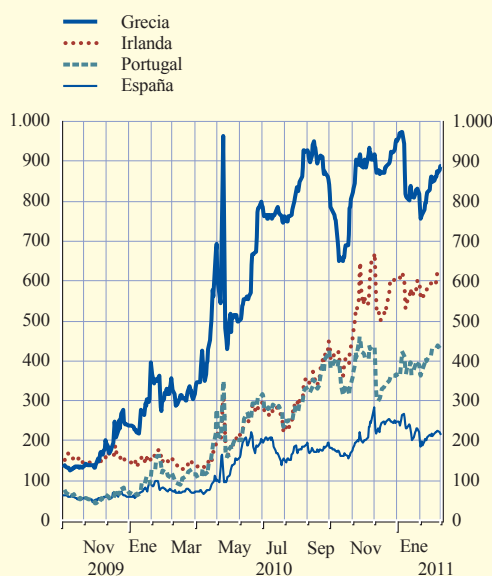
Transcurrido un año desde que las tensiones comenzaran a aumentar en los mercados de deuda soberana, la situación presupuestaria de la zona del euro sigue siendo precaria. Después de experimentar un acusado aumento en 2008 y 2009, en 2010 el déficit público de la zona no se modificó y se situó en el 6,3 % del PIB. Al mismo tiempo, la ratio de deuda pública de la zona se mantiene en una tendencia al alza y se prevé que siga aumentando, desde el 84,1% del PIB en 2010 hasta el 86,5 % en 2011 y el 87,8 % en 2012 (según las previsiones económicas de la Comisión Europea de otoño de 2010)¹.

La sostenibilidad de las finanzas públicas en algunos países está siendo cuestionada, en particular por los participantes en los mercados financieros. Esto refleja importantes desequilibrios presupuestarios, pero también las implicaciones fiscales de los riesgos existentes en otras áreas, principalmente en el ámbito de la estabilidad del sector financiero. Los desequilibrios macroeconómicos acumulados y la incertidumbre imperante en torno a las perspectivas de crecimiento del PIB plantean riesgos adicionales para la solidez de las finanzas públicas. En vista de esta situación, los participantes en el mercado continúan exigiendo elevadas primas por riesgo de tipo de interés de los países que se perciben como especialmente vulnerables (véase gráfico 59). Tras registrar un acusado incremento, hasta alcanzar un máximo y un descenso a partir del 9 de mayo de 2010, los diferenciales de la deuda soberana de los países vulnerables volvieron a aumentar gradualmente, y, aunque han mostrado cierta volatilidad, se han mantenido en niveles muy altos, como se observa en el gráfico 59.

1 Para una presentación detallada, véase el Boletín Mensual de diciembre de 2010.

Gráfico 59 Diferencial respecto al rendimiento de la deuda pública alemana a diez años

(datos diarios; puntos básicos; 1 octubre 2009-2 marzo 2011)



Fuentes: Bloomberg, Thomson Reuters y cálculos del BCE. Datos: Diferenciales de rendimiento frente a la deuda pública alemana a diez años, datos al cierre de las operaciones [última observación, a las 17 horas (hora central europea) del 2 de marzo de 2011].

EL SANEAMIENTO PRESUPUESTARIO HA COMENZADO

En este entorno de incertidumbre, los países están aplicando planes de saneamiento presupuestario más o menos ambiciosos. A continuación se presentan la evolución más reciente y los planes presupuestarios en los países más importantes de la zona del euro, así como en los más vulnerables.

En Alemania, según las estimaciones oficiales más recientes, el Gobierno espera que el déficit de las Administraciones Públicas se reduzca desde el 3,3% del PIB en 2010 hasta aproximadamente el 2,5% en 2011. Por consiguiente, la situación de déficit excesivo debería corregirse este año, es decir, dos años antes de 2013, plazo límite fijado en las recomendaciones formuladas en el marco del procedimiento de déficit excesivo. A partir de 2011, la introducción de una nueva norma constitucional sobre la deuda impone la necesidad de reducir progresivamente el déficit estructural hasta el umbral del 0,35% del PIB para 2016. Los Gobiernos de los estados federales alemanes necesitarán contar con unos presupuestos estructuralmente equilibrados a partir de 2020. Con el fin de lograr el ajuste estructural necesario a escala federal, en septiembre de 2010 el Gobierno aprobó un programa de consolidación hasta 2014, centrado en recortes de los gastos corrientes. Por el lado de los ingresos, el paquete incluye nuevos impuestos a los billetes de avión y al combustible para aviones, que se han introducido en 2011.

En Francia, se estima que el déficit público alcanzó el 7,7% del PIB en 2010, según los últimos datos oficiales sobre ejecución de los presupuestos presentados por el Ministerio de Hacienda. Esta cifra es mejor que la esperada en la actualización del programa de estabilidad de 2010, que preveía un nuevo aumento de la ratio de déficit, desde el 7,9% del PIB en 2009 hasta el 8,2% en 2010. Según el programa, la ratio de déficit disminuirá cada año, lo que hará que el déficit excesivo de este país se corrija en 2013, en consonancia con la recomendación formulada por el Consejo ECOFIN en 2009, en el marco del procedimiento de déficit excesivo. Esta senda fiscal quedó confirmada en el plan presupuestario plurianual presentado con la propuesta de presupuestos para 2011 en otoño del año pasado. Se prevé que la ratio de deuda pública en relación con el PIB continúe aumentando hasta 2012, antes de disminuir ligeramente hasta situarse en el 86,8% en 2013. Según los planes del Gobierno, está previsto que el proceso de consolidación estructural comience en 2011 y que se base fundamentalmente en la contención del gasto. Estas mejoras presupuestarias previstas se complementan con una reforma integral de las pensiones, fundamentalmente el aumento de la edad mínima de jubilación de 60 a 62 años y la edad legal para percibir una pensión completa a 67 años. Para respaldar estos planes de consolidación, el Gobierno francés ha propuesto introducir una norma de saldo presupuestario.

En Italia, según estimaciones recientes del instituto nacional de estadística, en 2010 el déficit público ascendió al 4,6% del PIB, por debajo del objetivo del 5% del PIB fijado en la actualización del programa de estabilidad de 2010 y acordado en el marco de las exigencias del procedimiento de déficit excesivo. En vista de la necesidad de reducir la ratio de déficit por debajo del 3% del PIB para 2012, en agosto de 2010 el Parlamento aprobó un paquete de medidas de consolidación para el período 2011-2012. Las medidas fiscales asociadas afectan principalmente a los gastos corrientes y, según el Gobierno, mejorarían la situación presupuestaria en torno a un 1,6% del PIB, en cifras acumuladas, durante el período 2011-2012, lo que se traduciría en una reducción del déficit, hasta situarlo en el 3,9% del PIB en 2011 y en el 2,7% en 2012.

En cuanto a España, las estimaciones preliminares indican que el déficit de las Administraciones Públicas se situó en el 9,2% del PIB en 2010, ligeramente por debajo del objetivo del 9,3% del PIB (según los nuevos objetivos del Gobierno fijados en mayo de 2010). El hecho de que el déficit de la Administración Central fuera mucho más reducido que el presupuestado quedó contrarrestado, en gran parte, por unos déficits presupuestarios superiores a lo previsto en el sistema de seguridad social y en las Comu-

nidades Autónomas. El Gobierno se ha fijado como objetivo que el déficit de las Administraciones Públicas sea del 6 % del PIB en 2011. Este objetivo incluye el impacto restante del incremento del tipo principal del IVA, del 16 % al 18 %, así como la reducción del 5 % de los salarios públicos, medidas que entraron en vigor a mediados de 2010. Además de estas medidas, la disminución del déficit debe conseguirse mediante congelaciones de las pensiones y de los salarios, recortes en el empleo público y reducciones generalizadas del gasto administrado. Está previsto seguir reduciendo la ratio de déficit hasta situarla en el 4,4 % del PIB en 2012 y en el 3 % en 2013.

En Portugal, según las últimas proyecciones del Gobierno, se espera que el déficit público disminuya gradualmente, desde el 7,3 % del PIB en 2010 hasta el 2 % en 2013, y que la deuda pública aumente desde el 82,1 % del PIB en 2010 hasta el 86,6 % en 2011. La información más reciente disponible indica que es probable que este país, al menos, haya cumplido el objetivo de déficit de las Administraciones Públicas del 7,3 % para 2010, fijado en mayo de 2010. En cuanto a las actuaciones en el ámbito presupuestario, el Parlamento aprobó un paquete plurianual de medidas de consolidación fiscal en noviembre de 2010, que incluye medidas correctivas que afectan tanto a los ingresos como al gasto. Según el Gobierno, el paquete debería permitir que se cumpla el objetivo de déficit fijado para 2011 (el 4,6 % del PIB) y que en 2012 el déficit se sitúe por debajo del 3 % del PIB.

En Grecia se logró una reducción considerable del déficit público, en torno al 6 % del PIB en 2010. No obstante, según las estimaciones, el objetivo inicial de déficit, fijado en el 8 % del PIB en el programa conjunto de la UE y el FMI, no se alcanzó por 1,5 puntos porcentuales. Ello es resultado, fundamentalmente, de la revisión al alza de las estadísticas relativas al déficit de 2009, que también ha afectado a las cifras de 2010, pero también se debe a la pronunciada caída de los ingresos y a los malos resultados fiscales de las Administraciones Locales y de las administraciones de Seguridad Social. Para 2011, el Gobierno griego confirmó su compromiso de recuperar todo el terreno perdido el año anterior y cumplir el objetivo inicial de déficit del 7,5 % del PIB. De cara al futuro, es necesario aplicar medidas fiscales adicionales de carácter permanente, equivalentes al 8 % del PIB, de las que todavía hay que identificar el 6 %, para reducir el déficit público hasta situarlo por debajo del 3 % para 2014. Dado que las subidas de impuestos y los recortes generalizados del gasto fueron ampliamente utilizados en la fase inicial del programa, las medidas restantes tendrán que abordar problemas estructurales profundamente arraigados. Entre ellos se incluyen las áreas de la política y la administración tributarias, la gestión financiera del sector público, las empresas públicas que generan pérdidas, la estructura y el tamaño del empleo público, el sistema de remuneración de los empleados públicos, los sistemas de seguridad social y de atención sanitaria, y el presupuesto para inversiones públicas. El Gobierno presentará su estrategia presupuestaria a medio plazo antes del final de marzo.

En Irlanda es probable que los resultados presupuestarios de 2010 hayan sido mejores que el déficit del 32,3 % del PIB esperado en las previsiones económicas de la Comisión Europea de otoño de 2010 (que se habían visto afectadas al alza por las transferencias de capital al sector bancario por un importe equivalente a aproximadamente el 20 % del PIB). En noviembre de 2010, la UE y el FMI acordaron conceder asistencia financiera conjunta a este país, sujeta a estrictas medidas de consolidación fiscal, a reformas del sector financiero y a reformas estructurales. Según la Decisión del Consejo de 7 de diciembre de 2010, sobre la concesión por la Unión de ayuda financiera a Irlanda (2011/77/UE), el déficit de las Administraciones Públicas no deberá exceder del 10,6 % del PIB previsto en 2011, del 8,6 % del PIB en 2012 y del 7,5 % del PIB en 2013, a fin de encauzar a Irlanda hacia la reducción del déficit por debajo del 3 % del PIB en 2015, una ampliación del plazo límite anterior, fijado para 2014. Las políticas que se apliquen tendrán que seguir centrándose firmemente en la puesta en práctica del programa conjunto acordado entre la UE y el FMI.

APLICACIÓN INDULGENTE DEL PACTO DE ESTABILIDAD Y CRECIMIENTO

Por lo que respecta a la aplicación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, existe el riesgo de que los compromisos adquiridos por los países de cumplir íntegramente la letra y el espíritu de las disposiciones, como declararon en mayo de 2010 ante las fuertes presiones que se estaban registrando en los mercados financieros, puedan estar debilitándose². Todos los países de la zona del euro excepto Estonia y Luxemburgo, están sujetos actualmente a procedimientos de déficit excesivo (como se resume en el cuadro 10), y se ha constatado que han adoptado medidas efectivas en un plazo de seis meses desde que el Consejo ECOFIN formulara sus recomendaciones. No obstante, esta valoración se realizó considerando orientaciones de política para la adopción de medidas efectivas bastante imprecisas, especialmente porque, en la mayoría de los casos, el ajuste estructural necesario se había formulado en términos de una media anual para todo el período de ajuste, en lugar de una para cada año. Esto proporcionó a los países margen para aplazar sus medidas de ajuste.

Incluso con arreglo a estas exigencias relativamente laxas, la conclusión de que se han adoptado medidas efectivas se basa en una interpretación generosa de la evolución estructural en 2010 y 2011. Se consideró que se habían adoptado medidas efectivas en algunos de los países en los que el proceso de ajuste fiscal debía comenzar en 2010, aunque el saneamiento presupuestario había sido escaso o nulo en comparación con el esfuerzo de saneamiento medio anual requerido. En concreto, el déficit estructural de Francia aumentó ligeramente en 2010, pese a un llamamiento explícito a no permitir que siguiera deteriorándose. Por otra parte, en varios países el ajuste estructural fue mínimo, aunque el entorno macroeconómico fue más favorable de lo esperado cuando el Consejo formuló sus recomendaciones. En cuanto a los planes de consolidación fiscal para 2011, el endurecimiento de la orientación fiscal previsto a escala de la zona del euro —siendo probable que la ratio media de déficit de la zona en su conjunto

2 Los países de la zona del euro adquirieron un firme compromiso de consolidación fiscal en la Declaración de Jefes de Estado o de Gobierno de la zona del euro de 7 de mayo de 2010. Se ha de destacar que, entre otras cosas, se comprometieron a asegurar la estabilidad, la unidad y la integridad de la zona del euro y acordaron adoptar todas las medidas necesarias para cumplir sus objetivos presupuestarios en consonancia con las recomendaciones formuladas en el marco de los procedimientos de déficit excesivo. En las conclusiones del Consejo ECOFIN de 9 de mayo de 2010, los Estados miembros reafirmaron su firme compromiso de garantizar la sostenibilidad fiscal y acelerar la consolidación fiscal y las reformas estructurales, en caso necesario.

Cuadro 10 Procedimientos de déficit excesivo en los países de la zona del euro

(en porcentaje del PIB)

	Saldo presupuestario 2010	Inicio	Plazo límite	Ajuste estructural anual medio recomendado
Bélgica	-4,8	2010	2012	0,75
Alemania	-3,7	2010	2013	≥ 0,5
Estonia	-1,0	-	-	-
Irlanda	-32,3	2010	2015	2
Grecia	-9,6	2010	2014	≥10 Total 2009-2014
España	-9,3	2010	2013	> 1,5
Francia	-7,7	2010	2013	> 1
Italia	-5,0	2010	2012	≥ 0,5
Chipre	-5,9	2010	2012	1,5
Luxemburgo	-1,8	-	-	-
Malta	-4,2	2010	2011	0,75
Países Bajos	-5,8	2011	2013	0,75
Austria	-4,3	2011	2013	0,75
Portugal	-7,3	2010	2013	1,25
Eslovenia	-5,8	2010	2013	0,75
Eslovaquia	-8,2	2010	2013	1
Finlandia	-3,1	2010	2011	0,5

Fuentes: Previsiones económicas de la Comisión Europea de otoño de 2010 (columna 1) y recomendaciones del Consejo ECOFIN (columnas 2, 3 y 4).

se reduzca hasta situarse en el 4,6 % del PIB según las previsiones de la Comisión Europea de otoño de 2010— refleja principalmente las medidas adoptadas en los países más vulnerables, mientras que, en muchos otros, los planes siguen siendo imprecisos. Aunque todos los países de la zona del euro sujetos a un procedimiento de déficit excesivo deben aplicar medidas de saneamiento en 2011, solo algunos de ellos han presentado planes de consolidación suficientemente detallados hasta ahora.

En general, las políticas y los planes actuales suscitan preocupación por una serie de razones. En primer lugar, algunos países desaprovecharon la oportunidad de adelantar el saneamiento en 2010, cuando el entorno macroeconómico era más favorable de lo esperado. En segundo lugar, será necesario aumentar sustancialmente los esfuerzos de consolidación para asegurar el cumplimiento de las recomendaciones del Consejo hasta que se corrijan los déficits excesivos. En tercer lugar, en estos momentos de elevada incertidumbre, los Gobiernos todavía deben demostrar de manera convincente la seriedad de sus promesas de saneamiento, que exigen un cumplimiento estricto de los plazos y objetivos fijados en el marco de los procedimientos de déficit excesivo.

PUEDEN Y DEBEN MANTENERSE ESFUERZOS DE CONSOLIDACIÓN AMBICIOSOS

Habida cuenta de que la situación presupuestaria todavía es precaria en algunos países, el compromiso de consolidación fiscal debe mantenerse y confirmarse en las próximas actualizaciones de los programas de estabilidad. La envergadura de los retos presupuestarios actuales exige un ambicioso esfuerzo de consolidación durante varios años en la mayor parte de los países, con un énfasis especial en los recortes del gasto estructural, así como en las reformas de las pensiones y de la sanidad. Esto debería reflejarse en las actualizaciones de los programas de estabilidad que los Gobiernos deben presentar antes del final de abril³. En particular, los países deben especificar medidas concretas para respaldar la credibilidad de sus objetivos de consolidación fiscal, con el fin de lograr una corrección rápida de los déficits excesivos y el retorno a una situación próxima al equilibrio o de superávit a medio plazo. Como los países aún están lejos de cumplir sus objetivos fiscales a medio plazo, las medidas de saneamiento estructural tendrán que superar considerablemente el valor de referencia del 0,5 % del PIB anual fijado en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. En países con unas ratios elevadas de déficit y/o deuda públicos, el ajuste estructural anual debería alcanzar al menos el 1 % del PIB, con el fin de conseguir que la ratio de deuda disminuya suficientemente y salvaguardar la sostenibilidad presupuestaria.

Esto es especialmente necesario en vista de los fuertes desequilibrios presupuestarios actuales y de los retos futuros. Unas ratios de deuda soberana elevadas y en aumento acentúan los riesgos presupuestarios relacionados con nuevas reestructuraciones bancarias y con los costes futuros previstos del envejecimiento de la población, especialmente habida cuenta de la perspectiva de que la tasa de crecimiento potencial tendencial descienda. Una estrategia de reforma creíble y de amplio alcance también contribuye a mantener la confianza de los mercados, lo que podría ser especialmente importante en países con posiciones presupuestarias vulnerables y podría tener un efecto positivo en las condiciones de financiación a largo plazo. En particular, es necesario introducir reformas en los sistemas de pensiones y de atención sanitaria para afrontar la carga pendiente asociada al envejecimiento de la población.

Los retos fiscales futuros exigen una evolución rápida hacia superávits primarios que sean de magnitud suficiente para que la ratio de deuda disminuya suficientemente y se aproxime al valor de referencia del 60 % del PIB a un ritmo adecuado, como establece el Tratado. A este respecto, la experiencia de algunos Estados miembros de la UE demuestra que realmente es posible conseguir y mantener superávits primarios durante un período de tiempo relativamente prolongado (véase recuadro 10).

3 El calendario de presentación de las actualizaciones de los programas de estabilidad se modificó para ajustarlo al Semestre Europeo introducido en 2011.

FORTALECIMIENTO DEL MARCO INSTITUCIONAL

De forma paralela a la necesidad urgente de adoptar medidas fiscales, los debates sobre el fortalecimiento del marco de gobernanza económica de la UE que comenzaron en la primavera de 2010 se encuentran actualmente en fase legislativa. La Comisión Europea publicó propuestas legislativas a finales de septiembre de 2010, y un grupo de trabajo establecido por el Consejo Europeo y presidido por el presidente Van Rompuy formuló recomendaciones que fueron aprobadas por el Consejo Europeo en octubre de 2010. Las propuestas de la Comisión y las recomendaciones del grupo de trabajo incluyen una coordinación más amplia y profunda de las políticas económicas, la mejora de la vigilancia presupuestaria, nuevas herramientas de seguimiento de los desequilibrios presupuestarios, medidas de ejecución y exigencias más efectivas para los marcos presupuestarios nacionales. Además, se está desarrollando un marco más sólido para la gestión de crisis. Aunque los avances previstos en relación con el marco de gobernanza económica son bienvenidos, las propuestas y las recomendaciones formuladas no representan, en su redacción actual, el salto cuantitativo necesario hacia la consecución de una unión económica más profunda acorde con la unión monetaria. A este respecto, el legislador de la UE y los Estados miembros deberían aprovechar el proceso legislativo en marcha para reforzar el marco de gobernanza económica, en la medida de lo posible de conformidad con los Tratados vigentes⁴.

4 Para más detalles, véase el artículo titulado «La reforma de la gobernanza económica de la zona del euro: elementos esenciales», en este Boletín Mensual.

Recuadro 10

EVOLUCIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA Y DEL SALDO PRESUPUESTARIO PRIMARIO EN LOS ESTADOS MIEMBROS DE LA UE

El Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea (apartado 2 del artículo 126 y Protocolo n.º 12) exige a los Estados miembros de la UE que mantengan una proporción entre la deuda pública y el producto interior bruto a precios de mercado inferior al valor de referencia del 60 %, salvo que la proporción de deuda disminuya suficientemente y se aproxime al valor de referencia a un ritmo satisfactorio. Como consecuencia de la crisis económica y financiera reciente, las ratios de deuda pública han aumentado con rapidez desde 2007 en casi todos los Estados miembros de la UE, alcanzando niveles superiores al 60 % del valor de referencia en catorce Estados miembros en 2010. Según las previsiones de la Comisión Europea¹, en trece de estos países la ratio de deuda seguirá incrementándose hasta 2012, aunque a un ritmo más lento, que refleja la recuperación y algunas medidas de consolidación fiscal previstas.

El saldo presupuestario primario, definido como el saldo presupuestario excluidos los pagos por intereses, es un factor determinante clave de la evolución de la deuda pública. Para estabilizar la ratio de deuda en relación con el PIB y, a continuación, lograr que se sitúe en una trayectoria descendente hacia el valor de referencia, es necesario que se genere un superávit primario suficientemente elevado durante un período prolongado si el diferencial entre los tipos de interés y el crecimiento es positivo, como se supone tradicionalmente². La previsión de aumento considerable del gasto público relacionado con el envejecimiento de la población en las próximas décadas hará de este objetivo un reto, aunque también una necesidad cada vez más acuciante.

1 Comisión Europea, «European Economic Forecast – Autumn 2010», *European Economy*, n.º 7, 2010.

2 Para un análisis sobre la medición de la sostenibilidad fiscal, así como una descripción del impacto de la crisis financiera sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas de la zona del euro, véase el capítulo 5 de A. van Riet (ed.), «Euro area fiscal policies and the crisis», *Occasional Paper Series*, n.º 109, BCE, Fráncfort del Meno, 2010.

Para situar este reto en perspectiva, en este recuadro se analiza con más detalle el comportamiento histórico de los saldos primarios en los Estados miembros de la UE. Ciertamente, muchos de ellos han alcanzado superávits primarios significativos durante períodos prolongados³. Destacan varios episodios ininterrumpidos de superávits primarios anuales elevados: Finlandia mantuvo un superávit primario medio anual del 5,7 % del PIB durante once años (1998-2008); en Bélgica fue del 5,4 % del PIB durante once años (1994-2004); el superávit primario medio de Dinamarca fue del 5,3 % del PIB durante 26 años (1983-2008), y en Italia se situó en el 5,1 % del PIB durante seis años (1995-2000). En total, diez Estados miembros de la UE (Bélgica, Bulgaria, Dinamarca, Irlanda, España, Italia, Luxemburgo, Países Bajos, Finlandia y Suecia) registraron episodios ininterrumpidos de superávit primario durante diez años o más, siendo el superávit medio anual más bajo por episodio del 1,6 % del PIB. En cifras acumuladas hasta 2009, el superávit presupuestario primario se situó por encima del 50 % del PIB en siete Estados miembros de la UE (Bélgica, Bulgaria, Dinamarca, Irlanda, Luxemburgo, Países Bajos y Finlandia).

Como sucede actualmente, algunos de estos episodios de superávit primario anual se produjeron por la necesidad de reducir las elevadas cargas de la deuda del sector público después de crisis. No obstante, se ha de señalar que estos países lograron mantener abultados superávits primarios durante largos períodos. Esto indica que el firme compromiso de aplicar unas políticas fiscales prudentes,

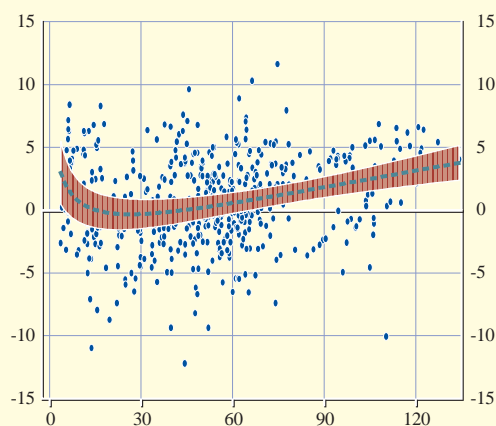
3 A partir de series temporales coherentes entre los distintos países, según la nueva definición de la base de datos AMECO, de la Comisión Europea. La serie temporal más larga disponible corresponde a un período de 40 años, esto es, 1979-2009, en los casos de Bélgica, Reino Unido y Países Bajos.

Gráfico A Saldos primarios y deuda pública en los Estados miembros de la UE

(en porcentaje del PIB)

Eje de abscisas: ratio de deuda pública en relación con el PIB con retardo de un año
Eje de ordenadas: saldo primario anual

- Saldos primarios anuales
- Intervalo de confianza del 95 %
- Valores previstos

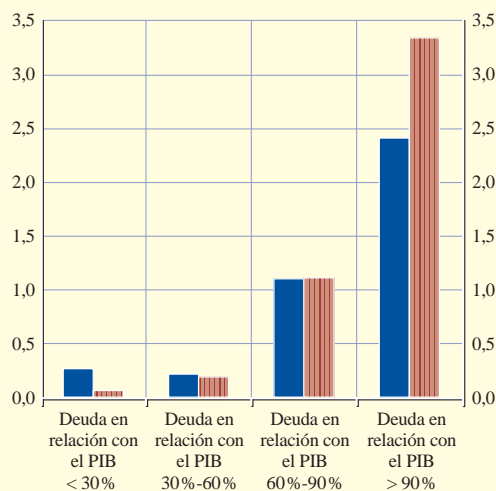


Fuente: Cálculos del BCE basados en la base de datos AMECO, de la Comisión Europea.

Gráfico B Saldos primarios anuales por rangos de deuda retrasada en los Estados miembros de la UE

(en porcentaje del PIB)

- Media
- Mediana



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

necesarias para realizar tales ajustes, contó con un amplio apoyo político. Además, la larga duración de estos episodios de superávit primario apunta a que no fueron resultado de unas tasas de crecimiento del PIB insosteniblemente elevadas. De hecho, en términos ajustados de ciclo, estos episodios fueron incluso más prolongados, y los esfuerzos realizados para lograr estos superávits fueron algo más intensos (el superávit medio anual más bajo en cada episodio se situó en el 2,1 % del PIB).

En el entorno actual, el punto hasta el que unas ratios de deuda elevadas inducen a los Gobiernos a ajustar los saldos primarios es una cuestión importante. Los estudios empíricos sobre este tema⁴ sugieren que los Gobiernos de economías avanzadas sí tienen en cuenta la presión asociada a la solvencia de la deuda, aunque en distinta medida. Manteniéndose constantes otros factores relevantes, los Gobiernos tienden a incrementar los saldos primarios en respuesta a aumentos de las ratios de deuda en relación con el PIB.

En el caso de la UE 27, los datos históricos sobre las Administraciones Públicas hasta 2009 ponen de manifiesto que, por encima de un umbral bajo de deuda en relación con el PIB, las mayores ratios de deuda se asocian a mayores superávits primarios (o a menores déficits primarios). En el gráfico A se muestran los importes observados de los saldos primarios de los Estados miembros de la UE y los importes ajustados como una función de las ratios de deuda en relación con el PIB con un retardo de un año (la línea de regresión se muestra con un intervalo de confianza del 95 %⁵).

Para esta muestra histórica, el saldo primario medio anual en los distintos Estados miembros de la UE se sitúa en el 0,2 % del PIB para unas ratios de deuda en relación con el PIB entre el 30 % y el 60 %, y en el 2,4 % del PIB para ratios de deuda superiores al 90 % del PIB (en el gráfico B se muestran la media y la mediana de los saldos primarios anuales en distintos rangos de deuda). El hecho de que la mediana sea mucho más elevada para el grupo con un nivel alto de deuda refleja el impacto sobre la media de un valor atípico negativo, concretamente de un déficit primario singular de alrededor del 10 % del PIB registrado en Grecia en 2009. La mediana del saldo primario (no afectada por valores atípicos) asciende al 3,3 % del PIB para el grupo con la deuda más elevada, en comparación con el 0,1 % del PIB en el caso del grupo con la deuda más baja.

De cara al futuro, como consecuencia de unas ratios de deuda pública más elevadas y de un crecimiento potencial menor después de la crisis, los superávits primarios necesarios para estabilizar y reducir las ratios de deuda tendrían que ser superiores a los registrados en el pasado. En general, las experiencias anteriores de los Estados miembros de la UE indican que los Gobiernos deberían afrontar el reto de alcanzar y mantener superávits primarios elevados durante un período prolongado, especialmente si se introducen los incentivos adecuados para lograr la disciplina presupuestaria y un marco reforzado de vigilancia presupuestaria en la UE.

4 Véase H. Bohn, «The Behaviour of US Public Debt and Deficits», *Quarterly Journal of Economics*, vol. 113(3), pp. 949-963, 1998, y E. G. Mendoza y J.D. Ostry, «International Evidence on Fiscal Solvency: Is Fiscal Policy «Responsible»?», *Journal of Monetary Economics*, vol. 55(6), pp. 1081-1093, 2008.

5 El saldo primario previsto se ajusta utilizando una regresión con fracciones polinómicas, que busca la mejor potencia o combinaciones de potencias de ajuste de un conjunto de opciones posibles. Las desviaciones típicas se calculan con datos agrupados de países. Véase P. Royston y D. Altman, «Regression using fractional polynomials of continuous covariates: parsimonious parametric modelling», *Applied Statistics*, vol. 43, pp. 429-467, 1994. Además, en un análisis de regresión controlando por otros factores que determinan los saldos primarios en los Estados miembros de la UE (por ejemplo, la brecha de producción, las ratios de ingresos/gastos retardados, la tasa de crecimiento del PIB nominal, el tipo de interés a largo plazo, efectos país y/o efectos temporales fijos), se constata una función de reacción similar de los saldos primarios a la deuda retrasada.

LA REFORMA DE LA GOBERNANZA ECONÓMICA DE LA ZONA DEL EURO: ELEMENTOS ESENCIALES



En este artículo se exponen los elementos principales necesarios para la mejora del marco de gobernanza económica de la zona del euro, a fin de garantizar el buen funcionamiento y la estabilidad de la Unión Económica y Monetaria. En él se señalan las deficiencias del actual marco y se ofrecen una visión general y una evaluación de las modificaciones propuestas, sobre la base del paquete de propuestas legislativas de la Comisión Europea y de las recomendaciones del Grupo de Trabajo Van Rompuy.

Los elementos que se exponen a continuación son esenciales para la mejora del marco de gobernanza económica: i) un mayor «automatismo» y un menor margen de discrecionalidad en la aplicación de las vertientes preventiva y correctiva del marco de vigilancia fiscal y macroeconómica; ii) plazos estrictos para evitar procedimientos prolongados y eliminar las «cláusulas de escape»; iii) la creación de un marco de vigilancia macroeconómica con un claro enfoque en los países de la zona del euro que sean menos competitivos, presenten déficits por cuenta corriente persistentes o acumulen elevados niveles de deuda pública y privada; iv) la introducción de medidas de carácter político y de reputación adicionales para el cumplimiento de las reglas del marco de gobernanza; v) la aplicación de sanciones financieras en el marco de vigilancia macroeconómica propuesto en una fase más temprana y de forma más gradual; vi) criterios más ambiciosos para determinar la existencia de un déficit excesivo; vii) requisitos más ambiciosos respecto a la senda de ajuste para el cumplimiento de los objetivos presupuestarios a medio plazo de un país; viii) garantizar la calidad y la independencia del análisis fiscal y económico; ix) un compromiso por parte de los países de la zona del euro para mejorar sin demora sus marcos presupuestarios nacionales; x) mejoras en la calidad de las estadísticas económicas anuales y trimestrales, tanto en lo que se refiere a la puntualidad como a la fiabilidad y xi) la creación de un mecanismo efectivo de resolución de crisis de acuerdo con el cual toda ayuda financiera concedida esté sujeta a una fuerte condicionalidad que evite el riesgo moral.

I INTRODUCCIÓN

La crisis financiera mundial ha puesto de manifiesto las debilidades del marco de gobernanza económica de la UE y de la zona del euro en particular, así como las graves deficiencias en su aplicación. Algunos Estados miembros habían acumulado ya grandes desequilibrios presupuestarios en tiempos de bonanza. Sin embargo, el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC), el mecanismo de vigilancia presupuestaria vigente para salvaguardar la estabilidad de la Unión Económica y Monetaria (UEM) europea, no ha ofrecido suficientes incentivos para la corrección de estos desequilibrios fiscales, especialmente tras la reforma de 2005. La crisis financiera y económica condujo a un deterioro aún mayor de las posiciones fiscales, debido a los efectos de los estabilizadores automáticos sobre los presupuestos en los sistemas impositivos y de prestaciones, a las medidas de estímulo fiscal introducidas por los Gobiernos para contrarrestar la recesión económica y al apoyo prestado al sector financiero. Se permitió también

que se desarrollasen durante varios años desequilibrios y divergencias macroeconómicos entre los Estados miembros en términos de competitividad, lo que —dada la ausencia de reformas económicas de mayor alcance— ha dejado a los países con unas perspectivas de crecimiento relativamente débiles tras la crisis.

Estos graves desequilibrios fiscales y macroeconómicos llevaron a los mercados financieros a cuestionar la sostenibilidad de la deuda pública en algunos países de la zona del euro. Debido al alto nivel de integración económica y financiera en la zona del euro, surgieron riesgos adversos de contagio desde los países individuales hacia el conjunto de la zona del euro. Por ello, en mayo de 2010 se hizo necesaria la adopción de medidas ad hoc para ayudar a los Estados miembros en situación vulnerable. Se crearon la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera y el Mecanismo Europeo de Estabilización Financiera, y se decidió asimismo una revisión del marco de gobernanza económica de la zona del euro.

El Consejo Europeo de marzo de 2010 encomendó a su presidente, Herman Van Rompuy, la creación, en cooperación con la Comisión Europea, de un grupo de trabajo compuesto por representantes de los Estados miembros, la presidencia rotatoria del Consejo y el BCE. El Grupo de Trabajo Van Rompuy (GTVR) recibió el encargo de formular propuestas para reforzar el marco de vigilancia de la UE y establecer un mecanismo de gestión de crisis¹. El informe del GTVR, aprobado por el Consejo Europeo en su reunión de octubre de 2010, presentó propuestas que incluían una coordinación más amplia

e intensa de las políticas económicas (véase el recuadro 1) una mejora de la vigilancia fiscal y un nuevo marco para la vigilancia de los desequilibrios macroeconómicos y de la evolución de la competitividad; y un marco institucional reforzado. Además, los Jefes de Estado o de Gobierno acordaron en diciembre de 2010 la necesidad de crear un mecanismo permanente de gestión de crisis.

¹ El BCE ha contribuido activamente a la labor del GTVR. El 15 de junio de 2010, el presidente del BCE presentó una nota titulada «Reforzamiento de la gobernanza económica en la zona del euro»: (<http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/reinforcingeconomicgovernanceintheeuroareaen.pdf>).

Recuadro 1

EL SEMESTRE EUROPEO

El Consejo Europeo acordó el 17 de junio de 2010 aplicar una de las recomendaciones del Grupo de Trabajo Van Rompuy sobre gobernanza económica, a saber, el refuerzo de la dimensión ex ante de la coordinación de la política económica mediante la introducción del «semestre europeo» el 1 de enero de 2011. El semestre europeo comprende un calendario que se aplica a todos los elementos de vigilancia, incluidas las políticas fiscal, macroeconómica y estructural. El calendario de los distintos procesos de vigilancia se alinearán a fin de garantizar la consistencia, si bien se mantendrán separados desde el punto de vista jurídico y de procedimiento.

El semestre europeo de coordinación de políticas

	Directrices para la UE y la zona del euro en su conjunto				Directrices específicas para cada país			⇒
	Enero	Febrero	Marzo	Abril	Mayo	Junio	Julio	
Comisión Europea	Informe Anual de Crecimiento					Diretrizes y posibles recomendaciones		
Consejo de Ministros		} Debate y orientaciones					Finalización y adopción de las directrices	
Parlamento Europeo								
Consejo Europeo			Cumbre económica anual				Aprobación de las directrices y posibles recomendaciones	
Estados miembros			Notificaciones presupuestarias	Programas Nacionales de Reforma y Programas de Estabilidad y Convergencia				Adopción de los presupuestos del año próximo

De forma continua: supervisión y, cuando resulte necesario, recomendaciones en la vertiente preventiva y correctiva del Pacto de Estabilidad.

El semestre europeo comienza en enero con la publicación de un informe de la Comisión Europea, el «Informe Anual de Crecimiento», dirigido a identificar los principales problemas de política en la UE y en la zona del euro en su conjunto (véase el gráfico). Posteriormente, la cumbre económica anual del Consejo Europeo que se celebra en marzo ofrece directrices estratégicas relativas a las políticas que los Estados miembros han de tener en cuenta en sus Programas de Estabilidad y Convergencia, que se remiten en abril. De forma paralela, y como parte de la estrategia Europa 2020¹ para reforzar el crecimiento y el empleo, los Estados miembros identifican sus obstáculos para el crecimiento en sus Programas Nacionales de Reforma y establecen una estrategia de reformas apropiada y detallada para fomentar el empleo y el crecimiento económico sostenible e integrador. Sobre la base de los Programas de Estabilidad y Crecimiento y de los Programas Nacionales de Reforma, el Consejo formula recomendaciones de política referidas al año siguiente, antes de la finalización de los presupuestos nacionales en otoño.

En 2012 se aplicará un marco mejorado de vigilancia macroeconómica, que tiene como objetivo prevenir la aparición de desequilibrios macroeconómicos importantes y corregir los existentes. El marco contempla un mecanismo de alerta basado en un marcador integrado por un conjunto de indicadores macroeconómicos y el informe de la Comisión sobre posibles y existentes desequilibrios macroeconómicos en los Estados miembros. Los resultados del marcador y del informe de la Comisión se publicarán en la misma fecha que el Informe Anual de Crecimiento. En ellos se ofrecerá una indicación inicial de la existencia de riesgos potenciales de desequilibrios y vulnerabilidades macroeconómicas en los Estados miembros. Si se identificase alguno, la Comisión suministrará evaluaciones detalladas y comprensivas de la situación económica, financiera y de las finanzas públicas de los Estados miembros en cuestión. Estas evaluaciones se publicarán a principios de junio, junto con la valoración de la Comisión de los Programas de Estabilidad y Convergencia y de los Programas Nacionales de Reforma. Sobre la base de las recomendaciones de la Comisión y paralelamente con otras recomendaciones formuladas en el contexto de la estrategia Europa 2020, el Consejo podrá recomendar medidas de política económica, dirigidas específicamente a reducir estos desequilibrios y riesgos, a los países en cuestión.

Por último, el ciclo termina con la publicación del Informe Anual de Crecimiento el año siguiente, en el que la Comisión valora en qué medida los Estados miembros han tenido en cuenta las recomendaciones de la UE.

¹ El Consejo Europeo aprobó la estrategia Europa 2020 en junio de 2010 como sustituto de la estrategia de Lisboa para el crecimiento y el empleo. Su objetivo es la promoción del crecimiento económico sostenible y la creación de elevados niveles de empleo, productividad y cohesión social. Véase http://ec.europa.eu/europe2020/index_en.htm

En este contexto, el 29 de septiembre de 2010, la Comisión emitió seis propuestas legislativas relativas a la reforma y a la ejecución del marco de vigilancia presupuestaria, la creación y la aplicación de un nuevo marco de vigilancia para identificar y corregir la aparición de desequilibrios macroeconómicos, y la armonización y el fortalecimiento de los marcos presupuestarios nacionales². Estas medidas legislativas se están estudiando actualmente en el Consejo y en el Parlamento Europeo, y se espera que se llegue a un acuerdo en junio de 2011 a más tardar.

En el contexto de las propuestas presentadas por el GTRV y de las propuestas legislativas de la Comisión, este artículo analiza las modificaciones propuestas al marco de gobernanza económica, así como las posibles características de un mecanismo de gestión de crisis. En conjunto, el BCE considera las propuestas como un paso en la dirección adecuada para ampliar y reforzar el actual marco de vigilancia fiscal y macroeconómica en la UE.

² Las propuestas de la Comisión son las siguientes: COM(2010) 522, COM(2010) 523, COM(2010) 524, COM(2010) 525, COM(2010) 526 y COM(2010) 527.

No obstante, estas propuestas no son lo suficientemente ambiciosas, en particular en lo que se refiere a las modificaciones necesarias para la zona del euro³. La experiencia acumulada desde el comienzo de la crisis financiera mundial lleva a la conclusión inevitable de que se requiere un avance muy significativo de la gobernanza económica para consolidar y reforzar el funcionamiento adecuado de la UEM.

El alto grado de integración entre los países de la zona del euro justifica claramente una unión económica más profunda. Tal y como ha mostrado la crisis económica mundial, la aplicación de políticas económicas y presupuestarias inadecuadas por los países de la zona del euro, independientemente de su tamaño, y los efectos negativos de contagio resultantes pueden crear dificultades a otros países de la zona del euro y poner en peligro la estabilidad financiera de la zona en su conjunto. Los países deben reconocer su responsabilidad conjunta en relación con la estabilidad y la prosperidad en la zona del euro, lo que requiere la creación de instituciones efectivas y el ejercicio de presiones multilaterales. Por tanto, el BCE ha instado a los legisladores de la UE y a los Estados miembros a que aprovechen al máximo esta oportunidad histórica que ofrece el proceso de reforma para reforzar la gobernanza económica de la zona del euro en el marco del Tratado, y para revertir esas modificaciones del Pacto de Estabilidad y Crecimiento introducidas en 2005, que incrementaron el margen permitido a los Estados miembros en relación con sus obligaciones derivadas del Pacto.

La siguiente sección de este artículo examina el actual marco de gobernanza económica de la zona del euro y muestra las razones por las que no ha sido suficiente para prevenir políticas fiscales insostenibles y la aparición de desequilibrios macroeconómicos excesivos. Las tres secciones siguientes evalúan las actuales propuestas de reforma. La sección 3 trata sobre las reformas propuestas al marco de vigilancia presupuestaria, mientras que en la sección 4 se analiza el marco de vigilancia macroeconómica propuesto. La sección 5 examina brevemente el mecanismo de gestión de crisis propuesto, y en la sección 6 se exponen las conclusiones.

2 LA GOBERNAZA ECONÓMICA EN LA ZONA DEL EURO. POR QUÉ SE REQUIERE UN AVANCE CUALITATIVO

El Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea (TFUE) establece una clara división de responsabilidades entre los responsables de las políticas europeas y nacionales en la UEM. La política monetaria es, por su propia naturaleza, indivisible en una unión monetaria y, por tanto, en la zona del euro se ejecuta a escala supranacional. En contraste, las políticas económicas, así como las políticas fiscales y estructurales, han seguido siendo en gran parte competencia de los Gobiernos nacionales y reflejan las preferencias políticas nacionales. Sin embargo, para que la UEM funcione adecuadamente es insuficiente por sí sola una política monetaria orientada a la estabilidad financiera y de precios. Para fomentar la estabilidad financiera, el crecimiento económico y la cohesión social entre los países de la zona del euro⁴, se necesitan asimismo políticas fiscales sostenibles, además de otras políticas económicas.

El Tratado especifica que los Estados miembros «llevarán a cabo sus políticas económicas con vistas a contribuir a la realización de los objetivos de la Unión» (artículo 120 del TFUE). Los Estados miembros «considerarán sus políticas económicas como una cuestión de interés común y las coordinarán en el seno del Consejo» (apartado 1 del artículo 121 del TFUE). Esto significa que las políticas económicas de los Estados miembros no pueden aplicarse de forma independiente, sino que están sujetas a normas comunes y a un escrutinio conjunto. La UEM requiere la transferencia de al menos parte de la soberanía nacional en materia de política económica a escala supranacional, y particularmente en la zona del euro.

3 Esta opinión se refleja en el dictamen del BCE sobre el paquete de medidas legislativas de la Comisión publicado el 17 de febrero de 2011 (http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/en_con_2011_13.pdf).

4 Véase el artículo titulado «El marco de política económica de la UEM», *Boletín Mensual*, BCE, noviembre de 2001.

LA FALTA DE APLICACIÓN RIGUROSA DEL PACTO DE ESTABILIDAD Y CRECIMIENTO

Con la introducción de la UEM, los países de la zona del euro acordaron ejecutar sus políticas fiscales de acuerdo con las normas del TFUE y del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Los Estados miembros tienen la obligación de evitar déficits públicos excesivos, estableciéndose un límite del 3% del PIB, y un nivel de deuda pública que no será superior al 60% del PIB. Asimismo, el Pacto de Estabilidad y Crecimiento establece los detalles de un marco de vigilancia multilateral, a fin de prevenir y, cuando resulte necesario, corregir las políticas fiscales que no se ajusten a esta obligación. No obstante, en 2005 los Estados miembros acordaron una revisión del Pacto que, entre otras modificaciones, introdujo un mayor grado de discrecionalidad y flexibilidad en los procedimientos de vigilancia⁵. En aquel momento, el BCE expresó una seria preocupación acerca de los efectos negativos que estas modificaciones podrían tener en el funcionamiento de las vertientes preventiva y correctiva del Pacto⁶.

La vertiente preventiva del Pacto de Estabilidad y Crecimiento se basa en el seguimiento periódico de las finanzas públicas nacionales por parte de la Comisión y del Consejo sobre la base de los Programas de Estabilidad y Convergencia que los Estados miembros presentan anualmente. Se requiere a todos los Estados miembros que pongan los medios para lograr sus objetivos presupuestarios a medio plazo⁷. Los Estados miembros que no hayan logrado aún sus objetivos presupuestarios a medio plazo deberían llevar a cabo esfuerzos de consolidación para alcanzarlos; tales esfuerzos deberían ser más intensos en «tiempos de bonanza» y podrán ser más limitados en «tiempos difíciles». El objetivo de la vertiente correctiva del Pacto es corregir las políticas que representen un riesgo para la sostenibilidad presupuestaria. Cuando un país incumple sus obligaciones, se inicia el procedimiento de déficit excesivo. Este procedimiento comprende una serie de pasos que van desde recomendaciones del Consejo hasta la imposición de sanciones financieras a los países de la zona del euro.

Algunos Estados miembros aprovecharon los años anteriores a la crisis, en los que el crecimiento del producto excedía su nivel potencial, para lograr posiciones presupuestarias sostenibles. Sin embargo, muchos otros no lo hicieron. De acuerdo con los dictámenes emitidos por el Consejo de Asuntos Económicos y Financieros (ECOFIN) a principios de 2008, solo 8 de los 17 países que actualmente comprenden la zona del euro se ajustaron estrictamente a sus objetivos presupuestarios a medio plazo en 2007, y algunos otros han retrasado la senda de ajuste prevista para la consecución de sus objetivos presupuestarios a medio plazo⁸. Aun cuando esta cuestión se trató en la evaluación del Consejo ECOFIN de los Programas de Estabilidad y Convergencia, no se tradujo en el empleo de los procedimientos disponibles en el ámbito de la vertiente preventiva del Pacto, tales como alertas tempranas o recomendaciones emitidas por la Comisión Europea⁹. De hecho, incluso antes del comienzo de la crisis, algunos países —tanto grandes como pequeños— habían registrado déficits excesivos en muchos años tras la introducción de la moneda única (lo que no siempre fue evidente, debido a la deficiente comunicación de datos fiscales). Además, la reducción de los pagos de intereses, debida al estrechamiento de los diferenciales de los bonos públicos, no fue utilizada de forma consistente para disminuir los niveles de deuda.

5 Véase R. Morris, H. Ongena y L. Schuknecht, «The reform and implementation of the Stability and Growth Pact», *Occasional Paper Series*, nº 47, BCE, Fráncfort del Meno, junio de 2006.

6 Véase el artículo titulado «La reforma del pacto de estabilidad y crecimiento», *Boletín Mensual*, BCE, agosto de 2005.

7 Los objetivos presupuestarios a medio plazo persiguen tres metas: mantener un margen de seguridad en lo que respecta al valor de referencia del 3% del PIB para la ratio de déficit público; asegurar que se avanza con rapidez hacia unas finanzas públicas sostenibles y niveles de endeudamiento prudentes; permitir un margen de maniobra fiscal, sobre todo con el fin de tomar en consideración las necesidades de inversión pública.

8 Algunas cuestiones técnicas relacionadas con el cálculo de los saldos presupuestarios estructurales también contribuyeron a que se sobreestimase los progresos alcanzados en 2007 en cuanto a los objetivos presupuestarios a medio plazo. De hecho, de acuerdo con los datos históricos publicados por la Comisión en su previsión de primavera de 2010, apenas cinco de los países que actualmente componen la zona del euro cumplieron sus objetivos presupuestarios a medio plazo en 2007.

9 Tras la publicación de su previsión de primavera de 2008, la Comisión emitió al fin de mayo de 2008 un «aviso de política económica y presupuestaria» dirigido exclusivamente a Francia, debido a que se esperaba que el déficit de sus Administraciones Públicas aumentase hasta el 2,9% del PIB en 2008 y al 3,0% del PIB en 2009.



La falta de capacidad del Pacto para ofrecer incentivos suficientes a fin de aprovechar los tiempos de bonanza para realizar esfuerzos importantes dirigidos a lograr posiciones presupuestarias sostenibles e imponer una corrección rápida de los déficits excesivos en todos los países puede atribuirse a varias deficiencias. En el marco de la vertiente preventiva del Pacto, la senda de ajuste de un país hacia su objetivo presupuestario a medio plazo y el propio objetivo a medio plazo se evalúan sobre la base de su saldo presupuestario ajustado del ciclo (excluidas las medidas excepcionales y temporales), que, debido a factores técnicos, tiende a ser sobreestimado en tiempos de bonanza. Como resultado, en algunos países los ingresos extraordinarios antes de la crisis permitieron un crecimiento del gasto público considerablemente más rápido que el del producto potencial a medio plazo. No obstante, se consideró que habían cumplido con la senda de ajuste hacia sus objetivos presupuestarios a medio plazo.

Asimismo, aunque el apartado 2 del artículo 126 del TFUE asigna igual importancia a los criterios de déficit y de deuda, este último ha sido en gran medida ignorado en los procedimientos de vigilancia.

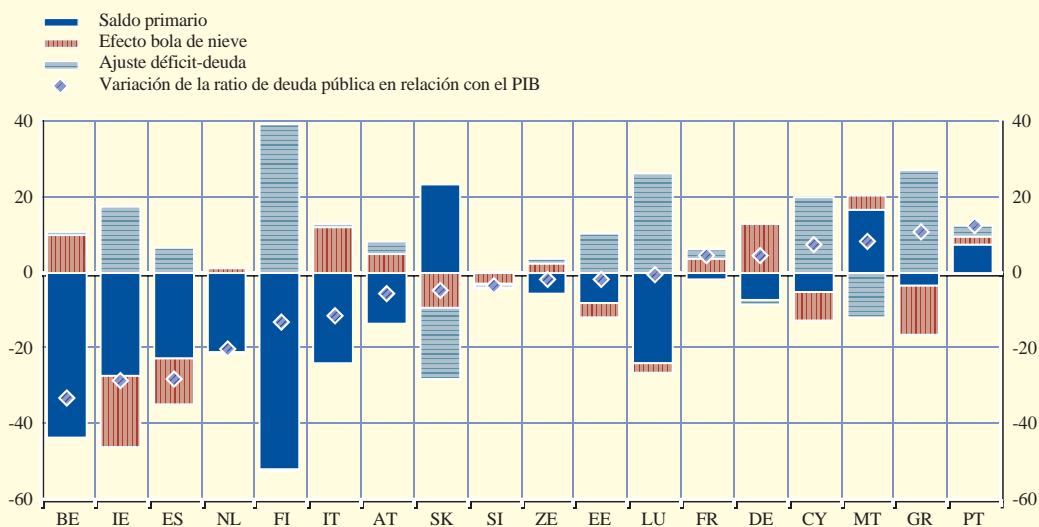
La evolución de la ratio de deuda en algunos países antes de la crisis ha estado influenciada sustancialmente por los ajustes déficit-deuda que no se tienen suficientemente en cuenta en la vigilancia del déficit (véase gráfico 1). Sin embargo, no se han adoptado medidas en el marco de la vertiente correctiva del Pacto en respuesta al incumplimiento del criterio de la deuda, debido en parte a que no se disponía de criterios cuantitativos para la evaluación del ritmo de reducción de la deuda.

Otra deficiencia era que los Programas de Estabilidad y Convergencia estaban basados en presupuestos nacionales que habían sido ya aprobados por los parlamentos nacionales, lo que obstaculizaba la incorporación de recomendaciones de política en los presupuestos nacionales. En consecuencia, la medida en la que las normas fiscales del Pacto habían sido incluidas en los marcos presupuestarios nacionales difería notablemente de unos países a otros.

Quizá aún más importante, las disposiciones del Pacto se aplicaban sin demasiada convicción. La presión multilateral entre los Estados miembros —en principio, una potente herramienta de vigi-

Gráfico 1 Variación de las ratios de deuda pública en el período 1999-2007 y su descomposición

(en puntos porcentuales del PIB)



Fuente: Comisión Europea.

Nota: Los países se ordenan según las variaciones en su ratio de deuda. En el caso de Eslovenia y del agregado de la zona del euro, la serie de datos comienza en 2001. El «efecto bola de nieve» representa la influencia del diferencial entre el crecimiento y los tipos de interés sobre la evolución de la ratio de deuda.

lancia fiscal mutua— ha sido débil, ya que los países no han concedido la suficiente importancia a su responsabilidad conjunta para la estabilidad de la zona del euro. Los instrumentos para casos de incumplimiento no eran aplicables de forma automática y dejaban un amplio margen de discrecionalidad. La Comisión y el Consejo eran reacios a emplear estos instrumentos y había una falta de urgencia en el seguimiento de las medidas requeridas a los países incumplidores. Las sanciones económicas impuestas en caso de incapacidad persistente para corregir un déficit excesivo, previstas como el último paso del largo procedimiento de déficit excesivo, nunca se llegaron a aplicar.

Finalmente, una vigilancia presupuestaria efectiva requiere la disponibilidad puntual de datos fiables y el análisis imparcial de los mismos. Sin embargo, Eurostat, el servicio estadístico de la Comisión, no tenía las facultades necesarias para obtener estadísticas fiscales nacionales fiables y completas ni para auditar a las autoridades estadísticas nacionales.

LA FALTA DE VIGILANCIA MACROECONÓMICA

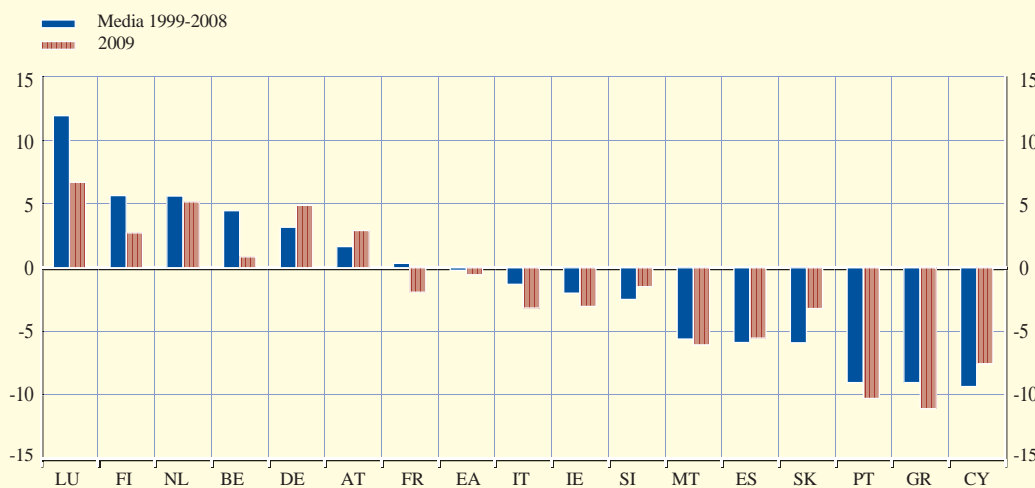
El marco de gobernanza económica ha mostrado también su incapacidad para prevenir la aparición

de desequilibrios macroeconómicos excesivos en la zona del euro¹⁰. Algunos países experimentaron desequilibrios económicos significativos internos y externos, y tasas de inflación que se situaban persistentemente por encima de la media de la zona del euro. El incremento de la remuneración laboral en algunos países, impulsado en la mayoría de los casos por elevadas subidas salariales en el sector público, excedió las ganancias de productividad de forma significativa, traducándose en aumentos de los costes laborales unitarios superiores a los registrados en otros países de la zona del euro y a la media de la zona y en una erosión gradual de la competitividad. Al mismo tiempo, el crecimiento en el sector financiero no regulado y el fuerte aumento de la demanda interna a un ritmo no sostenible, en algunos casos unido a un crecimiento excesivo del crédito y a incrementos notables y constantes del precio de los inmuebles, dieron como resultado abultados déficits por cuenta corriente (véase gráfico 2) y elevados niveles de deuda privada y exterior.

10 No obstante, de conformidad con los apartados 2, 3 y 4 del artículo 121 del TFUE, habría sido posible crear, dentro de la vertiente preventiva del PEC, un mecanismo de vigilancia macroeconómica relativamente fuerte.

Gráfico 2 Saldos de la balanza por cuenta corriente

(en porcentaje del PIB)



Fuente: Previsiones de otoño de 2010 de la Comisión Europea.

Nota: Los países se clasifican en orden descendente según el saldo medio en el período 1999-2008.

Son muchos los factores que han contribuido a esta evolución, incluidas las expectativas excesivamente optimistas acerca de los ingresos futuros y la infravaloración del riesgo de crédito por parte de las instituciones financieras. No obstante, el factor clave ha sido que las políticas de salarios y de rentas no han estado suficientemente dirigidas a preservar la competitividad en una unión monetaria (véase gráfico 3). Además de las deficientes políticas fiscales, de supervisión y de regulación, no se acometieron las necesarias políticas estructurales. Los Gobiernos no han conseguido eliminar las rigideces estructurales en los países de la zona del euro relacionadas, entre otros aspectos, con los sistemas institucionales de fijación de salarios, incluida la indiciación salarial, así como con la regulación de los mercados de productos y de trabajo¹¹.

El incremento excesivamente elevado del crédito ha llevado a la acumulación de riesgos financieros graves en algunos países. La magnitud de estos riesgos se manifestó en el contexto de la crisis financiera mundial cuando los Gobiernos intervinieron a fin de estabilizar el sector bancario en sus países: los países de la zona del euro con una alta exposición de su sector financiero privado han sufrido un deterioro particularmente severo de sus finanzas públicas. Esta inestabilidad del sector financiero de un país puede transmitirse rápidamente a otros países, debido al alto grado de integración de los mercados financieros de la zona del euro, lo que representa riesgos para la estabilidad de la zona del euro en su conjunto.

La zona del euro no cuenta con mecanismos apropiados para detectar y corregir desequilibrios macroeconómicos excesivos. La coordinación de las políticas económicas en la UE se lleva a cabo principalmente en el marco de las Orientaciones Generales de Política Económica, las Directrices de Empleo y la Estrategia Europa 2020¹² (anteriormente, la estrategia de Lisboa), que establecen recomendaciones para las autoridades nacionales en materia de políticas macroeconómicas, estructurales y de los mercados laborales. Este marco no cuenta con suficientes instrumentos de vigilancia para realizar un seguimiento de la aplicación de

las recomendaciones, que no son vinculantes y que por tanto han sido ignoradas en gran medida por los Estados miembros. Si bien los desequilibrios macroeconómicos han sido frecuentemente criticados en dictámenes del Consejo en los Programas de Estabilidad y Convergencia, estas opiniones carecían del peso necesario para persuadir a los Estados miembros para modificar sus políticas económicas. Sin embargo, lo que es aún más importante, este marco no está enfocado suficientemente en los riesgos asociados con la acumulación de desequilibrios macroeconómicos y las pérdidas de competitividad en la zona del euro y su posible contagio a otros Estados miembros.

LA FALTA DE UN MARCO DE GESTIÓN DE CRISIS

El Pacto de Estabilidad y Crecimiento fue diseñado para salvaguardar la estabilidad de la UEM y prevenir efectivamente una crisis de deuda soberana en la zona del euro. En el período anterior al establecimiento de la UEM se crearon escenarios hipotéticos de crisis en los distintos países de la zona del euro y se realizaron simulaciones de sus consecuencias para las finanzas públicas. Estas simulaciones demostraron que, en el supuesto de que se cumplieran las reglas del Pacto, solo una situación de profunda recesión debilitaría de forma significativa la posición fiscal de los países de la zona del euro y que el techo de déficit del 3 % sería sobrepasado tan solo en muy contadas situaciones.

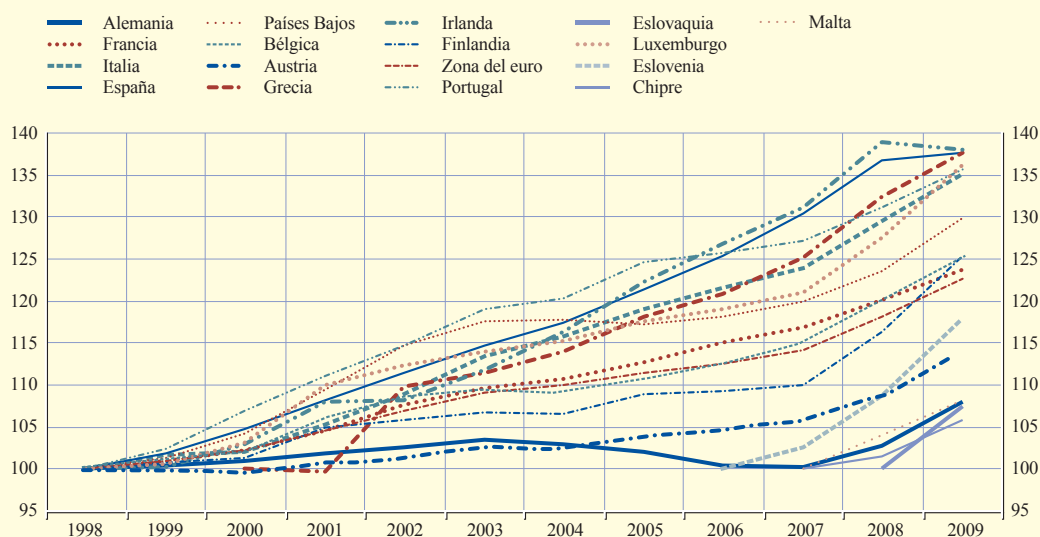
Sin embargo, algunos países de la zona del euro con altos niveles de deuda pública han perdido acceso a la financiación en los mercados tras la crisis financiera mundial. Por una parte, ninguno de los escenarios se basaba en el supuesto de una crisis de la magnitud experimentada en 2007 y 2008. Nadie fue capaz de prever una crisis de esta gravedad y

11 Véase F. Holm-Hadulla, K. Kamath, A. Lamo, J.J. Pérez y L. Schuknecht, «Public wages in the euro area – towards securing stability and competitiveness», *Occasional Paper Series*, n.º 112, BCE, Fráncfort del Meno, junio de 2010.

12 El Consejo Europeo aprobó la estrategia Europa 2020 en junio de 2010 como sustituto de la estrategia de Lisboa para el crecimiento y el empleo. Su objetivo es la promoción del crecimiento económico sostenible y la creación de elevados niveles de empleo, productividad y cohesión social. Véase http://ec.europa.eu/europe2020/index_en.htm.

Gráfico 3 Costes laborales unitarios, en términos nominales

(índices basados en datos anuales)



Fuente: Eurostat.

Nota: Se asigna el valor 100 a los índices de costes laborales unitarios en el año anterior a la adhesión del país respectivo a la zona del euro.

profundidad. Por otra parte, y lo que es aún más importante, muchos países de la zona del euro no cumplieron las normas fiscales de la UEM. El Pacto quedó seriamente debilitado tras la reforma de 2005 y no ha sido aplicado correctamente. Por lo tanto, algunos países de la zona del euro ya se encontraban en una situación presupuestaria de vulnerabilidad antes de que el impacto de la crisis económica y financiera afectara a las finanzas públicas.

En mayo de 2010, el Consejo —actuando conjuntamente con el FMI, y sujeto a una estricta condicionalidad y en ausencia de concesiones— introdujo medidas de apoyo a los países de la zona del euro en situación vulnerable, con el objetivo de preservar la estabilidad financiera y evitar contagios a otros países. Un mecanismo permanente de gestión de crisis, diseñado para salvaguardar la estabilidad de la zona del euro en su conjunto, al tiempo que incrementa muy significativamente los incentivos para el saneamiento de las finanzas públicas, permitiría afrontar estas cuestiones de una forma sistemática, basada en un sistema normativo.

En síntesis, en esta sección se ha mostrado que la zona del euro requiere, en primer lugar, un com-

promiso más sólido por parte de los países para prevenir efectivamente la aplicación de políticas fiscales no sostenibles y la aparición de otras situaciones macroeconómicas perjudiciales. En segundo lugar, si surgieran desequilibrios de las finanzas públicas, pérdidas significativas de competitividad o desequilibrios macroeconómicos excesivos, sería necesario aplicar mecanismos correctivos eficaces. Debe existir un grado apropiado de automatismo a fin de garantizar que tales mecanismos no queden abiertos a una interpretación amplia o a un margen indebido de discrecionalidad política. En tercer lugar, en el caso poco probable de que los brazos preventivo y correctivo del marco mejorado propuesto no puedan evitar una crisis en el futuro, la zona del euro se beneficiaría de la aplicación de un mecanismo permanente de gestión de crisis bien diseñado.

3 REFORZAMIENTO DE LA VIGILANCIA FISCAL

En la fase posterior a la crisis financiera y a las turbulencias de los mercados de deuda soberana, el Consejo Europeo ha acordado llevar a cabo una revisión del actual marco de vigilancia presupuestaria, tal como se describe en la sección 2. El Pacto

de Estabilidad y Crecimiento se mejorará y se adoptarán medidas para que su aplicación sea más consistente y efectiva. Para lograrlo, el Consejo Europeo ha acordado, entre otras modificaciones: i) reforzar el criterio de la deuda pública y de sostenibilidad fiscal; ii) reforzar su cumplimiento, y iii) velar por que los marcos presupuestarios nacionales respeten las normas europeas.

REFORMAS PROPUESTAS AL PACTO DE ESTABILIDAD Y CRECIMIENTO Y A LOS MARCOS PRESUPUESTARIOS NACIONALES

A fin de reforzar la vertiente preventiva del Pacto, el GTVR ha recomendado la inclusión de la evolución del gasto (excluidos los aumentos de ingresos extraordinarios) en la evaluación del cumplimiento de los objetivos presupuestarios a medio plazo de los países, que se basa en el crecimiento del déficit estructural. De acuerdo con las propuestas de la Comisión, la tasa de crecimiento del gasto público no debería exceder el crecimiento prudente del PIB a medio plazo, a menos que esté acompañada por incrementos discrecionales de los ingresos públicos.

Otro elemento nuevo es la opción de formular recomendaciones en la vertiente preventiva si la trayectoria de ajuste de un Estado miembro se considera insuficiente. De conformidad con las propuestas de la Comisión, se formulará una recomendación si una desviación significativa de la senda de ajuste hacia el objetivo presupuestario a medio plazo de un país persiste o si es particularmente grave. Una desviación significativa se define como una divergencia de la tasa prudente de crecimiento del gasto de al menos un 0,5 % del PIB en un año o un promedio del 0,25 % durante un período de dos años sucesivos.

Para reforzar el criterio de la deuda pública y de la sostenibilidad presupuestaria, tanto de la vertiente preventiva como la correctiva, el GTVR ha propuesto que el criterio de la deuda especificado en el TFUE quede mejor reflejado en la vigilancia presupuestaria. De acuerdo con la vertiente preventiva del Pacto, se requerirá a los Estados miembros que presenten un nivel de deuda superior al 60 % del PIB, o riesgos pronunciados en términos de sostenibilidad

de la deuda en general, que realicen progresos más rápidos en su senda de ajuste hacia sus objetivos presupuestarios de medio plazo. En el contexto de la vertiente correctiva, los Estados miembros con ratios de deuda que excedan el valor de referencia del 60 % del PIB estarán sujetos a la aplicación del procedimiento de déficit excesivo, a menos que el ritmo de descenso de la deuda en un período determinado se considere satisfactorio.

La Comisión ha propuesto el empleo de un criterio numérico para evaluar si la ratio de deuda pública de un país está reduciéndose a un ritmo satisfactorio —a saber, en los tres años anteriores a la valoración, la ratio de deuda debería haber descendido en promedio en una vigésima parte de la cantidad en la que difiere del valor de referencia del 60 % anual—, es decir, para que el ritmo de descenso se considere satisfactorio, la deuda pública de un Estado miembro con una ratio de deuda del 80 % debe haber descendido en un 1 % del PIB por año en promedio durante tres años. A la hora de valorar la evolución de la ratio de deuda, se ha propuesto que se tome en consideración una amplia lista de factores relevantes, incluida la evolución a medio plazo de la posición de deuda del país, así como otros factores de riesgo, como la estructura de plazos y la denominación de la deuda, los ajustes déficit-deuda, reservas acumuladas y otros activos públicos; garantías, notablemente vinculados al sector financiero; pasivos explícitos e implícitos, relacionados con el envejecimiento de la población; y el nivel de deuda privada, en la medida en que pueda representar un pasivo implícito contingente para el Gobierno.

El GTVR ha recomendado también reforzar el cumplimiento de las normas y recomendaciones fiscales introduciendo nuevas «medidas de carácter político y de reputación», entre las que se incluyen nuevas obligaciones de información para los Estados miembros, la opción de un informe oficial emitido por el Consejo y el Eurogrupo dirigido a la Comisión Europea si un Estado miembro no aplica una recomendación del Consejo y, para los países de la zona del euro y los que participan en el MTC II, la supervisión in situ realizada por una misión de la Comisión Europea, en colaboración con

el BCE. Estas medidas se complementarían con nuevas sanciones financieras para los países de la zona del euro, como depósitos remunerados y no remunerados, paralelas a las multas existentes. En la medida de lo posible, las sanciones financieras serán aprobadas por el Consejo mediante el voto inverso de mayoría cualificada (véase el cuadro 1), con lo que se incrementaría el automatismo del proceso decisorio y actuaría como «instrumento de compromiso» del Consejo¹³. Las nuevas sanciones financieras y las medidas no financieras se aplicarían antes y de forma más gradual que las sancio-

nes contempladas en el marco actual, que se adaptan por mayoría solo al final del procedimiento de déficit excesivo.

Por último, el GTVR recomienda que los marcos presupuestarios nacionales se ajusten a un conjunto

- 13 Las nuevas medidas de ejecución financiera se introducirán de conformidad con el artículo 136 del TFUE, únicamente para los países de la zona del euro, y está previsto que se complementen con normas de condicionalidad basadas en el cumplimiento de los requisitos del Pacto de Estabilidad y Crecimiento contemplados en los reglamentos de la UE, que se aplican a todos los Estados miembros (a excepción del Reino Unido).

Cuadro 1 Resumen del marco revisado propuesto de vigilancia presupuestaria

	Pasos principales del procedimiento	Sanciones financieras
Vertiente preventiva	<ol style="list-style-type: none"> 1 Los Estados miembros presentan los Programas de Estabilidad y Convergencia antes del final de abril. 2 El Consejo emite opiniones sobre los Programas de Estabilidad y Convergencia antes del final de julio, y puede invitar a los Estados miembros a ajustar su programa. 3 La Comisión puede emitir un aviso a un Estado miembro en caso de que exista una desviación significativa. 4 El Consejo formula una recomendación a un Estado miembro para que adopte medidas eficaces. 5 El Estado miembro informa sobre las medidas adoptadas. 6 Si las medidas se consideran insuficientes, el Consejo formula una recomendación al Estado miembro. 	<p><i>Depósito remunerado (0,2% del PIB) impuesto por votación por mayoría cualificada inversa (nueva sanción propuesta).</i></p>
Vertiente correctiva	<ol style="list-style-type: none"> 1 La Comisión elabora un informe sobre el Estado miembro que sobrepase el valor de referencia para la deuda y/o el déficit, teniendo en cuenta factores relevantes. 2 El Consejo declara la existencia de un déficit excesivo y formula recomendaciones al Estado miembro. 3 El Estado miembro en cuestión presenta un informe sobre las medidas efectivas adoptadas. 4 El Consejo valora las medidas efectivas adoptadas. 5 Si las medidas se consideran suficientes, el procedimiento de déficit excesivo queda suspendido o se amplía al plazo en caso de que se produzcan circunstancias económicas adversas inesperadas. Si las medidas se consideran insuficientes, el Consejo emite una decisión relativa a la ausencia de medidas efectivas. 6 El Consejo notifica al Estado miembro la necesidad de adoptar medidas para corregir el déficit excesivo. 7 El Estado miembro puede quedar sujeto a supervisión y obligaciones de información adicionales. 8 El Estado miembro en cuestión presenta un informe sobre las medidas efectivas adoptadas. 9 Si las medidas se consideran suficientes, el procedimiento de déficit excesivo queda suspendido o se amplía al plazo en caso de que se produzcan circunstancias económicas adversas inesperadas. Si las medidas se consideran insuficientes, el Consejo puede aplicar medidas o intensificarlas si el Estado miembro incumple la recomendación. Entre dichas medidas se incluye el requerimiento de publicar información adicional, una invitación al Banco Europeo de Inversiones para que reconsidere su política de préstamos al Estado miembro afectado o la imposición de una multa. 	<p><i>Depósito no remunerado (0,2% del PIB) impuesto por votación por mayoría cualificada inversa (nueva sanción propuesta).</i></p> <p><i>Multa (0,2% del PIB) impuesta por votación por mayoría cualificada inversa (nueva sanción propuesta).</i></p> <p><i>Multa (máximo 0,5% del PIB) impuesta por votación adoptada por mayoría. Esta sanción puede ya imponerse de acuerdo con el marco existente.</i></p>

de requisitos mínimos relativos a: i) sistemas de contabilidad y estadísticas públicos; ii) reglas fiscales numéricas; iii) sistemas de previsión; iv) objetivos presupuestarios efectivos a medio plazo, y v) cobertura adecuada de todos los subsectores de las Administraciones Públicas. La Comisión ha incluido estos elementos en una propuesta de directiva relativa a los requisitos de los marcos presupuestarios. Más allá de estos requisitos mínimos, debería acordarse un conjunto de normas adicionales no vinculantes, referidas principalmente al empleo de procesos presupuestarios de arriba hacia abajo y reglas fiscales, así como el papel de organismos públicos, tales como los consejos fiscales, encargados de ofrecer análisis, valoraciones y previsiones independientes en relación con cuestiones de política fiscal nacional.

VALORACIÓN DE LAS REFORMAS PROPUESTAS

El BCE considera que las recomendaciones del GTVR y las propuestas de la Comisión ampliarían y reforzarían el marco de vigilancia presupuestaria de la UE. Sin embargo, no representan el esfuerzo necesario para garantizar políticas fiscales adecuadas en la zona del euro. La Comisión y el Consejo contarían aún con un amplio margen de discrecionalidad para formular recomendaciones y determinar el nivel de las sanciones. Una discrecionalidad excesiva podría poner en peligro la credibilidad del marco de vigilancia reforzada prevista si las reglas y las medidas para su ejecución no se aplicasen uniformemente. Por tanto, se requiere un mayor grado de automatismo y menos margen para la discrecionalidad, a fin de garantizar la previsibilidad, dar credibilidad a los procedimientos y crear los incentivos adecuados para los Gobiernos. Para reforzar el marco de vigilancia presupuestaria, serían necesarios los siguientes elementos.

En primer lugar, en lo que se refiere al fortalecimiento de la vertiente preventiva del Pacto, la evaluación de un progreso suficiente hacia la consecución de los objetivos a medio plazo debería realizarse sobre la base de una valoración conjunta tomando como referencia el déficit estructural, incluyendo un análisis del gasto neto de las medidas

de recaudación discrecionales¹⁴. En este análisis debería tenerse en cuenta el impacto de la estructura del crecimiento económico en el incremento de los ingresos, a fin de incluir en el análisis los ingresos extraordinarios. Los Estados miembros con un ratio de deuda superior al 60 % del PIB deben realizar avances hacia sus objetivos a medio plazo mayores que el requisito mínimo.

En segundo lugar, en lo que respecta al criterio propuesto para evaluar el ritmo de reducción de la deuda, la propuesta de la Comisión debe considerarse como un mínimo absoluto, puesto que podría no constituir un incentivo suficiente para una reducción rápida de la deuda en aquellos países con un alto nivel de deuda y un crecimiento nominal del PIB relativamente sólido. La reciente crisis ha demostrado que elevados niveles de deuda pueden hacerse insostenibles en un período relativamente corto. Por otra parte, aunque un cierto grado de discrecionalidad en la evaluación de la ratio de deuda de un país resulta inevitable, puesto que la evolución de la deuda depende de numerosos factores independientes de la política presupuestaria aplicada por el Gobierno, la adopción de una postura demasiado laxa de tales factores relevantes, en particular de los que tienen un efecto mitigador, debilitaría el acuerdo de optar por una interpretación estricta de la obligación del Tratado de respetar el valor de referencia aplicable a la deuda pública. En lo que se refiere a la evaluación del cumplimiento del criterio de la deuda, determinados factores relevantes deberían considerarse solo cuando, de acuerdo con las previsiones de la Comisión, se estime que la ratio de deuda pública descenderá en un período de tres años.

En tercer lugar, independientemente de si la ratio de deuda se sitúa por encima o por debajo del valor de referencia del 60 % del PIB, solo se deberían tener en cuenta los factores relevantes a la hora de evaluar si el nivel de déficit es excesivo si la ratio del déficit, antes de tener en cuenta dichos factores, está en un nivel cercano al valor de refe-

14 Normalmente, la tasa de crecimiento de gasto público no debería superar una tasa proyectada de referencia a medio plazo del crecimiento potencial del PIB, que debe calcularse de acuerdo con la metodología común utilizada por la Comisión.

rencia del 3 % del PIB, y si el exceso con respecto a este valor es temporal, de acuerdo con las normas actuales.

En cuarto lugar, las propuestas para la introducción de incentivos y sanciones nuevas y graduadas constituyen un paso en la dirección adecuada hacia un régimen de aplicación basado en normas cuasi-automáticas. Un aumento gradual de la presión, que comience con bastante antelación al momento en el que un Estado miembro se enfrente al riesgo de una posición fiscal insostenible, debería hacer su aplicación más creíble. Sin embargo, las propuestas de la Comisión permiten bastante discrecionalidad en la aplicación de las nuevas sanciones y ello podría utilizarse para socavar el automatismo previsto para su aplicación. La propuesta del GTVR es incluso más débil a este respecto¹⁵. No deberían existir disposiciones que permitan a la Comisión proponer al Consejo reducir o no imponer sanciones financieras en circunstancias económicas excepcionales o en atención a la solicitud del Estado miembro en cuestión.

En quinto lugar, no deberían aplicarse las cláusulas de exención general, que se proponen en el marco de las vertientes preventiva y correctiva del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. La aplicación del Pacto en los años pasados ha carecido de la disciplina necesaria para lograr posiciones presupuestarias sostenibles antes de la crisis. No ha hecho falta la flexibilidad para responder a circunstancias económicas adversas. No hay necesidad alguna de incluir numerosas disposiciones para permitir que se suspendan los trámites o se extiendan los plazos sin limitación por motivos definidos de manera amplia.

En sexto lugar, para dar un significado concreto a la obligación del Tratado de garantizar que los procedimientos presupuestarios nacionales se ajusten a los objetivos del marco fiscal de la UE, los Estados miembros deberían consagrar dichos objetivos en su legislación nacional. La experiencia demuestra que las previsiones independientes contribuyen a eliminar un sesgo optimista de los planes presupuestarios, y que la aplicación efectiva a escala nacional desempeña un papel fundamental para el

logro de políticas fiscales sostenibles. Por tanto, los Estados miembros deberían ofrecer en sus Programas de Estabilidad y Convergencia una comparación entre sus previsiones y las de la Comisión. Esta vigilancia presupuestaria nacional independiente podría también reforzar el papel de los parlamentos nacionales para garantizar la solidez de las políticas. Por tanto, entre los requisitos mínimos de los marcos presupuestarios nacionales de los países de la zona del euro debería incluirse la creación de organismos presupuestarios o instituciones de supervisión presupuestaria independientes, como consejos fiscales.

En séptimo lugar, a fin de respaldar la fiabilidad de un marco basado en mayor medida en normas, han de reforzarse la independencia y la responsabilidad del análisis subyacente. Resulta importante que los servicios de la Comisión que llevan a cabo la vigilancia macroeconómica y fiscal en la zona del euro tengan un grado de independencia igual al de los servicios de la competencia de la Comisión. Esto es necesario porque las propuestas de la Comisión para reducir la discrecionalidad del Consejo, aunque no son tan ambiciosas como podrían, ejercen una fuerte presión sobre la Comisión para ejercitar su papel central en la proposición de recomendaciones y sanciones. Por tanto, aunque hay que celebrar la intención de la Comisión de establecer una clara distinción entre el análisis y la valoración realizados bajo la autoridad del Comisario de Asuntos Económicos y Monetarios y la adopción de decisiones a cargo del pleno del Colegio de Comisarios en relación con las propuestas que se remiten al Consejo, no es suficiente.

Además, a fin de velar para que la vigilancia económica y presupuestaria se lleve a cabo con objetividad e independencia, debería crearse un órgano consultivo compuesto por «expertos» de reconocido prestigio en cuestiones económicas y fiscales. Su función consistiría en publicar un informe anual

15 El informe del GTVR rebaja también el régimen de sanciones de la Comisión, al establecer que las decisiones de Consejo sobre las nuevas medidas de ejecución deben basarse en recomendaciones de la Comisión y no en propuestas, que para su desestimación no necesitan unanimidad, sino solo una mayoría cualificada del Consejo.

independiente sobre el cumplimiento de la Comisión y del Consejo de las obligaciones que le corresponden de acuerdo con los artículos 121 y 126 del Tratado y de conformidad con los procedimientos contenidos en las propuestas de la Comisión. Este órgano debería ofrecer asimismo un análisis sobre cuestiones específicas económicas o fiscales a iniciativa propia o a solicitud de cualquiera de las instituciones europeas a las que rinde cuentas.

En octavo lugar, a fin de garantizar la exactitud y puntualidad de los datos en los que se basa el análisis, debería adaptarse el Código de Buenas Prácticas de las Estadísticas Europeas, y deberían subsanarse inmediatamente las deficiencias en la recolección y presentación de los datos. A fin de que la Comisión disponga de más tiempo para evaluar las estadísticas fiscales comunicadas, deberían adelantarse los plazos para la remisión de estadísticas anuales y trimestrales (véase el recuadro 2).

Recuadro 2

MARCO DE GOBERNANZA ESTADÍSTICA

Como se ha destacado recientemente en las conclusiones de la reunión de noviembre de 2010 del Consejo ECOFIN¹, resulta esencial que los indicadores estadísticos y los datos de base utilizados en el marco de la gobernanza económica estén basados en unas metodologías estadísticas firmes y sólidas, y se elaboren de acuerdo con los principios establecidos en el Código de Buenas Prácticas de las Estadísticas Europeas (en adelante, el Código de buenas prácticas), y que el Sistema Estadístico Europeo (SEE) participe en las discusiones relativas a los aspectos estadísticos de los indicadores.

Se han adoptado diversas medidas para reforzar la gobernanza de las estadísticas europeas elaboradas por el SEE² en respuesta a las deficiencias de la comunicación del Gobierno griego de los datos sobre déficit y deuda en 2004 y el posterior llamamiento del Consejo ECOFIN en noviembre de 2005 para el establecimiento de normas mínimas para salvaguardar la independencia, integridad y responsabilidad de las autoridades estadísticas nacionales³. Enumerados por orden cronológico de su creación, se han introducido los tres elementos importantes siguientes: i) el Código de buenas prácticas; ii) el Comité consultivo europeo para la gobernanza estadística (CCEGE), y iii) modificaciones de la legislación que regula la recogida, elaboración, y publicación de estadísticas europeas por el SEE.

El Código de buenas prácticas fue adoptado en febrero de 2005 por el Comité del Programa Estadístico⁴ y presentado por la Comisión a los Estados miembros en mayo de 2005⁵. El Código tiene un doble objetivo: i) mejorar la confianza en las autoridades estadísticas proponiendo ciertos acuerdos institucionales y organizativos, y ii) mejorar la calidad de las estadísticas que elaboran. El Código de buenas prácticas contiene 15 principios relativos al entorno institucional del SEE, sus procesos esta-

1 Véanse las Conclusiones del Consejo ECOFIN sobre las estadísticas de la UE de 17 de noviembre de 2010, cuya versión en lengua inglesa puede consultarse en http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ecofin/117762.pdf.

2 El SEE comprende los institutos nacionales de estadística de los Estados miembros de la UE y Eurostat, de conformidad con el Reglamento (CE) nº 223/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo, relativo a la estadística europea. Se han adoptado varias medidas que corrigen directamente fallos metodológicos en la compilación de estadísticas sobre el procedimiento aplicable en caso de déficit excesivo.

3 Véanse las Conclusiones del Consejo ECOFIN sobre las estadísticas de la UE de 8 de noviembre de 2005, cuya versión en lengua inglesa puede consultarse en http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ecofin/86877.pdf.

4 El Comité del Programa Estadístico es el antecesor del actual Comité SEE.

5 Véase el documento de la Comisión Europea COM(2005) 217 final, «Recomendación de la Comisión relativa a la independencia, la integridad y la responsabilidad de las autoridades estadísticas de los Estados miembros y de la Comunidad», que puede consultarse en <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2005:0217:FIN:ES:PDF>. De conformidad con el artículo 288 del TFUE, las recomendaciones y los dictámenes no son vinculantes. Por tanto, los Estados miembros no están obligados a cumplir el Código de buenas prácticas.

dísticos y su producción estadística. Los principios trascienden los fundamentos estadísticos recogidos en el TFUE y están basados en criterios de calidad, directrices y buenas prácticas⁶.

La segunda iniciativa fue el establecimiento del CCEGE por el Parlamento Europeo y el Consejo en marzo de 2008⁷. Ya en noviembre de 2005 el Consejo había concluido que un nuevo órgano consultivo de alto nivel habría mejorado la independencia, la integridad y la responsabilidad de la Comisión (Eurostat) y del SEE en el contexto de la evaluación multilateral que fue llevada a cabo en el momento en el que se adoptó el Código de buenas prácticas. El CCEGE está compuesto por expertos en estadística independientes, nombrados de acuerdo con su competencia profesional por un período de tiempo limitado. Su mandato consiste en ofrecer una visión independiente del SEE en lo que se refiere a la aplicación del Código de buenas prácticas. Asimismo, puede ofrecer asesoramiento a la Comisión (Eurostat) acerca de: i) medidas apropiadas para facilitar la aplicación del Código de buenas prácticas en el conjunto del SEE; ii) cómo comunicar el Código de buenas prácticas a los usuarios y a los proveedores de datos; iii) la actualización del Código de buenas prácticas, y iv) cuestiones relacionadas con la confianza de los usuarios en las estadísticas europeas. Informa una vez al año al Parlamento Europeo y al Consejo y cuenta con la asistencia de una secretaría independiente facilitada por la Comisión.

El tercer paso, que fue adoptado en 2009, fue la actualización de la legislación aplicable a la recolección, la elaboración y la publicación de las estadísticas europeas realizadas por el SEE. Esto se logró mediante la adopción de un Reglamento sobre estadísticas europeas revisado⁸. Este nuevo marco jurídico representa un paso importante, ya que en él se designa a Eurostat como la «autoridad estadística comunitaria [...] para la elaboración y publicación de las estadísticas europeas». En este Reglamento se recogen asimismo los principios del Código de buenas prácticas.

En cuanto al futuro, pueden considerarse otros pasos para reforzar los fundamentos del SEE. En última instancia, el SEE podría transformarse en un sistema europeo de estatutos de estadística que incluya un instituto de estadística europeo, que sería un órgano independiente similar al SEBC. No obstante, una solución de estas características (en particular, la creación de una institución estadística europea independiente) requeriría una modificación del Tratado. Sin embargo, podría servir como criterio para valorar otras medidas adoptadas para mejorar la efectividad del SEE.

Sin una reforma del Tratado, existe un margen limitado para la reforma del marco de gobernanza estadística con arreglo a los principios de subsidiariedad y proporcionalidad. En primer lugar, la independencia profesional del SEE podría reforzarse en mayor medida. Las disposiciones para salvaguardar las reglas por las que se rigen el nombramiento, la duración del mandato y el cese del director general de Eurostat y de los jefes de los institutos nacionales de estadística podrían reforzarse en el Reglamento sobre Estadísticas Europeas y en el Código de buenas prácticas. Este último podría hacerse de obligado cumplimiento para la Comisión y los Estados miembros si se incorporase en un reglamento. En segundo lugar, podría acelerarse la aplicación plena del Código de buenas prácticas a fin de mejorar adicionalmente la calidad de las estadísticas europeas; en particular, reforzando las facultades para la recolección de datos y asegurando la participación de expertos en estadística en

6 El apartado 2 del artículo 338 del TFUE establece lo siguiente: «La elaboración de estadísticas de la Unión se ajustará a la imparcialidad, fiabilidad, objetividad, independencia científica, rentabilidad y al secreto estadístico, y no ocasionará cargas excesivas a los operadores económicos».

7 Véase la Decisión nº 235/2008/CE, que puede consultarse en <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2008:073:0017:0019:ES:PDF>.

8 Véase el Reglamento (CE) nº 223/2009 relativo a la estadística europea, que puede consultarse en <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2009:087:0164:0173:es:PDF>.

una fase temprana de la definición de los requisitos con los datos estadísticos. A este fin, las competencias del CCEGE podrían ampliarse para vigilar activamente el cumplimiento por el SEE del Código de buenas prácticas. Para el cumplimiento de sus funciones podría contar con la asistencia de los tribunales de cuentas, que tendrían la responsabilidad de vigilar el cumplimiento del Código de buenas prácticas por parte de los institutos nacionales de estadística. Por último, podría considerarse la imposición de sanciones en caso de incumplimiento grave y repetido de las obligaciones de información y de no adopción de medidas correctoras efectivas.

4 VIGILANCIA MACROECONÓMICA

El nuevo marco de vigilancia macroeconómica previsto en las propuestas de la Comisión y en el informe del GTVR tiene como objetivo la identificación y la corrección de los desequilibrios macroeconómicos. Este marco complementa el proceso de vigilancia macroestructural previsto en la estrategia Europa 2020, que está enfocado a fomentar el crecimiento y el empleo sostenible y socialmente incluyente. De acuerdo con las propuestas, el nuevo marco se aplicará en todos los Estados miembros y tendrá una vertiente preventiva y otra correctiva. En esta última se incluirán normas de aplicación para los países de la zona del euro.

NUEVO MARCO DE VIGILANCIA MACROECONÓMICA PROPUESTO

El primer elemento de la vertiente preventiva propuesto por la Comisión es un mecanismo de alerta que proporcionaría una indicación inicial de la existencia de posibles riesgos de desequilibrios y vulnerabilidades macroeconómicas en los Estados miembros. El mecanismo de alerta incluiría un marcador integrado por un conjunto limitado de indicadores macroeconómicos que se complementarían con una valoración económica. Para los desequilibrios externos se emplearían indicadores de la posición externa (por ejemplo, cuenta corriente como componente del PIB, activos financieros exteriores netos como porcentaje del PIB), competitividad (por ejemplo, tipos de cambio efectivos reales, costes laborales unitarios, inflación medida por el IAPC), y para los desequilibrios internos se emplearían indicadores sobre la vivienda (por ejemplo, valor añadido de la construcción, precios de la vivienda) y endeudamiento (por ejemplo, deuda del

sector público como porcentaje del PIB, deuda del sector privado como porcentaje del PIB).

De acuerdo con las propuestas de la Comisión, se establecerían y anunciarían umbrales de alerta para cada indicador, a fin de incrementar la transparencia y la rendición de cuentas. Para los indicadores de competitividad y de cuenta corriente, los umbrales serían simétricos: estos detectarían tanto niveles excesivamente altos como excesivamente bajos de la variable, lo que significaría en ambos casos la necesidad de adoptar medidas por parte de los Estados miembros. El informe del GTVR adoptó un punto de vista más modulado sobre esta cuestión, estableciendo una distinción entre Estados miembros con amplios superávits por cuenta corriente y aquellos que presenten notables déficits por cuenta corriente y grandes pérdidas de competitividad, debido a que la necesidad de adoptar medidas es particularmente urgente en este último caso.

Sobre la base de los resultados del conjunto de indicadores, si se identificasen desequilibrios o riesgos macroeconómicos significativos, la Comisión llevaría a cabo un análisis en profundidad de la situación económica, financiera y de las finanzas públicas del Estado miembro en cuestión.

Basándose en análisis exhaustivos, la Comisión recomendaría que el Consejo dirigiese una recomendación al Estado miembro de que se trate, en la que se establezcan medidas específicas de política económica encaminadas a reducir estos desequilibrios y riesgos. Estas recomendaciones serían emitidas por el Consejo conjuntamente con otras recomendaciones de política en el contexto de la estrategia Europa 2020 y el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. En caso de que la Comisión detectase desequilibrios macroeconómicos graves o que pudie-

Cuadro 2 Resumen del marco de vigilancia macroeconómica propuesto

	Pasos principales del procedimiento	Sanciones financieras
Detección de desequilibrios (vertiente preventiva)	<ol style="list-style-type: none"> 1 El informe de la Comisión evalúa los 27 Estados miembros en relación con los umbrales definidos en el conjunto de indicadores. El conjunto de indicadores se actualiza al menos una vez al año. 2 Discusión en el Consejo del informe de la Comisión. 3 Análisis detallado de la Comisión de los Estados miembros que se consideren afectados o presenten riesgos de desequilibrios. 4 La Comisión formula recomendaciones e informa al Consejo acerca de los Estados miembros que registren desequilibrios. 5 El Consejo emite recomendaciones a los Estados miembros afectados. 6 El Consejo analiza el cumplimiento de las recomendaciones una vez al año y puede modificar las recomendaciones si lo estima apropiado. 	
Procedimiento de desequilibrio excesivo (vertiente correctiva)	<ol style="list-style-type: none"> 1 La Comisión formula recomendaciones e informa al Consejo acerca de los Estados miembros que presenten desequilibrios «excesivos» sobre la base del análisis detallado. 2 El Consejo declara la existencia de un desequilibrio excesivo y dirige recomendaciones al Estado miembro sobre la base de la recomendación de la Comisión. 3 Presentación de un plan de acción correctiva por parte del Estado miembro en cuestión. 4 En el plazo de dos meses tras la presentación del plan de acción correctiva y sobre la base de un informe de la Comisión, el Consejo evaluará el plan de acción correctiva. 5 Si lo considera suficiente, el Consejo adoptará un dictamen, aprobándolo. Si lo considera insuficiente, el Consejo invitará al Estado miembro a que reforme su plan de acción correctiva en un nuevo plazo, teniendo en cuenta el tamaño y la urgencia de los desequilibrios y la capacidad de las medidas para hacer frente a la situación. 6 El Consejo determinará si el Estado miembro afectado ha adoptado las medidas correctivas recomendadas. 7 El Estado miembro informará periódicamente y estará sujeto a supervisión. 8 El Estado miembro concernido presenta un informe sobre las medidas adoptadas. 9 El procedimiento de desequilibrio excesivo concluirá una vez que el Consejo determine, sobre la base de una recomendación de la Comisión, que el Estado miembro ya no presenta desequilibrios excesivos. Si un Estado miembro incumple repetidamente las recomendaciones del Consejo para corregir los desequilibrios excesivos, estará obligado al pago de una multa anual, hasta que el Consejo determine que se han aplicado las medidas correctivas. 	Multa (0,1 % del PIB) impuesta por votación por mayoría cualificada inversa (nueva sanción propuesta).

ran representar un peligro para el correcto funcionamiento de la UEM, podría recomendar que se inicie el procedimiento de desequilibrio excesivo, de acuerdo con la vertiente correctiva del marco de vigilancia macroeconómica propuesto, y la política económica del Estado miembro en cuestión quedaría sujeta a una supervisión más estricta. Las recomendaciones formuladas de acuerdo con la vertiente correctiva serían más detalladas y más estrictas que las emitidas en el marco de la vertiente preventiva y en ellas se especificarían las respuestas de política esperadas y se fijarían plazos para la adopción de medidas correctivas. Los Estados miembros sometidos a un procedimiento de desequilibrio excesivo estarían obligados a presentar un plan de acción correctiva en el que se descri-

ba la respuesta nacional a las recomendaciones y plazos del Consejo, que tendrá que ser aprobado por este último. Los Estados miembros sujetos al procedimiento de desequilibrio excesivo estarían obligados a informar periódicamente al Consejo y a la Comisión acerca de los progresos obtenidos para el cumplimiento de las recomendaciones del Consejo. La Comisión evaluaría sus progresos sobre la base de dichos informes y de las posibles misiones nacionales de vigilancia. Los Estados miembros seguirían estando sujetos a una vigilancia estricta y a la presentación de información hasta que el Consejo, sobre la base de una recomendación de la Comisión, considere que la situación de desequilibrio excesivo ha terminado y concluya el procedimiento de desequilibrio excesivo.

Se prevé que el mecanismo de sanciones del procedimiento de desequilibrio excesivo propuesto por la Comisión sea, a grandes rasgos, similar al mecanismo definido en el procedimiento de déficit excesivo para la vigilancia presupuestaria. Para los países de la zona del euro, la Comisión ha adelantado la posibilidad de aplicar sanciones financieras en dos situaciones. En primer lugar, si el Consejo considera que las medidas o los plazos previstos en el plan de acción correctiva son insuficientes para ajustarse a sus recomendaciones, podría solicitar al Estado miembro de que se trate que modifique su plan. En segundo lugar, si, sobre la base de la evaluación de la Comisión del cumplimiento de un Estado miembro de las recomendaciones del Consejo, este concluyese que el Estado miembro ha incumplido repetidamente su obligación de adoptar medidas correctivas de acuerdo con el procedimiento de desequilibrio excesivo, podrá imponer sanciones financieras, es decir, multas.

ANÁLISIS DEL MARCO DE VIGILANCIA MACROECONÓMICA PROPUESTO

La introducción de un marco de vigilancia macroeconómica podría representar un paso importante hacia una unión económica más sólida. A fin de velar por el buen funcionamiento de una unión monetaria, este marco debería mejorarse en varios aspectos. En primer lugar, la naturaleza específica de la pertenencia a una unión monetaria debería definirse de forma más explícita. Ello requiere una clara distinción entre, por una parte, las necesidades de las políticas de los países de la zona del euro y, por otra, las de los demás Estados miembros, debido al hecho de que los efectos de contagio dentro de la zona del euro son más acusados y de que en estos países ya no son posibles los ajustes del tipo de cambio. Por tanto, esto debería estar claramente reflejado en la existencia de indicadores y de umbrales diferentes. Habría que imponer umbrales más estrictos para los indicadores de competitividad en los países de la zona del euro.

En segundo lugar, el enfoque particular del marco de vigilancia debería centrarse en aquellos desequilibrios macroeconómicos que afectan al buen funcionamiento de la unión monetaria, que suponen

pérdidas significativas de competitividad, déficits por cuenta corriente persistentes, incrementos insostenibles de los precios de los activos, incluyendo los precios inmobiliarios, y niveles elevados de endeudamiento externo e interno¹⁶. El marco propuesto por la Comisión Europea es simétrico en lo que respecta a la detección, la prevención y la corrección tanto de las pérdidas como de los aumentos excesivos de competitividad. Ello entraña el riesgo de que los esfuerzos de vigilancia no tengan un objetivo preciso y no estén dirigidos a los desafíos más graves para la unión monetaria. Como se ha apuntado anteriormente, el informe del GTVR se refiere a esta cuestión y reclama una diferenciación en el tratamiento de los países que presenten niveles excesivamente altos o excesivamente bajos en el marco de vigilancia macroeconómica propuesto. Para no hacer el procedimiento excesivamente complejo y evitar introducir un enfoque erróneo a corto plazo en la gestión del proceso de vigilancia, los casos en los que los Estados miembros presenten fuertes incrementos de competitividad y amplios superávits por cuenta corriente solo deberán tratarse en el contexto de la estrategia Europa 2020.

En tercer lugar, debería introducirse un mayor grado de automatismo en el marco de vigilancia macroeconómica propuesto. Aunque la evolución macroeconómica puede verse afectada por factores ajenos al control de los Gobiernos y el impacto de las medidas sobre la evolución macroeconómica podría ser indirecto y, por tanto, difícil de identificar, es necesario garantizar que el procedimiento de vigilancia macroeconómica es eficaz y ofrece los incentivos adecuados. No obstante, las propuestas de la Comisión dan al Consejo un grado considerable de discrecionalidad en lo que se refiere a las recomendaciones y al importe de las sanciones. Un margen excesivamente amplio de discrecionalidad podría representar un riesgo para

¹⁶ El conjunto de indicadores debería ser limitado y estar enfocado a detectar desequilibrios macroeconómicos, por lo que debería incluir indicadores de endeudamiento público y privado, de endeudamiento externo y de competitividad de precios. Estas variables han demostrado ser indicadores importantes de desequilibrios macroeconómicos internos y externos y de la evolución de la competitividad. Esto difiere del conjunto mucho más amplio de indicadores empleados para valorar el progreso relativo de las reformas en el contexto de la estrategia Europa 2020.

la credibilidad del marco de vigilancia macroeconómica, puesto que las normas y las medidas de ejecución podrían no ser aplicadas coherentemente. Por tanto, debería evitarse la posibilidad de reducir o de renunciar a las sanciones financieras de acuerdo con circunstancias económicas excepcionales o a la petición de un Estado miembro. Además, la regla de votación por mayoría inversa, por la que las propuestas y recomendaciones de la Comisión serían adoptadas por el Consejo siempre y cuando no sean rechazadas por mayoría cualificada, debería utilizarse más frecuentemente en el procedimiento.

En cuarto lugar, al igual que las reformas introducidas en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, las sanciones financieras previstas en el marco de vigilancia macroeconómica propuesto han de aplicarse de forma gradual y en una etapa temprana, a fin de ofrecer a los Estados miembros los incentivos adecuados para cumplir las recomendaciones. Ello implica que las sanciones financieras —como la obligación de constituir un depósito remunerado— se impondrían inmediatamente después de la primera constatación de incumplimiento o falta de cooperación por parte de un Estado miembro. En el ámbito de las vertientes preventiva y correctiva, debería también contemplarse la adopción, en colaboración con el BCE, de medidas políticas y de reputación —como la presentación de informes al Consejo Europeo en caso de incumplimiento, así como la posibilidad de que la Comisión lleve a cabo misiones en los Estados miembros— para los países de la zona del euro y del MTC II.

5 UN MECANISMO PERMANENTE DE GESTIÓN DE CRISIS

Las medidas introducidas para mejorar las vertientes preventiva y correctiva del marco de gobernanza económica deberían contener los elementos necesarios para minimizar los riesgos de que se produzcan nuevas crisis presupuestarias en la zona del euro. No obstante, puesto que no puede descartarse completamente la posibilidad de una crisis futura de deuda soberana, es necesario contar con un mecanismo permanente de resolución de crisis, a fin de solventar las crisis de liquidez o de solvencia soberana.

En su reunión celebrada los días 16 y 17 de diciembre de 2010, el Consejo Europeo acordó una modificación del Tratado, a fin de introducir un mecanismo permanente de resolución de crisis, denominado Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEE), que será establecido en los países de la zona del euro. De acuerdo con las propuestas, el apartado 3 del artículo 136 del TFUE dispondrá que el mecanismo de gestión de crisis se activará cuando resulte indispensable para salvaguardar la estabilidad de la zona del euro en su conjunto y que la concesión de toda ayuda financiera en forma de créditos se supeditará a una estricta condicionalidad¹⁷. El MEE sustituirá a la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera (FEEF) y al Mecanismo Europeo de Estabilización Financiera (MEEF), creados en mayo de 2010, que seguirán en vigor hasta junio de 2013. El Consejo Europeo aprobó las características generales de este mecanismo, expuestas en la declaración del Eurogrupo de 28 de noviembre de 2010, e hizo un llamamiento al Eurogrupo y a la Comisión para que, antes de final de marzo de 2011, finalicen los trabajos del acuerdo intergubernamental para la creación del futuro mecanismo, en cooperación con el Parlamento Europeo.

De acuerdo con la declaración del Eurogrupo, el MEE vendrá a completar el nuevo marco de gobierno económico reforzado a partir de junio de 2013, y se basará en la FEEF. Más concretamente, la ayuda financiera prestada a un país de la zona del euro estará sujeta al cumplimiento de un programa estricto de ajuste económico y fiscal y a un riguroso análisis de la sostenibilidad de la deuda efectuado por la Comisión y el FMI, en contacto con el BCE. Respecto a los países considerados solventes, se animará a los acreedores del sector privado a mantener su exposición a la deuda de los Estados miembros. Los Estados miembros insolventes tendrán que negociar un plan general de reestructuración con los acreedores, como condición previa a la concesión de ayuda financiera. Con el fin de facili-

¹⁷ Los Estados miembros han acordado modificar el tenor del apartado 3 del artículo 136 del TFUE de la siguiente manera: «Los Estados miembros cuya moneda es el euro podrán establecer un mecanismo de estabilidad que se activará cuando sea indispensable para salvaguardar la estabilidad de la zona del euro en su conjunto. La concesión de toda ayuda financiera necesaria con arreglo al mecanismo se supeditará a condiciones estrictas».

tar las negociaciones con los acreedores del sector privado, todos los bonos del Estado de nueva emisión de la zona del euro incluirán, a partir de junio de 2013, unas cláusulas de acción colectiva normalizadas e idénticas. La decisión de conceder ayuda financiera habrá de adoptarse por acuerdo unánime de los países de la zona del euro.

El BCE ha acogido con satisfacción la creación de un mecanismo permanente de gestión de crisis para salvaguardar la estabilidad financiera de la zona del euro en su conjunto, que actuará como un complemento del fortalecimiento de las normas fiscales y de la mayor vigilancia macroeconómica. Debido a la alta integración de los mercados financieros, el MEE debe velar por la resolución puntual y ordenada de las crisis de deuda soberana en la zona del euro. Todo riesgo de contagio entre países (que propague la crisis presupuestarias a otros países de la zona del euro) o de un Estado a los agentes privados (creando o exacerbando una crisis financiera) debería afrontarse mediante una intervención rápida y decidida.

Lo más importante es que el mecanismo de ayuda del MEE debería minimizar el riesgo moral. Es necesario que se rija por normas rigurosas y vinculantes para imponer disciplina en las políticas fiscales y no debe constituir una opción atractiva para los Estados miembros. La concesión de toda ayuda financiera a un Estado miembro debe estar supeditada a condiciones estrictas, a fin de garantizar que la sostenibilidad de las finanzas públicas se recupere de forma ambiciosa y sin demora. Al mismo tiempo, la ayuda financiera debería concederse en condiciones muy estrictas y el mecanismo permanente de gestión de crisis debe permitir la disciplina de los mercados financieros. La posibilidad de la participación del sector privado en caso de insolvencia de un país de la zona del euro garantizaría que los tipos de interés reflejen suficientemente los riesgos asociados a las diferencias en las posiciones fiscales de los distintos Estados miembros.

6 CONCLUSIONES

El marco actual de gobernanza económica no ha sido nunca íntegramente aplicado y se ha visto in-

cluso debilitado desde el comienzo de la UEM. El resultado es que no ha sido eficaz para prevenir la crisis en la zona del euro. El marco de vigilancia económica aplicable a las políticas fiscales no ha sido aplicado con el rigor suficiente y las sanciones previstas no han sido impuestas. Al mismo tiempo, este marco carecía de mecanismos apropiados para la vigilancia de las políticas macroeconómicas. Las propuestas de gobernanza económica del GTVR, aprobadas por el Consejo Europeo de octubre de 2010, y las propuestas de la Comisión que todavía están siendo estudiadas representan un cierto avance para la solución de estos problemas. Sin embargo, no constituyen el avance cualitativo necesario para garantizar la solidez de las políticas económicas y presupuestarias en la zona del euro, que aseguren estabilidad y prosperidad a largo plazo.

En este artículo se indican con mayor precisión los ámbitos en los que las reformas previstas del marco de gobernanza económica necesitan reforzarse, como se indica a continuación:

- i) **Se requiere un mayor grado de automatismo en todos los procedimientos de vigilancia, incluido el nuevo marco de vigilancia macroeconómica.** Cuando los Estados miembros incumplan las recomendaciones para ajustar sus políticas, deberían asumir las consecuencias previstas en los procedimientos preventivo y correctivo, y el Consejo debería tener menos margen para detener o suspender los procedimientos contra los Estados miembros. Una forma sencilla de lograrlo sería una declaración formal del Consejo, o al menos del Eurogrupo, comprometiéndose a una votación, como norma, en favor de la continuación de los procedimientos cuando así lo haya recomendado o propuesto la Comisión. De esta forma, el Consejo limitaría voluntariamente su discrecionalidad y tendría que justificar los casos en los que no aplique su propia norma. Asimismo, debería considerarse el empleo más frecuente de la votación por mayoría inversa.
- ii) **Los procedimientos de vigilancia requieren plazas estrictas, a fin de evitar procedimien-**

tos prolongados y eliminar las «cláusulas de escape». No debería permitirse al Consejo ni a la Comisión ampliar el plazo para corregir un déficit excesivo o para aceptar cualquier desviación significativa de la senda de ajuste hacia el objetivo a medio plazo durante un período de recesión económica grave de naturaleza general, o para reducir o cancelar las sanciones financieras, bien sobre la base de circunstancias económicas excepcionales, o a solicitud del Estado miembro en cuestión. Con ello se aumentaría el automatismo.

iii) **El marco de vigilancia macroeconómica debería tener un enfoque definido.** En particular, debería centrarse en los países de la zona del euro que presenten grandes déficits por cuenta corriente, pérdidas significativas de competitividad, así como niveles elevados de deuda pública y privada, o cualquier otra vulnerabilidad que represente un riesgo para la UEM.

iv) **Las medidas políticas y de reputación deberían fomentar un cumplimiento puntual del marco de vigilancia.** Ello incluye incrementar las obligaciones de información de los Estados miembros y la presentación de informes del Consejo al Consejo Europeo en caso de incumplimiento de las recomendaciones del Consejo, así como la posibilidad de que la Comisión lleve a cabo misiones a los Estados miembros, en cooperación con el BCE, en los países de la zona del euro y del MTC II si el BCE lo estima adecuado.

v) **Las sanciones financieras deberían imponerse en una fase temprana y de forma gradual en el marco de vigilancia macroeconómica, a fin de ofrecer a los países incentivos claros y creíbles para la adopción de políticas macroeconómicas adecuadas.** El procedimiento de desequilibrio excesivo debería obligar a los Estados miembros a constituir un depósito remunerado tras la primera constatación de incumplimiento e imponer multas en caso de incumplimiento repetido. Los benefi-

cios de las sanciones financieras impuestas a países de la zona del euro como parte de la vigilancia presupuestaria y macroeconómica deberían ser asignados al futuro Mecanismo Europeo de Estabilidad.

vi) **Los criterios para determinar la existencia de un déficit excesivo deberían ser más ambiciosos.** El margen para tomar en consideración cualquier «factor relevante» a la hora de determinar la existencia de un déficit excesivo —ya sea sobre la base del criterio de déficit o del criterio de deuda— debería reducirse sustancialmente, particularmente cuando estos factores puedan justificar el incumplimiento de los criterios por parte del Estado miembro. En lo que respecta al criterio del déficit, estos factores atenuantes deberían tenerse en cuenta únicamente si el déficit público del país en cuestión es próximo al valor de referencia del 3 % del PIB y excede este valor solo temporalmente (independientemente de si la ratio de la deuda del país se sitúa por encima o por debajo del valor de referencia del 60 %). En cuanto al criterio de deuda, dichos factores deberían considerarse solo si se espera que la ratio de deuda pública de un país que supere el 60 % del PIB se reduzca. Asimismo, debería aplicarse sin demora el criterio numérico retrospectivo utilizado para evaluar si una ratio de deuda superior al 60 % del PIB ha disminuido suficientemente.

vii) **Los requisitos respecto a la senda de ajuste para el cumplimiento de los objetivos presupuestarios a medio plazo deberían ser más ambiciosos.** De acuerdo con el procedimiento revisado de vigilancia presupuestaria, la cuestión de si un país ha obtenido un progreso suficiente en el cumplimiento de sus objetivos presupuestarios a medio plazo debería evaluarse sobre la base de una valoración global en la que se utilice el déficit estructural como punto de referencia, incluyendo el análisis del gasto excluidas las medidas recaudatorias discrecionales. En este contexto, la mejora anual del déficit estructural debería ser significativamente superior a 0,5 puntos por-

centuales del PIB en caso de que la deuda pública de un país exceda el valor de referencia del 60% del PIB o de que existan riesgos para la sostenibilidad presupuestaria.

- viii) **Debe garantizarse la calidad y la independencia del análisis presupuestario y económico.** Ello requiere el establecimiento de un órgano consultivo independiente a escala de la UE cuyos miembros sean personas de reconocida competencia. Este órgano ofrecería una valoración externa ex post de la ejecución de la vigilancia presupuestaria y macroeconómica por parte del Consejo y de la Comisión.
- ix) **Debe reforzarse el compromiso de los Estados miembros para aplicar sin demora marcos presupuestarios nacionales sólidos, a fin de facilitar el cumplimiento de sus compromisos adquiridos en el contexto del Pacto de Estabilidad y Crecimiento.** Para ello sería necesario que la propuesta de directiva sobre los marcos presupuestarios se incorpore a la legislación nacional con la mayor exactitud posible y antes del final de 2012. El Eurogrupo podría emitir una declaración formal a este efecto. Asimismo, en la directiva deben establecerse consecuencias claras para el caso de que las autoridades nacionales incumplan sus obligaciones presupuestarias. Es necesario incluir en la directiva un nuevo capítulo para los países de la zona del euro, a fin de hacer obligatoria la constitución de instituciones nacionales independientes de supervisión fiscal. Las medidas de la directiva no deberían impedir a los Estados miembros el establecimiento de marcos más rigurosos. La UE debería considerar la posibilidad de obligar a los Estados miembros a adoptar marcos claros de préstamo, con definiciones y límites precisos.
- x) **Debe mejorarse la calidad de las estadísticas anuales y trimestrales, tanto en lo que se refiere a la puntualidad como a la fiabilidad.** El Código de Buenas Prácticas de las Estadísticas Europeas debería recogerse en un reglamento y deberían corregirse inmediatamente las debilidades de la recolección de datos y de las obligaciones de información.
- xi) Resulta necesaria la mejora del Pacto de Estabilidad y Crecimiento y de la vigilancia macroeconómica efectiva. Sin embargo, incluso si las normas se aplican de forma estricta, no puede descartarse la aparición de crisis futuras. **El nuevo marco de gobernanza económica debería incluir un marco de gestión de crisis para salvaguardar la estabilidad financiera de la zona del euro en su conjunto en caso de que uno o más países experimenten crisis de deuda soberana.** Aunque este mecanismo debería resultar efectivo y apropiado para la resolución de casos de falta de liquidez e insolvencia, resulta esencial evitar el riesgo moral.

ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO



ÍNDICE¹

	PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO	
	Resumen de indicadores económicos de la zona del euro	S5
I	ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA	
1.1	Estado financiero consolidado del Eurosistema	S6
1.2	Tipos de interés oficiales del BCE	S7
1.3	Operaciones de política monetaria del Eurosistema adjudicadas mediante subastas	S8
1.4	Estadísticas de reservas mínimas y de liquidez	S9
2	DINERO, SISTEMA BANCARIO Y FONDOS DE INVERSIÓN	
2.1	Balance agregado de las IFM de la zona del euro	S10
2.2	Balance consolidado de las IFM de la zona del euro	S11
2.3	Estadísticas monetarias	S12
2.4	Detalle de los préstamos concedidos por las IFM	S14
2.5	Detalle de los depósitos mantenidos en las IFM	S17
2.6	Detalle de los valores en poder de las IFM	S20
2.7	Revalorización de algunas partidas del balance de las IFM	S21
2.8	Detalle por monedas de algunas partidas del balance de las IFM	S22
2.9	Balance agregado de los fondos de inversión de la zona del euro	S24
2.10	Detalle de valores mantenidos por los fondos de inversión, por emisores	S25
3	CUENTAS DE LA ZONA DEL EURO	
3.1	Cuentas económicas y financieras integradas por sectores institucionales	S26
3.2	Cuentas no financieras de la zona del euro	S30
3.3	Hogares	S32
3.4	Sociedades no financieras	S33
3.5	Empresas de seguros y fondos de pensiones	S34
4	MERCADOS FINANCIEROS	
4.1	Valores distintos de acciones por plazo a la emisión, residencia del emisor y moneda	S35
4.2	Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro por sector emisor y tipo de instrumento	S36
4.3	Tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro	S38
4.4	Acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro	S40
4.5	Tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos y a los préstamos denominados en euros a sectores residentes en la zona del euro	S42
4.6	Tipos de interés del mercado monetario	S44
4.7	Curvas de rendimientos de la zona del euro	S45
4.8	Índices bursátiles	S46
5	PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO	
5.1	IAPC, otros precios y costes	S47
5.2	Producto y demanda	S50
5.3	Mercado de trabajo	S54

¹ Puede solicitarse más información a través de statistics@ecb.europa.eu. Véase el apartado Statistical Data Warehouse, en la sección Statistics de la dirección del BCE en Internet (<http://sdw.ecb.europa.eu>), para series de datos más largas y detalladas.

6	FINANZAS PÚBLICAS	
6.1	Recursos, empleos y déficit/superávit	S56
6.2	Deuda	S57
6.3	Variaciones de la deuda	S58
6.4	Recursos, empleos y déficit/superávit; datos trimestrales	S59
6.5	Deuda trimestral y variaciones de la deuda	S60
7	TRANSACCIONES Y POSICIONES FRENTE AL EXTERIOR	
7.1	Resumen de la balanza de pagos	S61
7.2	Cuenta corriente y cuenta de capital	S62
7.3	Cuenta financiera	S64
7.4	Presentación monetaria de la balanza de pagos	S70
7.5	Comercio exterior de bienes	S71
8	TIPOS DE CAMBIO	
8.1	Tipos de cambio efectivos	S73
8.2	Tipos de cambio bilaterales	S74
9	EVOLUCIÓN FUERA DE LA ZONA DEL EURO	
9.1	En otros Estados miembros de la UE	S75
9.2	En Estados Unidos y Japón	S76
	LISTA DE GRÁFICOS	S77
	NOTAS TÉCNICAS	S79
	NOTAS GENERALES	S85

AMPLIACIÓN DE LA ZONA DEL EURO EL 1 DE ENERO DE 2011 CON LA INCORPORACIÓN DE ESTONIA

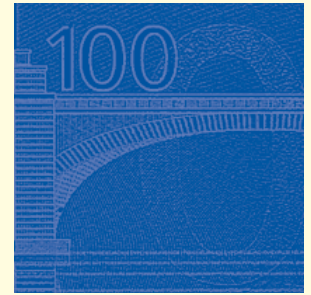
En enero de 2011, Estonia se incorporó a la zona del euro, elevándose a 17 el número de países pertenecientes a la zona del euro.

Salvo indicación en contrario, todas las series de datos con observaciones para 2011 se refieren al «Euro-17» (es decir, la zona del euro, incluida Estonia) para la serie temporal completa. En lo que se refiere a los tipos de interés, las estadísticas monetarias, el IAPC y los activos de reserva (y, por coherencia, los componentes y las contrapartidas de M3 y los componentes del IAPC), las series estadísticas de la zona del euro tienen en cuenta la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas.

En las Notas Generales, puede encontrarse más información sobre las composiciones por países, pasadas y presentes, de la zona del euro.

Símbolos utilizados en los cuadros

“-”	Inexistencia del fenómeno considerado/ dato no aplicable
“.”	Dato no disponible por el momento
“...”	Cero o no significativo
“mm”	10 ⁹
(p)	Cifra provisional
(d.)	Desestacionalizado
(s.d.)	Sin desestacionalizar



PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

Resumen de indicadores económicos de la zona del euro

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Evolución monetaria y tipos de interés ¹⁾

	M1 ²⁾	M2 ²⁾	M3 ^{2),3)}	M3 ^{2),3)} Media móvil de 3 meses (centrada)	Préstamos de las IFM a residentes en la zona del euro, excluidas IFM y AAPP ²⁾	Valores distintos de acciones emitidos en euros por insti- tuciones distintas de IFM ²⁾	Tipo de interés a 3 meses (EURIBOR; porcentaje; medias del período)	Tipo al contado a 10 años (porcentaje; fin de período) ⁴⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8
2009	9,5	4,8	3,3	-	1,6	23,4	1,22	3,76
2010	8,5	1,8	0,5	-	0,6	4,2	0,81	3,36
2010 I	11,3	1,7	-0,2	-	-0,4	8,2	0,66	3,46
II	10,3	1,4	-0,1	-	0,2	4,2	0,69	3,03
III	7,9	1,8	0,7	-	0,9	2,1	0,87	2,67
IV	4,9	2,2	1,5	-	1,7	2,4	1,02	3,36
2010 Sep	6,2	2,0	1,1	1,1	1,2	2,1	0,88	2,67
Oct	4,8	2,1	1,1	1,4	1,4	1,8	1,00	2,86
Nov	4,6	2,3	2,1	1,6	2,0	3,0	1,04	3,11
Dic	4,4	2,2	1,7	1,7	1,9	2,8	1,02	3,36
2011 Ene	3,2	2,3	1,5	.	2,4	.	1,02	3,49
Feb	.	.	.	.	.	.	1,09	3,49

2. Precios, producto, demanda y mercado de trabajo ⁵⁾

	IAPC ¹⁾	Precios industriales	Costes laborales por hora	PIB real (d.)	Producción industrial excluida construcción	Utilización de la capacidad productiva en manufacturas (%)	Ocupados (d.)	Parados (% de la población activa; d.)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2009	0,3	-5,1	2,9	-4,1	-14,9	71,1	-1,9	9,5
2010	1,6	2,9	.	1,7	7,1	76,8	.	10,0
2010 II	1,6	3,0	1,6	2,0	9,0	76,5	-0,6	10,0
III	1,7	4,0	0,8	1,9	7,0	77,8	-0,2	10,0
IV	2,0	4,7	.	2,0	7,7	79,0	.	10,0
2010 Sep	1,9	4,3	-	-	5,6	-	-	10,0
Oct	1,9	4,3	-	-	7,2	78,1	-	10,1
Nov	1,9	4,5	-	-	7,9	-	-	10,0
Dic	2,2	5,3	-	-	8,1	-	-	10,0
2011 Ene	2,3	6,1	-	-	.	80,0	-	9,9
Feb	2,4	.	-	-	.	-	-	.

3. Estadísticas del sector exterior

(mm de euros, salvo indicación en contrario)

	Balanza de pagos (flujos netos)			Activos de reserva (saldos a fin de período)	Posición de inversión internacional neta (en % del PIB)	Deuda externa bruta (en % del PIB)	Tipo de cambio efectivo del euro: TCE-20 ⁶⁾ (índice: 1999 I = 100)		Tipo de cambio dólar estado- unídense/euro
	Cuenta corriente y cuenta de capital	Inversiones directas y de cartera					Nominal	Real (IPC)	
		Bienes							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2009	-43,7	39,4	15,9	462,4	-16,2	116,4	111,7	110,6	1,3948
2010	-49,1	24,2	9,3	591,2	.	.	104,6	103,0	1,3257
2010 I	-19,3	2,7	-7,9	498,7	-14,7	120,4	108,7	106,9	1,3829
II	-18,8	3,4	24,1	583,3	-11,5	123,4	103,1	101,8	1,2708
III	-6,8	8,3	-17,1	552,2	-13,0	120,5	102,3	100,8	1,2910
IV	-4,2	9,8	38,0	591,2	.	.	104,4	102,4	1,3583
2010 Sep	-5,8	4,9	1,9	552,2	.	.	102,5	100,8	1,3067
Oct	-2,1	6,2	8,6	555,6	.	.	106,0	104,1	1,3898
Nov	-4,5	0,8	48,9	597,5	.	.	104,7	102,7	1,3661
Dic	2,4	2,8	56,5	591,2	.	.	102,6	100,5	1,3220
2011 Ene	.	.	.	562,3	.	.	102,4	100,2	1,3360
Feb	.	.	.	.	.	.	103,4	101,2	1,3649

Fuentes: BCE, Comisión Europea (Eurostat y D. G. de Asuntos Económicos y Financieros) y Reuters.

Nota: Para más información sobre los datos, véanse los cuadros relevantes en esta sección.

- Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.
- Las tasas de variación interanual de los datos mensuales se refieren al final del mes, mientras que las de los datos trimestrales y anuales se refieren a variaciones interanuales en la media del período. Véanse las Notas Técnicas para más información.
- M3 y sus componentes excluyen las participaciones en fondos del mercado monetario y los valores distintos de acciones hasta dos años en poder de no residentes en la zona del euro.
- Basado en las curvas de rendimientos de la deuda de las Administraciones centrales de la zona del euro con calificación AAA. Para más información, véase la sección 4.7.
- Los datos se refieren al Euro-17, salvo indicación en contrario.
- Véanse las Notas Generales para una definición de los grupos de socios comerciales y otras informaciones.



ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA

I.1 Estado financiero consolidado del Eurosistema

(millones de euros)

1. Activo

	4 febrero 2011	11 febrero 2011	18 febrero 2011	25 febrero 2011
Oro y derechos en oro	367.431	367.432	367.432	367.433
Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro	229.382	229.761	227.453	226.514
Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro	26.067	26.048	26.443	26.481
Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro	18.383	21.843	21.324	21.853
Préstamos en euros concedidos a entidades de crédito de la zona del euro	542.912	477.663	471.482	458.415
Operaciones principales de financiación	213.725	156.709	137.015	119.454
Operaciones de financiación a plazo más largo	329.170	320.291	320.291	321.835
Operaciones temporales de ajuste	0	0	0	0
Operaciones temporales estructurales	0	0	0	0
Facilidad marginal de crédito	2	656	14.173	17.115
Préstamos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	16	7	3	11
Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro	48.758	49.294	51.466	48.499
Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro	466.848	467.716	469.087	469.757
Valores mantenidos con fines de política monetaria	137.167	137.167	137.838	138.191
Otros valores	329.681	330.548	331.249	331.566
Créditos en euros a las Administraciones Públicas	34.904	34.904	34.904	34.904
Otros activos	280.913	281.482	288.901	298.423
Total activo	2.015.599	1.956.143	1.958.491	1.952.278

2. Pasivo

	4 febrero 2011	11 febrero 2011	18 febrero 2011	25 febrero 2011
Billetes en circulación	822.995	821.671	819.451	819.649
Depósitos en euros mantenidos por entidades de crédito de la zona del euro	379.076	332.443	333.245	314.122
Cuentas corrientes (incluidas las reservas mínimas)	239.304	238.812	222.145	212.268
Facilidad de depósito	71.446	17.029	34.482	24.718
Depósitos a plazo	68.220	76.500	76.500	77.000
Operaciones temporales de ajuste	0	0	0	0
Depósitos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	105	102	118	136
Otros pasivos en euros con entidades de crédito de la zona del euro	9.546	2.890	2.846	2.837
Certificados de deuda emitidos	0	0	0	0
Depósitos en euros de otros residentes en la zona del euro	95.804	90.178	91.235	105.749
Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro	43.071	43.487	42.444	44.306
Pasivos en moneda extranjera con residentes en la zona del euro	2.099	2.388	3.144	2.302
Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro	16.682	16.730	14.445	14.441
Contrapartida de los derechos especiales de giro asignados por el FMI	54.552	54.552	54.552	54.552
Otros pasivos	181.461	181.028	186.355	183.368
Cuentas de revalorización	331.532	331.533	331.533	331.533
Capital y reservas	78.781	79.243	79.243	79.419
Total pasivo	2.015.599	1.956.143	1.958.491	1.952.278

Fuente: BCE.

1.2 Tipos de interés oficiales del BCE

(niveles en porcentaje; variaciones en puntos porcentuales)

	Con efectos desde: ¹⁾	Facilidad de depósito		Operaciones principales de financiación			Facilidad marginal de crédito	
		Nivel	Variación	Subastas a tipo fijo	Subastas a tipo variable	Variación	Nivel	Variación
				Tipo fijo	Tipo mínimo de puja			
		1	2	3	4	5	6	7
1999	1 Ene	2,00	-	3,00	-	-	4,50	-
	4 ²⁾	2,75	0,75	3,00	-	...	3,25	-1,25
	22	2,00	-0,75	3,00	-	...	4,50	1,25
	9 Abr	1,50	-0,50	2,50	-	-0,50	3,50	-1,00
	5 Nov	2,00	0,50	3,00	-	0,50	4,00	0,50
2000	4 Feb	2,25	0,25	3,25	-	0,25	4,25	0,25
	17 Mar	2,50	0,25	3,50	-	0,25	4,50	0,25
	28 Abr	2,75	0,25	3,75	-	0,25	4,75	0,25
	9 Jun	3,25	0,50	4,25	-	0,50	5,25	0,50
	28 ³⁾	3,25	...	-	4,25	...	5,25	...
	1 Sep	3,50	0,25	-	4,50	0,25	5,50	0,25
	6 Oct	3,75	0,25	-	4,75	0,25	5,75	0,25
2001	11 May	3,50	-0,25	-	4,50	-0,25	5,50	-0,25
	31 Ago	3,25	-0,25	-	4,25	-0,25	5,25	-0,25
	18 Sep	2,75	-0,50	-	3,75	-0,50	4,75	-0,50
	9 Nov	2,25	-0,50	-	3,25	-0,50	4,25	-0,50
2002	6 Dic	1,75	-0,50	-	2,75	-0,50	3,75	-0,50
2003	7 Mar	1,50	-0,25	-	2,50	-0,25	3,50	-0,25
	6 Jun	1,00	-0,50	-	2,00	-0,50	3,00	-0,50
2005	6 Dic	1,25	0,25	-	2,25	0,25	3,25	0,25
2006	8 Mar	1,50	0,25	-	2,50	0,25	3,50	0,25
	15 Jun	1,75	0,25	-	2,75	0,25	3,75	0,25
	9 Ago	2,00	0,25	-	3,00	0,25	4,00	0,25
	11 Oct	2,25	0,25	-	3,25	0,25	4,25	0,25
	13 Dic	2,50	0,25	-	3,50	0,25	4,50	0,25
2007	14 Mar	2,75	0,25	-	3,75	0,25	4,75	0,25
	13 Jun	3,00	0,25	-	4,00	0,25	5,00	0,25
2008	9 Jul	3,25	0,25	-	4,25	0,25	5,25	0,25
	8 Oct	2,75	-0,50	-	-	-	4,75	-0,50
	9 ⁴⁾	3,25	0,50	-	-	-	4,25	-0,50
	15 ⁵⁾	3,25	...	3,75	-	-0,50	4,25	...
	12 Nov	2,75	-0,50	3,25	-	-0,50	3,75	-0,50
	10 Dic	2,00	-0,75	2,50	-	-0,75	3,00	-0,75
2009	21 Ene	1,00	-1,00	2,00	-	-0,50	3,00	...
	11 Mar	0,50	-0,50	1,50	-	-0,50	2,50	-0,50
	8 Abr	0,25	-0,25	1,25	-	-0,25	2,25	-0,25
	13 May	0,25	...	1,00	-	-0,25	1,75	-0,50

Fuente: BCE.

- Desde el 1 de enero de 1999 hasta el 9 de marzo de 2004, la fecha se refiere a la facilidad de depósito y a la facilidad marginal de crédito. Respecto a las operaciones principales de financiación, las variaciones en el tipo de interés tienen efecto a partir de la primera operación posterior a la fecha indicada, excepto la del 18 de septiembre de 2001, que tuvo efecto el mismo día. A partir del 10 de marzo de 2004, la fecha se refiere a la facilidad de depósito, a la facilidad marginal de crédito y a las operaciones principales de financiación (las variaciones en el tipo de interés tendrán efecto a partir de la operación principal de financiación posterior a la decisión del Consejo de Gobierno), salvo indicación en contrario.
- El 22 de diciembre de 1998, el BCE anunció que, como medida excepcional, entre el 4 y el 21 de enero de 1999 se aplicaría una banda estrecha de 50 puntos básicos entre los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito, con el propósito de facilitar a los participantes en el mercado la transición al nuevo régimen.
- El 8 de junio de 2000, el BCE anunció que, a partir de la operación que se liquidaría el 28 de junio de 2000, las operaciones principales de financiación del Eurosistema se ejecutarían mediante subastas a tipo variable. El tipo mínimo de puja se refiere al tipo de interés mínimo al que las entidades de contrapartida pueden realizar sus pujas.
- Con efectos a partir del 9 de octubre de 2008, el BCE redujo la banda que determinan las facilidades permanentes de 200 puntos básicos a 100 puntos básicos en torno al tipo de interés de las operaciones principales de financiación. A partir del 21 de enero de 2009, la banda de las facilidades permanentes se volvió a situar en 200 puntos básicos.
- El 8 de octubre de 2008, el BCE anunció que, a partir de la operación que se liquidaría el 15 de octubre, las operaciones principales de financiación semanales se llevarían a cabo mediante un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo, con adjudicación plena, al tipo de interés aplicable a las operaciones principales de financiación. Este cambio anuló la decisión anterior (adoptada el mismo día) de reducir en 50 puntos básicos el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación realizadas mediante subastas a tipo de interés variable.

1.3 Operaciones de política monetaria del Eurosistema adjudicadas mediante subastas ^{1), 2)}

(millones de euros; tipos de interés en porcentaje)

1. Operaciones principales de financiación y de financiación a plazo más largo ³⁾

Fecha de liquidación	Importe de las pujas	Número de participantes	Importe adjudicado	Subastas a tipo variable				Vencimiento a [...] días
				Subastas a tipo fijo	Tipo fijo	Tipo mínimo de puja	Tipo marginal ⁴⁾	
1	2	3	4	5	6	7	8	
Operaciones principales de financiación								
2010 17 Nov	186.033	177	186.033	1,00	-	-	-	7
24	177.103	165	177.103	1,00	-	-	-	7
1 Dic	179.694	163	179.694	1,00	-	-	-	7
8	197.283	155	197.283	1,00	-	-	-	7
15	187.814	159	187.814	1,00	-	-	-	7
22	193.470	160	193.470	1,00	-	-	-	7
29	227.865	233	227.865	1,00	-	-	-	7
2011 5 Ene	195.691	179	195.691	1,00	-	-	-	7
12	180.081	169	180.081	1,00	-	-	-	7
19	176.904	171	176.904	1,00	-	-	-	7
26	165.603	209	165.603	1,00	-	-	-	7
2 Feb	213.725	371	213.725	1,00	-	-	-	7
9	156.710	220	156.710	1,00	-	-	-	7
16	137.015	253	137.015	1,00	-	-	-	7
23	119.455	189	119.455	1,00	-	-	-	7
2 Mar	124.442	182	124.442	1,00	-	-	-	7
Operaciones de financiación a plazo más largo								
2010 8 Sep	37.903	27	37.903	1,00	-	-	-	35
30	104.009	182	104.009	1,00	-	-	-	84
13 Oct	52.236	34	52.236	1,00	-	-	-	28
28 ⁵⁾	42.475	132	42.475	1,00	-	-	-	91
10 Nov	63.618	44	63.618	1,00	-	-	-	28
25 ⁵⁾	38.211	189	38.211	1,00	-	-	-	91
8 Dic	68.066	56	68.066	1,00	-	-	-	42
23 ⁵⁾	149.466	270	149.466	.	-	-	-	98
2011 19 Ene	70.351	45	70.351	1,00	-	-	-	21
27 ⁵⁾	71.143	165	71.143	.	-	-	-	91
9 Feb	61.472	42	61.472	1,00	-	-	-	28
24 ⁵⁾	39.755	192	39.755	.	-	-	-	91

2. Otras operaciones de subasta

Fecha de liquidación	Tipo de operación	Importe de las pujas	Número de participantes	Importe adjudicado	Subastas a tipo variable					Vencimiento a [...] días
					Subastas a tipo fijo	Tipo mínimo de puja	Tipo máximo de puja	Tipo marginal ⁴⁾	Tipo medio ponderado	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
2010 15 Dic	Captación de depósitos a plazo fijo	96.587	57	72.000	-	-	1,00	0,55	0,49	7
22	Captación de depósitos a plazo fijo	81.024	44	72.500	-	-	1,00	0,60	0,42	7
23	Operación temporal	20.623	32	20.623	1,00	-	-	-	-	13
29	Captación de depósitos a plazo fijo	60.784	41	60.784	-	-	1,00	1,00	0,66	7
2011 5 Ene	Captación de depósitos a plazo fijo	92.078	68	73.500	-	-	1,00	0,45	0,38	7
12	Captación de depósitos a plazo fijo	99.490	65	74.000	-	-	1,00	0,45	0,41	7
18	Captación de depósitos a plazo fijo	135.048	142	135.046	-	-	1,00	0,80	0,79	1
19	Captación de depósitos a plazo fijo	103.687	62	76.500	-	-	1,00	0,80	0,69	7
26	Captación de depósitos a plazo fijo	88.824	58	76.500	-	-	1,00	0,99	0,89	7
2 Feb	Captación de depósitos a plazo fijo	68.220	53	68.220	-	-	1,00	1,00	0,85	7
8	Captación de depósitos a plazo fijo	159.714	161	158.659	-	-	1,00	0,80	0,78	1
9	Captación de depósitos a plazo fijo	93.341	66	76.500	-	-	1,00	0,95	0,87	7
16	Captación de depósitos a plazo fijo	102.784	73	76.500	-	-	1,00	0,80	0,71	7
23	Captación de depósitos a plazo fijo	95.494	74	77.000	-	-	1,00	0,70	0,58	7
2 Mar	Captación de depósitos a plazo fijo	91.911	71	77.500	-	-	1,00	0,65	0,56	7

Fuente: BCE.

- Los datos pueden ser ligeramente diferentes a los que aparecen en la sección 1.1, debido a operaciones que han sido adjudicadas, pero no se han liquidado.
- Con efectos a partir de abril de 2002, las operaciones desdobladas (*split tender operations*), es decir, las operaciones con vencimiento a una semana ejecutadas mediante subastas estándar en paralelo a una operación principal de financiación, se clasifican como operaciones principales de financiación. Para las operaciones desdobladas ejecutadas antes de ese mes, véase el cuadro 2 en la sección 1.3.
- El 8 de junio de 2000, el BCE anunció que, a partir de la operación que se liquidaría el 28 de junio de 2000, las operaciones principales de financiación del Eurosistema se ejecutarían a través de subastas a tipo variable. El tipo mínimo de puja se refiere al tipo de interés mínimo al que las entidades de contrapartida pueden realizar sus pujas. El 8 de octubre de 2008, el BCE anunció que, a partir de la operación que se liquidaría el 15 de octubre, las operaciones principales de financiación semanales se llevarían a cabo mediante un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo, con adjudicación plena, al tipo de interés aplicable a las operaciones principales de financiación. El 4 de marzo de 2010, el BCE decidió volver a aplicar los procedimientos de subasta a tipo de interés variable en las operaciones regulares de financiación a plazo más largo con vencimiento a tres meses a partir de la operación que se adjudicaría el 28 de abril de 2010 y se liquidaría el 29 de abril de 2010.
- En las operaciones de inyección (absorción) de liquidez, el tipo marginal se refiere al tipo de interés más bajo (más alto) al que se aceptan las pujas.
- En la última operación de financiación a plazo más largo con vencimiento a un año, que se liquidó el 17 de diciembre de 2009, en las operaciones de financiación a plazo más largo con vencimiento a seis meses, que se liquidaron el 1 de abril y el 13 de mayo de 2010, y en las operaciones de financiación a plazo más largo con vencimiento a tres meses, que se liquidaron el 28 de octubre, 25 de noviembre y 23 de diciembre de 2010 y 27 de enero y 24 de febrero de 2011, el tipo al que se cubrieron todas las pujas estaba indicado con la media de los tipos mínimo de puja de las operaciones principales de financiación que se llevaron a cabo realizadas en la vida de la operación.

1.4 Estadísticas de reservas mínimas y de liquidez

(mm de euros; medias de los períodos de las posiciones diarias, salvo indicación en contrario; tipos de interés en porcentaje)

1. Base de reservas de las entidades de crédito sujetas a reservas mínimas

Pasivos computables en: ¹⁾	Total	Pasivos a los que se aplica un coeficiente de reservas del 2%		Pasivos a los que se aplica un coeficiente de reservas nulo		
		Depósitos a la vista y depósitos a plazo o disponibles con preaviso hasta 2 años	Valores distintos de acciones hasta 2 años	Depósitos a plazo o disponibles con preaviso a más de 2 años	Cesiones temporales	Valores distintos de acciones a más de 2 años
	1	2	3	4	5	6
2008	18.169,6	10.056,8	848,7	2.376,9	1.243,5	3.643,7
2009	18.318,2	9.808,5	760,4	2.475,7	1.170,1	4.103,5
2010	18.948,1	9.962,6	644,3	2.683,3	1.335,4	4.322,5
2010 Ago	19.138,1	10.019,3	707,4	2.618,7	1.366,2	4.426,5
Sep	18.836,5	9.944,2	670,0	2.566,5	1.307,2	4.348,6
Oct ²⁾	18.986,4	9.901,3	658,2	2.632,7	1.399,4	4.394,9
Nov ²⁾	19.190,9	9.970,1	669,9	2.715,6	1.465,9	4.369,5
Dic ²⁾	18.948,1	9.962,6	644,3	2.683,3	1.335,4	4.322,5

2. Reservas mantenidas

Período de mantenimiento que finaliza en:	Reservas obligatorias	Cuentas corrientes de las entidades de crédito	Exceso de reservas	Incumplimientos	Tipos de interés de las reservas mínimas
	1	2	3	4	5
2009	210,2	211,4	1,2	0,0	1,00
2010	211,8	212,5	0,7	-0,5	1,00
2010 7 Sep	213,9	215,3	1,4	0,0	1,00
12 Oct	211,9	213,1	1,2	0,0	1,00
9 Nov	214,0	215,2	1,2	0,0	1,00
7 Dic	211,8	212,5	0,7	-0,5	1,00
2011 18 Ene ³⁾	210,5	212,4	1,9	0,0	1,00
8 Feb	212,3	213,6	1,3	0,0	1,00

3. Liquidez

Período de mantenimiento que finaliza en:	Factores de inyección de liquidez						Factores de absorción de liquidez				Cuentas corrientes de entidades de crédito	Base monetaria
	Operaciones de política monetaria del Eurosistema						Billetes en circulación	Depósitos de la Administración Central en el Eurosistema	Otros factores (neto)			
	Activos netos en oro y moneda extranjera del Eurosistema	Operaciones principales de financiación	Operaciones de financiación a plazo más largo	Facilidad marginal de crédito	Otras operaciones de inyección de liquidez ⁴⁾	Facilidad de depósito				Otras operaciones de absorción de liquidez ⁵⁾		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2009	407,6	55,8	593,4	0,7	24,6	65,7	9,9	775,2	150,1	-130,2	211,4	1.052,3
2010	511,1	179,5	336,3	1,9	130,4	44,7	70,8	815,9	94,4	-79,1	212,5	1.073,1
2010 7 Sep	543,2	153,1	435,0	0,6	121,8	83,7	66,9	816,0	86,8	-15,0	215,3	1.115,0
12 Oct	531,3	164,5	392,6	0,7	128,3	68,8	64,8	814,1	96,4	-39,8	213,1	1.096,1
9 Nov	511,3	183,0	340,0	0,8	124,5	41,9	68,8	813,5	92,1	-72,0	215,2	1.070,7
7 Dic	511,1	179,5	336,3	1,9	130,4	44,7	70,8	815,9	94,4	-79,1	212,5	1.073,1
2011 18 Ene	527,5	197,0	316,6	0,5	140,9	66,5	73,5	833,8	81,3	-84,9	212,4	1.112,7
8 Feb	549,7	185,4	318,2	0,1	137,2	39,2	81,3	822,0	101,2	-66,7	213,6	1.074,8

Fuente: BCE.

1) Fin de período.

2) Incluye las bases de reservas de las entidades de crédito de Estonia. Con carácter transitorio, las entidades de crédito radicadas en la zona del euro pueden optar por deducir de sus bases de reservas pasivos adeudados a entidades de crédito situadas en Estonia. A partir de la base de reservas existente a finales de enero de 2011, se aplicará el procedimiento habitual [véase la Decisión del BCE, de 26 de octubre de 2010, relativa a las disposiciones transitorias para la aplicación de las reservas mínimas por el BCE después de la introducción del euro en Estonia (BCE/2010/18)].

3) Debido a la adopción del euro en Estonia el 1 de enero de 2011, las exigencias de reservas son una media —ponderada por el número de días naturales— de las exigencias de reservas de los 16 países que integraban la zona del euro en el período comprendido entre 8 y el 31 de diciembre de 2010 y las exigencias de reservas de los 17 países que actualmente forman parte de la zona del euro en el período comprendido entre el 1 y el 18 de enero de 2011.

 4) Incluye la liquidez proporcionada en el marco del programa de adquisiciones de bonos garantizados (*covered bonds*) y del programa para los mercados de valores del Eurosistema.

 5) Incluye la liquidez absorbida como resultado de las operaciones de *swaps* de divisas del Eurosistema. Para más información, véase <http://www.ecb.europa.eu/mopo/liq/html/index.en.html>.



DINERO, SISTEMA BANCARIO Y FONDOS DE INVERSIÓN

2.1 Balance agregado de las IFM de la zona del euro ¹⁾

(mm de euros; saldos vivos a fin de período)

1. Activo

	Total	Préstamos y créditos a residentes en la zona del euro			Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro				Particip. emitidas por fondos del mercado monetario ²⁾	Acciones y participac. emitidas por residentes en la zona del euro	Activos frente a no residentes en la zona del euro	Activo fijo	Resto de activos ³⁾	
		Total	AAPP	Otros residentes en la zona del euro	IFM	Total	AAPP	Otros sectores residentes						IFM
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Eurosistema														
2009	2.829,9	1.475,6	19,5	0,7	1.455,4	451,7	368,3	7,5	75,9	-	16,5	556,7	8,5	321,0
2010	3.212,0	1.537,2	18,6	0,9	1.517,6	570,7	460,0	9,6	101,1	-	18,1	683,1	8,7	394,3
2010 III	3.024,2	1.459,0	18,5	0,9	1.439,6	554,1	443,3	9,6	101,2	-	16,7	645,9	8,7	339,8
2010 IV	3.212,0	1.537,2	18,6	0,9	1.517,6	570,7	460,0	9,6	101,1	-	18,1	683,1	8,7	394,3
2010 Oct	3.028,1	1.449,8	18,5	0,9	1.430,4	559,3	448,8	9,7	100,8	-	17,0	643,6	8,7	349,7
2010 Nov	3.117,8	1.467,0	18,5	0,9	1.447,5	561,8	451,0	9,7	101,2	-	16,6	689,3	8,7	374,3
2010 Dic	3.212,0	1.537,2	18,6	0,9	1.517,6	570,7	460,0	9,6	101,1	-	18,1	683,1	8,7	394,3
2011 Ene ⁴⁾	3.102,3	1.446,0	18,6	1,0	1.426,5	577,4	466,4	9,7	101,3	-	18,5	657,6	8,7	394,1
IFM, excluido el Eurosistema														
2009	31.144,9	17.702,4	1.001,7	10.783,3	5.917,5	5.060,6	1.483,2	1.497,2	2.080,2	85,1	1.235,1	4.251,7	220,7	2.589,2
2010	32.204,6	17.765,5	1.217,2	11.031,9	5.516,4	4.946,0	1.520,4	1.539,0	1.886,7	59,9	1.232,8	4.319,0	223,5	3.657,8
2010 III	32.086,2	17.897,2	1.073,9	10.982,1	5.841,2	5.083,5	1.566,2	1.548,1	1.969,2	62,6	1.244,1	4.387,7	220,0	3.191,0
2010 IV	32.204,6	17.765,5	1.217,2	11.031,9	5.516,4	4.946,0	1.520,4	1.539,0	1.886,7	59,9	1.232,8	4.319,0	223,5	3.657,8
2010 Oct	31.862,1	17.818,4	1.153,5	10.958,7	5.706,2	5.110,5	1.665,7	1.521,9	1.922,9	61,4	1.251,6	4.331,3	220,6	3.068,2
2010 Nov	31.966,9	17.847,6	1.209,1	11.068,4	5.570,1	5.100,8	1.610,4	1.554,0	1.936,4	61,5	1.251,0	4.457,3	222,4	3.026,3
2010 Dic	32.204,6	17.765,5	1.217,2	11.031,9	5.516,4	4.946,0	1.520,4	1.539,0	1.886,7	59,9	1.232,8	4.319,0	223,5	3.657,8
2011 Ene ⁴⁾	32.140,1	17.809,6	1.214,8	11.061,9	5.533,0	4.960,5	1.539,2	1.526,9	1.894,3	60,7	1.250,5	4.362,7	223,6	3.472,5

2. Pasivo

	Total	Efectivo en circulación	Depósitos de residentes en la zona del euro				Participaciones emitidas por fondos del mercado monetario ⁴⁾	Valores distintos de acciones y participaciones ⁵⁾	Capital y reservas	Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro	Resto de pasivos ³⁾
			Total	Administración Central	Otras AAPP y otros sectores residentes	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Eurosistema											
2009	2.829,9	829,3	1.192,3	102,6	22,1	1.067,6	-	0,1	320,9	140,0	347,4
2010	3.212,0	863,7	1.394,6	68,0	8,7	1.318,0	-	0,0	430,9	153,5	369,3
2010 III	3.024,2	837,0	1.293,8	89,2	10,6	1.194,0	-	0,0	403,6	131,1	358,7
2010 IV	3.212,0	863,7	1.394,6	68,0	8,7	1.318,0	-	0,0	430,9	153,5	369,3
2010 Oct	3.028,1	838,7	1.294,5	100,6	12,6	1.181,3	-	0,0	406,2	130,7	357,9
2010 Nov	3.117,8	840,5	1.331,1	98,5	16,5	1.216,2	-	0,0	436,2	139,6	370,4
2010 Dic	3.212,0	863,7	1.394,6	68,0	8,7	1.318,0	-	0,0	430,9	153,5	369,3
2011 Ene ⁴⁾	3.102,3	845,4	1.329,1	113,1	9,9	1.206,1	-	0,0	400,2	158,5	369,1
IFM, excluido el Eurosistema											
2009	31.144,9	-	16.470,9	144,1	10.044,8	6.282,0	732,6	4.908,5	1.921,2	4.097,7	3.013,9
2010	32.204,6	-	16.504,2	196,2	10.532,6	5.775,4	612,4	4.844,6	2.045,2	4.219,2	3.978,9
2010 III	32.086,2	-	16.617,5	176,2	10.344,6	6.096,7	652,1	4.900,4	2.016,4	4.308,9	3.590,9
2010 IV	32.204,6	-	16.504,2	196,2	10.532,6	5.775,4	612,4	4.844,6	2.045,2	4.219,2	3.978,9
2010 Oct	31.862,1	-	16.570,3	243,1	10.343,1	5.984,1	635,7	4.853,5	2.027,0	4.325,1	3.450,4
2010 Nov	31.966,9	-	16.542,2	262,4	10.452,9	5.826,9	648,1	4.903,0	2.018,3	4.443,9	3.411,3
2010 Dic	32.204,6	-	16.504,2	196,2	10.532,6	5.775,4	612,4	4.844,6	2.045,2	4.219,2	3.978,9
2011 Ene ⁴⁾	32.140,1	-	16.482,4	203,2	10.476,8	5.802,4	604,5	4.871,4	2.065,8	4.264,3	3.851,7

Fuente: BCE.

1) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.

2) Importes emitidos por residentes en la zona del euro. Los importes emitidos por no residentes están incluidos en «Activos frente a no residentes en la zona del euro».

3) En diciembre de 2010, se modificó la manera de registrar los derivados en un Estado miembro, lo que provocó un incremento en su posición.

4) Saldo mantenidos por residentes en la zona del euro.

5) Los saldos de valores distintos de acciones y participaciones hasta dos años en poder de no residentes están incluidos en «Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro».

2.2 Balance consolidado de las IFM de la zona del euro ¹⁾

(mm de euros; saldos vivos a fin de período; operaciones realizadas en el período)

1. Activo

	Total	Préstamos y créditos a residentes en la zona del euro			Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro			Acciones y particip. emitidas por otros residentes en la zona del euro	Activos frente a no residentes en la zona del euro	Activo fijo	Resto de activos ²⁾
		Total	AAPP	Otros residentes en la zona del euro	Total	AAPP	Otros residentes en la zona del euro				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Saldos vivos											
2009	23.861,8	11.805,0	1.021,1	10.783,9	3.356,2	1.851,5	1.504,6	812,1	4.808,4	229,2	2.850,8
2010	25.828,4	12.268,7	1.235,8	11.032,9	3.529,0	1.980,4	1.548,6	799,5	5.002,1	232,2	3.997,0
2010 III	25.183,4	12.075,4	1.092,4	10.983,0	3.567,2	2.009,4	1.557,8	797,8	5.033,6	228,7	3.480,6
2010 IV	25.828,4	12.268,7	1.235,8	11.032,9	3.529,0	1.980,4	1.548,6	799,5	5.002,1	232,2	3.997,0
2010 Oct	25.154,8	12.131,6	1.172,0	10.959,6	3.646,1	2.114,4	1.531,6	804,7	4.974,9	229,4	3.368,2
2010 Nov	25.466,3	12.296,9	1.227,6	11.069,3	3.625,1	2.061,4	1.563,7	816,3	5.146,5	231,2	3.350,3
2010 Dic	25.828,4	12.268,7	1.235,8	11.032,9	3.529,0	1.980,4	1.548,6	799,5	5.002,1	232,2	3.997,0
2011 Ene ^(p)	25.723,0	12.296,2	1.233,4	11.062,8	3.542,3	2.005,7	1.536,6	814,5	5.020,3	232,3	3.817,4
Operaciones											
2009	-644,9	15,2	29,4	-14,2	365,1	269,8	95,3	12,6	-465,4	7,8	-581,0
2010	605,0	409,3	205,6	203,7	134,6	132,5	2,2	6,9	-110,2	2,4	153,6
2010 III	206,3	51,3	1,2	50,1	40,7	4,2	36,5	10,3	5,6	-1,3	99,6
2010 IV	-377,5	194,7	138,0	56,7	-11,5	-6,1	-5,4	11,7	-112,4	3,6	-463,6
2010 Oct	-2,6	62,5	79,5	-16,9	82,2	107,6	-25,3	5,5	-38,3	0,7	-115,2
2010 Nov	150,1	146,7	54,7	91,9	-3,2	-37,7	34,5	17,1	15,6	1,8	-27,9
2010 Dic	-525,1	-14,5	3,8	-18,3	-90,5	-75,9	-14,6	-10,8	-89,8	1,1	-320,5
2011 Ene ^(p)	-56,7	20,2	-2,5	22,8	11,8	23,4	-11,6	13,5	88,3	0,1	-190,5

2. Pasivo

	Total	Efectivo en circulación	Depósitos de la Administración Central	Depósitos de otras AAPP y otros sectores residentes	Participaciones emitidas por fondos del mercado monetario ³⁾	Valores distintos de acciones y participaciones ⁴⁾	Capital y reservas	Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro	Resto de pasivos ²⁾	Discrepancias de pasivos entre IFM con respecto a los activos
Saldos vivos										
2009	23.861,8	769,9	246,7	10.066,9	647,5	2.752,5	1.802,6	4.237,7	3.361,3	-23,3
2010	25.828,4	808,6	264,1	10.541,3	552,5	2.856,9	2.024,7	4.372,7	4.348,2	59,4
2010 III	25.183,4	786,8	265,5	10.355,2	589,5	2.830,1	1.957,0	4.440,0	3.949,6	9,8
2010 IV	25.828,4	808,6	264,1	10.541,3	552,5	2.856,9	2.024,7	4.372,7	4.348,2	59,4
2010 Oct	25.154,8	789,0	343,7	10.355,7	574,3	2.829,8	1.969,3	4.455,9	3.808,3	28,8
2010 Nov	25.466,3	790,2	360,8	10.469,4	586,5	2.865,4	2.003,2	4.583,5	3.781,7	25,5
2010 Dic	25.828,4	808,6	264,1	10.541,3	552,5	2.856,9	2.024,7	4.372,7	4.348,2	59,4
2011 Ene ^(p)	25.723,0	796,3	316,3	10.486,7	543,8	2.875,8	2.011,5	4.422,8	4.220,8	49,0
Operaciones										
2009	-644,9	45,8	-4,4	289,4	-12,5	-56,4	143,2	-591,1	-505,6	46,6
2010	605,0	38,6	16,7	326,4	-96,9	38,5	112,7	-27,7	138,1	58,6
2010 III	206,3	1,2	-39,5	68,4	-15,6	19,6	20,5	30,6	119,2	1,9
2010 IV	-377,5	21,7	-1,9	151,9	-34,8	2,2	44,9	-88,0	-524,3	50,7
2010 Oct	-2,6	2,2	78,1	-0,7	-14,9	6,6	6,8	44,2	-142,1	17,4
2010 Nov	150,1	1,2	17,1	73,9	12,9	-1,6	21,3	7,2	21,2	-3,1
2010 Dic	-525,1	18,4	-97,1	78,7	-32,8	-2,8	16,8	-139,3	-403,3	36,4
2011 Ene ^(p)	-56,7	-12,6	51,7	-57,7	-8,6	29,6	-1,2	87,3	-132,3	-12,8

Fuente: BCE.

- Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.
- En diciembre de 2010, se modificó la manera de registrar los derivados en un Estado miembro, lo que provocó un incremento en su posición.
- Saldos mantenidos por residentes en la zona del euro.
- Los saldos de valores distintos de acciones y participaciones hasta dos años en poder de no residentes están incluidos en «Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro».

2.3 Estadísticas monetarias ¹⁾

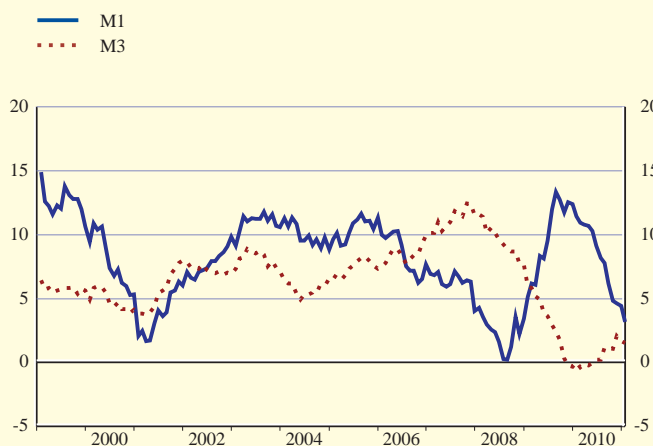
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

1. Agregados monetarios ²⁾ y contrapartidas

	M3				M3 Media móvil de 3 meses (centrada)	Pasivos financieros a más largo plazo	Crédito a las AAPP	Crédito a otros residentes en la zona del euro			Activos netos frente a no residentes en la zona del euro ³⁾	
	M2		M3-M2	Préstamos				Pro memoria: Préstamos ajustados por ventas y titulizaciones ⁴⁾				
	M1	M2-M1							9	10		11
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Saldos vivos												
2009	4.492,3	3.696,0	8.188,3	1.145,9	9.334,2	-	6.757,3	2.898,5	13.091,0	10.782,1	-	550,6
2010	4.701,4	3.684,4	8.385,8	1.138,1	9.523,9	-	7.313,5	3.242,8	13.366,9	11.028,1	-	609,0
2010 III	4.684,7	3.695,8	8.380,5	1.123,7	9.504,2	-	7.171,7	3.109,4	13.348,2	10.971,3	-	598,8
2010 IV	4.701,4	3.684,4	8.385,8	1.138,1	9.523,9	-	7.313,5	3.242,8	13.366,9	11.028,1	-	609,0
2010 Oct	4.686,7	3.714,9	8.401,5	1.083,9	9.485,5	-	7.179,0	3.285,4	13.314,4	10.967,4	-	502,3
2010 Nov	4.683,5	3.718,0	8.401,5	1.143,3	9.544,8	-	7.313,5	3.289,5	13.437,3	11.062,4	-	538,7
2010 Dic	4.701,4	3.684,4	8.385,8	1.138,1	9.523,9	-	7.313,5	3.242,8	13.366,9	11.028,1	-	609,0
2011 Ene ⁴⁾	4.693,5	3.719,6	8.413,0	1.067,8	9.480,9	-	7.332,9	3.242,2	13.430,7	11.066,5	-	580,3
Operaciones												
2009	495,6	-368,3	127,3	-157,8	-30,5	-	421,5	303,3	84,3	-20,4	19,5	125,3
2010	198,2	-18,3	179,9	-22,4	157,5	-	262,3	339,0	208,5	200,8	247,1	-82,8
2010 III	35,3	66,7	102,0	-11,8	90,2	-	109,9	36,8	144,5	65,7	89,8	-25,7
2010 IV	16,4	-13,8	2,5	11,6	14,2	-	67,7	151,2	39,4	63,6	90,6	-49,9
2010 Oct	3,6	19,9	23,5	-43,4	-20,0	-	8,8	178,5	-27,9	2,5	13,7	-104,3
2010 Nov	-8,4	-2,6	-11,0	59,5	48,4	-	56,3	18,6	113,2	77,3	89,7	0,8
2010 Dic	21,2	-31,1	-9,9	-4,4	-14,3	-	2,6	-45,9	-45,8	-16,2	-12,7	53,6
2011 Ene ⁴⁾	-10,6	33,3	22,7	-70,6	-47,8	-	43,5	-2,6	55,5	31,2	20,9	4,1
Tasas de crecimiento												
2009	12,4	-9,1	1,6	-11,6	-0,3	-0,2	6,7	11,7	0,6	-0,2	0,2	125,3
2010	4,4	-0,5	2,2	-2,0	1,7	1,7	3,8	11,6	1,6	1,9	2,3	-82,8
2010 III	6,2	-2,8	2,0	-5,0	1,1	1,1	3,6	7,1	1,1	1,2	1,4	-6,2
2010 IV	4,4	-0,5	2,2	-2,0	1,7	1,7	3,8	11,6	1,6	1,9	2,3	-82,8
2010 Oct	4,8	-1,2	2,1	-6,0	1,1	1,4	3,7	12,2	1,2	1,4	1,7	-98,8
2010 Nov	4,6	-0,5	2,3	0,3	2,1	1,6	4,0	13,0	1,9	2,0	2,3	-84,3
2010 Dic	4,4	-0,5	2,2	-2,0	1,7	1,7	3,8	11,6	1,6	1,9	2,3	-82,8
2011 Ene ⁴⁾	3,2	1,1	2,3	-4,2	1,5	.	3,6	11,6	2,0	2,4	2,7	-87,7

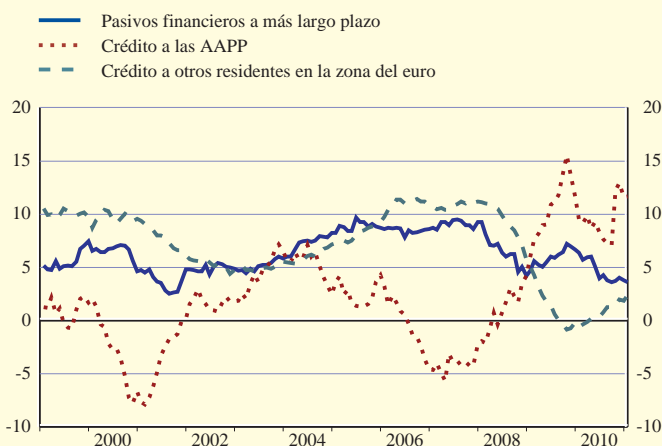
G1 Agregados monetarios ¹⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



G2 Contrapartidas ¹⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

- Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales. Las tasas de crecimiento intermensual y otras tasas de crecimiento a más corto plazo de algunas variables pueden consultarse en <http://www.ecb.europa.eu/stats/money/aggregates/aggr/html/index.en.html>.
- Pasivos monetarios de las IFM y de la Administración Central (Correos, Tesoro, etc.) frente a los sectores residentes distintos de IFM, excluida la Administración Central. Véase el Glosario para la definición de M1, M2 y M3.
- En la sección «Tasas de crecimiento», los valores son la suma de las operaciones correspondientes a los 12 meses que finalizan en el período indicado.
- Ajuste por préstamos dados de baja del balance de las IFM por ventas o titulizaciones.

2.3 Estadísticas monetarias ¹⁾

(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

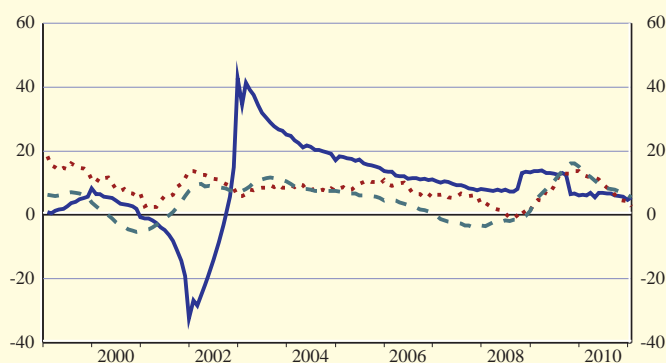
2. Componentes de los agregados monetarios y de los pasivos financieros a más largo plazo

	Efectivo en circulación	Depósitos a la vista	Depósitos a plazo hasta 2 años	Depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses	Cesiones temporales	Particip. en fondos del mercado monetario	Valores distintos de acciones hasta 2 años	Valores distintos de acciones a más de 2 años	Depósitos disponibles con preaviso superior a 3 meses	Depósitos a plazo a más de 2 años	Capital y reservas
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Saldos vivos											
2009	755,1	3.737,2	1.890,6	1.805,4	340,2	673,8	131,9	2.633,0	131,9	2.203,0	1.789,4
2010	790,0	3.911,4	1.775,0	1.909,4	442,5	574,9	120,7	2.750,4	117,8	2.436,0	2.009,3
2010 III	791,2	3.893,5	1.804,5	1.891,3	401,3	594,6	127,8	2.701,0	122,5	2.396,2	1.952,0
2010 IV	790,0	3.911,4	1.775,0	1.909,4	442,5	574,9	120,7	2.750,4	117,8	2.436,0	2.009,3
2010 Oct	790,4	3.896,2	1.811,2	1.903,7	382,8	579,5	121,6	2.705,4	119,8	2.387,2	1.966,7
2010 Nov	796,0	3.887,4	1.803,2	1.914,8	432,9	591,1	119,4	2.752,0	118,6	2.441,6	2.001,3
2010 Dic	790,0	3.911,4	1.775,0	1.909,4	442,5	574,9	120,7	2.750,4	117,8	2.436,0	2.009,3
2011 Ene ^(p)	802,6	3.890,9	1.806,1	1.913,5	393,1	549,3	125,4	2.766,4	118,3	2.443,5	2.004,9
Operaciones											
2009	43,4	452,2	-605,6	237,4	-10,1	-13,3	-134,3	77,9	8,9	193,4	141,3
2010	34,8	163,4	-130,1	111,7	97,0	-101,0	-18,4	57,9	-7,4	101,7	110,1
2010 III	6,2	29,1	20,0	46,7	-0,2	-11,0	-0,6	33,1	-2,3	64,5	14,5
2010 IV	-1,3	17,6	-32,1	18,3	36,9	-17,4	-7,9	25,5	-3,6	11,1	34,6
2010 Oct	-0,9	4,5	7,5	12,4	-22,6	-14,8	-6,0	11,0	-1,6	-9,8	9,2
2010 Nov	5,6	-14,1	-13,6	11,0	49,7	12,3	-2,6	9,7	-1,2	25,7	22,0
2010 Dic	-6,1	27,2	-26,0	-5,1	9,7	-14,9	0,7	4,8	-0,8	-4,8	3,4
2011 Ene ^(p)	12,4	-22,9	30,0	3,3	-49,3	-25,6	4,3	27,1	0,4	8,6	7,4
Tasas de crecimiento											
2009	6,1	13,8	-24,3	15,1	-2,8	-1,9	-50,2	3,0	7,2	9,7	8,7
2010	4,6	4,4	-6,9	6,2	28,2	-14,9	-13,7	2,2	-5,8	4,5	6,0
2010 III	6,0	6,2	-12,1	7,9	22,0	-15,1	-16,4	1,4	-3,8	4,2	6,8
2010 IV	4,6	4,4	-6,9	6,2	28,2	-14,9	-13,7	2,2	-5,8	4,5	6,0
2010 Oct	5,8	4,7	-8,9	7,3	22,5	-16,8	-14,7	1,9	-5,9	3,8	7,0
2010 Nov	5,6	4,4	-7,6	7,3	36,2	-13,1	-14,3	1,8	-6,2	4,6	7,2
2010 Dic	4,6	4,4	-6,9	6,2	28,2	-14,9	-13,7	2,2	-5,8	4,5	6,0
2011 Ene ^(p)	5,5	2,7	-3,2	5,6	25,6	-16,8	-10,8	1,9	-5,4	3,8	6,4

G3 Componentes de los agregados monetarios ¹⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)

- Efectivo en circulación
- Depósitos a la vista
- - - Depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses



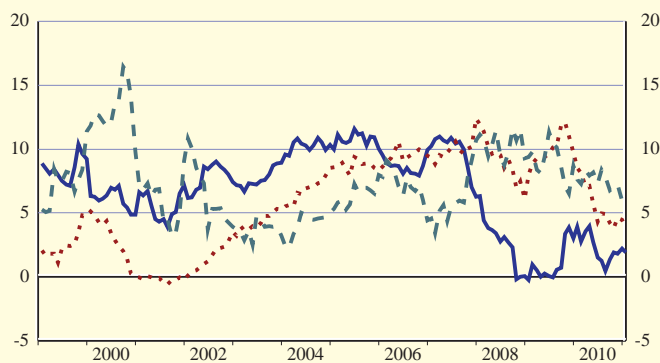
Fuente: BCE.

1) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.

G4 Componentes de los pasivos financieros a más largo plazo ¹⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)

- Valores distintos de acciones a más de 2 años
- Depósitos a plazo a más de 2 años
- - - Capital y reservas



2.4 Detalle de los préstamos concedidos por las IFM ^{1), 2)}

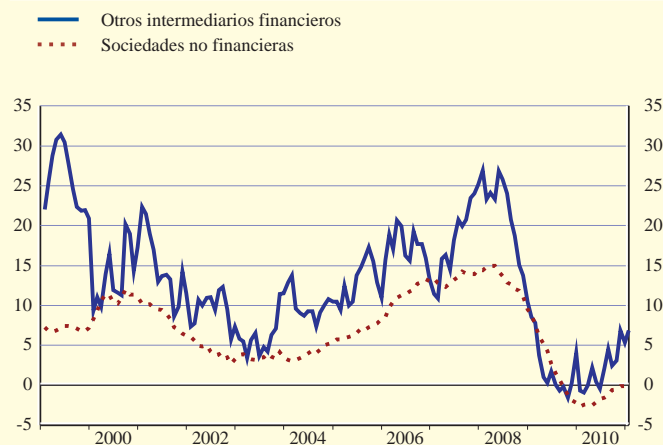
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

1. Préstamos a intermediarios financieros, sociedades no financieras y hogares

	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Otros intermediarios financieros ³⁾	Sociedades no financieras			Hogares ⁴⁾				
	Total	Total	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Crédito al consumo	Préstamos para adquisición de vivienda	Otras finalidades
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2009	90,0	1.058,5	4.684,9	1.185,4	936,8	2.562,7	4.948,7	631,4	3.543,3	774,1
2010	96,4	1.111,8	4.664,2	1.125,6	900,9	2.637,7	5.155,6	639,8	3.697,9	817,9
2010 III	92,5	1.072,9	4.699,5	1.135,5	924,5	2.639,5	5.106,3	640,5	3.653,6	812,2
2010 IV	96,4	1.111,8	4.664,2	1.125,6	900,9	2.637,7	5.155,6	639,8	3.697,9	817,9
2010 Oct	93,1	1.066,4	4.685,0	1.130,6	916,8	2.637,6	5.122,9	639,1	3.670,8	813,0
2010 Nov	97,7	1.125,9	4.698,2	1.136,1	910,5	2.651,6	5.140,7	642,8	3.678,7	819,2
2010 Dic	96,4	1.111,8	4.664,2	1.125,6	900,9	2.637,7	5.155,6	639,8	3.697,9	817,9
2011 Ene ^(p)	92,0	1.099,3	4.692,3	1.147,7	897,2	2.647,3	5.183,0	638,0	3.721,2	823,8
Operaciones										
2009	-13,6	35,9	-107,5	-181,2	-19,0	92,8	64,7	-1,2	51,3	14,6
2010	7,5	55,1	-8,4	-42,6	-22,1	56,2	146,7	-6,1	132,5	20,3
2010 III	6,5	20,2	18,0	5,0	2,4	10,6	21,0	-2,5	21,6	1,9
2010 IV	4,1	36,6	-26,6	-8,6	-18,5	0,5	49,5	-0,4	42,7	7,1
2010 Oct	0,6	-3,3	-8,8	-3,1	-6,1	0,3	14,1	-0,9	13,9	1,1
2010 Nov	4,5	53,0	7,6	3,9	-4,6	8,2	12,2	3,2	3,0	6,0
2010 Dic	-1,0	-13,1	-25,4	-9,4	-7,9	-8,1	23,2	-2,6	25,9	0,0
2011 Ene ^(p)	-4,4	-11,5	24,2	21,0	-4,7	7,9	23,0	-0,9	19,5	4,4
Tasas de crecimiento										
2009	-13,0	3,6	-2,2	-13,1	-2,0	3,7	1,3	-0,2	1,5	1,9
2010	8,4	5,1	-0,2	-3,6	-2,4	2,2	2,9	-1,0	3,7	2,6
2010 III	0,0	2,6	-0,6	-6,5	-2,0	2,7	2,7	-0,9	3,4	2,6
2010 IV	8,4	5,1	-0,2	-3,6	-2,4	2,2	2,9	-1,0	3,7	2,6
2010 Oct	5,2	3,2	-0,5	-5,5	-2,1	2,4	2,8	-0,8	3,6	2,5
2010 Nov	14,2	6,9	-0,2	-4,3	-1,9	2,4	2,8	-0,4	3,4	2,3
2010 Dic	8,4	5,1	-0,2	-3,6	-2,4	2,2	2,9	-1,0	3,7	2,6
2011 Ene ^(p)	6,5	7,0	0,4	-1,8	-2,2	2,4	3,1	-0,8	3,9	2,8

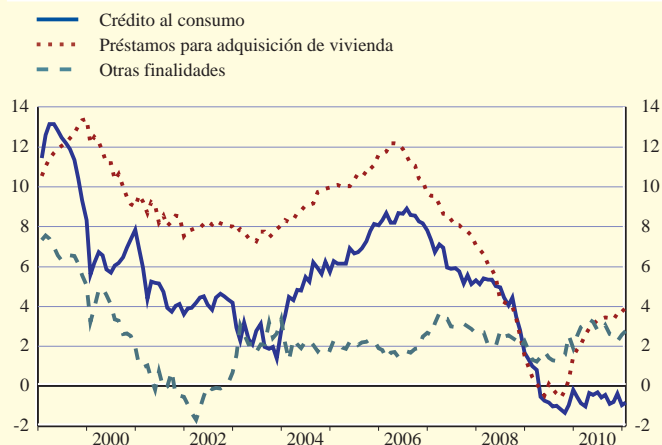
G5 Préstamos a otros intermediarios financieros y sociedades no financieras ²⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos sin desestacionalizar)



G6 Préstamos a hogares ²⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos sin desestacionalizar)



Fuente: BCE.

1) Sector IFM, excluido el Eurosistema; la clasificación por sectores se basa en el SEC 95.

2) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.

3) Incluye los fondos de inversión.

4) Incluye las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.

2.4 Detalle de los préstamos concedidos por las IFM ^{1), 2)}

(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos sin desestacionalizar; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

2. Préstamos a intermediarios financieros y sociedades no financieras

	Empresas de seguros y fondos de pensiones				Otros intermediarios financieros ³⁾				Sociedades no financieras			
	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Saldos vivos												
2010	86,0	66,6	5,2	14,3	1.107,3	589,0	206,2	312,0	4.671,0	1.121,5	901,4	2.648,1
2010 III	93,6	73,4	5,8	14,4	1.086,0	585,9	201,1	299,0	4.689,4	1.132,9	922,3	2.634,2
IV	86,0	66,6	5,2	14,3	1.107,3	589,0	206,2	312,0	4.671,0	1.121,5	901,4	2.648,1
2010 Nov	96,9	76,4	5,9	14,5	1.126,4	616,0	202,1	308,3	4.696,9	1.137,3	909,2	2.650,4
Dic	86,0	66,6	5,2	14,3	1.107,3	589,0	206,2	312,0	4.671,0	1.121,5	901,4	2.648,1
2011 Ene ^(p)	90,5	71,1	5,1	14,3	1.092,4	582,6	199,0	310,8	4.698,5	1.148,3	897,0	2.653,2
Operaciones												
2010	6,8	10,1	-1,8	-1,5	57,4	18,9	8,3	30,1	-7,9	-42,6	-22,0	56,6
2010 III	3,4	4,6	0,2	-1,4	22,7	5,6	3,3	13,8	-0,4	-9,7	0,3	9,0
IV	-7,4	-6,9	-0,6	0,1	19,0	2,4	5,4	11,2	-9,7	-10,0	-15,9	16,2
2010 Nov	2,4	2,8	0,1	-0,5	59,0	52,6	1,7	4,7	16,3	10,6	-5,0	10,7
Dic	-10,5	-9,9	-0,6	0,0	-18,2	-26,2	4,3	3,7	-17,4	-14,7	-6,2	3,5
2011 Ene ^(p)	4,5	4,5	-0,1	0,0	-13,8	-5,3	-7,7	-0,8	23,7	25,6	-5,4	3,4
Tasas de crecimiento												
2010	8,4	17,5	-25,2	-9,4	5,3	3,1	4,0	10,5	-0,2	-3,6	-2,4	2,2
2010 III	0,3	3,9	-25,2	-3,5	2,5	1,6	-1,7	6,9	-0,6	-6,4	-2,0	2,7
IV	8,4	17,5	-25,2	-9,4	5,3	3,1	4,0	10,5	-0,2	-3,6	-2,4	2,2
2010 Nov	13,6	22,7	-24,5	-4,5	6,9	7,5	1,4	9,1	-0,1	-4,4	-1,9	2,5
Dic	8,4	17,5	-25,2	-9,4	5,3	3,1	4,0	10,5	-0,2	-3,6	-2,4	2,2
2011 Ene ^(p)	6,5	15,5	-29,1	-11,6	6,9	6,9	2,1	9,5	0,5	-1,8	-2,2	2,4

3. Préstamos a hogares ⁴⁾

	Total	Crédito al consumo				Préstamos para adquisición de vivienda				Otras finalidades			
		Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Saldos vivos													
2010	5.167,6	641,9	147,1	186,5	308,3	3.706,8	14,7	54,9	3.637,2	818,9	146,2	85,7	587,0
2010 III	5.113,1	642,5	144,3	188,3	309,9	3.657,7	14,7	58,8	3.584,3	812,9	145,0	87,0	580,9
IV	5.167,6	641,9	147,1	186,5	308,3	3.706,8	14,7	54,9	3.637,2	818,9	146,2	85,7	587,0
2010 Nov	5.148,1	643,0	145,0	187,9	310,1	3.682,9	14,7	57,6	3.610,5	822,3	149,9	85,8	586,7
Dic	5.167,6	641,9	147,1	186,5	308,3	3.706,8	14,7	54,9	3.637,2	818,9	146,2	85,7	587,0
2011 Ene ^(p)	5.180,4	634,7	143,5	184,8	306,5	3.722,7	14,4	54,8	3.653,6	823,0	147,0	85,2	590,7
Operaciones													
2010	147,1	-6,2	-3,3	-8,8	5,9	133,1	-0,6	-3,7	137,4	20,2	-8,7	-4,4	33,3
2010 III	24,4	-3,9	-3,3	-3,4	2,8	30,8	0,2	2,4	28,1	-2,5	-5,0	-0,4	2,9
IV	54,8	-0,2	3,2	-2,5	-0,9	47,6	0,1	-2,1	49,6	7,4	1,0	-1,0	7,5
2010 Nov	14,3	0,8	1,1	-0,5	0,3	3,3	0,1	0,3	2,9	10,1	7,4	0,0	2,7
Dic	27,9	-0,7	2,1	-1,6	-1,2	30,7	0,1	-2,6	33,2	-2,2	-3,7	-0,3	1,9
2011 Ene ^(p)	8,4	-6,2	-3,0	-1,8	-1,4	12,1	-0,4	-0,2	12,6	2,5	-0,1	-0,6	3,2
Tasas de crecimiento													
2010	2,9	-1,0	-2,4	-4,5	2,0	3,7	-4,2	-6,2	3,9	2,6	-5,8	-5,0	6,1
2010 III	2,7	-0,9	-2,4	-3,7	1,7	3,4	-7,1	-5,1	3,6	2,6	-7,7	-2,9	6,4
IV	2,9	-1,0	-2,4	-4,5	2,0	3,7	-4,2	-6,2	3,9	2,6	-5,8	-5,0	6,1
2010 Nov	2,8	-0,4	-0,8	-4,0	2,2	3,4	-6,1	-4,0	3,6	2,3	-6,3	-3,6	5,6
Dic	2,9	-1,0	-2,4	-4,5	2,0	3,7	-4,2	-6,2	3,9	2,6	-5,8	-5,0	6,1
2011 Ene ^(p)	3,1	-0,8	-3,3	-4,0	2,3	3,9	-6,2	-6,6	4,2	2,8	-5,9	-4,8	6,4

Fuente: BCE.

- Sector IFM, excluido el Eurosistema; la clasificación por sectores se basa en el SEC 95.
- Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.
- Incluye los fondos de inversión.
- Incluye las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.

2.4 Detalle de los préstamos concedidos por las IFM ^{1), 2)}

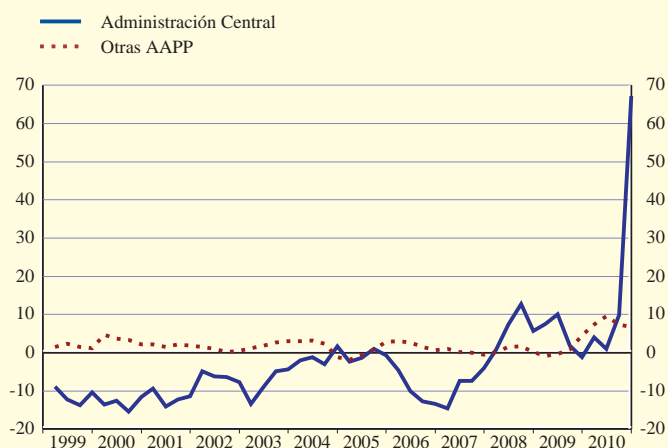
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos sin desestacionalizar; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

4. Préstamos a las AAPP y a no residentes en la zona del euro

	AAPP					No residentes en la zona del euro				
	Total	Administración Central	Otras AAPP			Total	Bancos ³⁾	No bancos		
			Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social			Total	AAPP	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2008	973,3	232,0	209,8	509,3	22,2	3.242,4	2.278,8	963,6	57,5	906,1
2009	1.001,7	229,3	209,8	528,8	33,8	2.821,7	1.914,9	906,8	46,1	860,7
2010 I	1.032,5	242,3	209,0	538,9	42,2	2.949,9	1.985,1	964,8	46,8	918,0
II	1.073,0	255,2	225,0	547,9	44,8	3.076,0	2.074,4	1.001,6	50,9	950,7
III	1.073,9	262,1	223,2	544,1	44,5	2.951,7	1.995,7	956,0	51,8	904,2
IV ^(p)	1.217,2	393,2	225,2	552,9	45,8	2.961,5	2.009,3	952,2	49,5	902,7
Operaciones										
2008	13,7	12,5	-8,1	16,5	-7,2	-59,8	-86,0	26,1	0,3	25,8
2009	30,5	-2,7	0,1	21,6	11,5	-384,7	-345,5	-38,9	-1,5	-37,5
2010 I	30,4	12,6	-0,8	10,1	8,5	53,9	24,1	29,6	-0,6	30,2
II	36,7	9,2	15,9	9,0	2,6	-20,5	1,3	-22,7	-0,7	-22,0
III	1,5	7,7	-1,9	-3,8	-0,3	-11,0	-13,1	2,1	3,8	-1,7
IV ^(p)	137,9	126,2	2,0	8,8	1,3	-19,2	-3,7	-15,5	-2,0	-13,5
Tasas de crecimiento										
2008	1,4	5,7	-3,7	3,3	-24,4	-1,5	-3,6	2,8	0,5	3,0
2009	3,1	-1,2	0,1	4,2	51,9	-11,7	-15,1	-4,1	-3,0	-4,2
2010 I	6,6	4,0	1,8	5,8	101,2	-3,2	-5,4	1,7	-4,7	2,1
II	7,4	1,0	9,1	7,0	56,8	-1,3	-1,6	-1,4	-4,3	-1,2
III	8,0	9,9	6,5	5,4	45,1	0,9	1,3	-0,6	1,5	-0,8
IV ^(p)	20,6	67,1	7,3	4,6	35,7	0,5	0,5	-0,6	0,4	-0,7

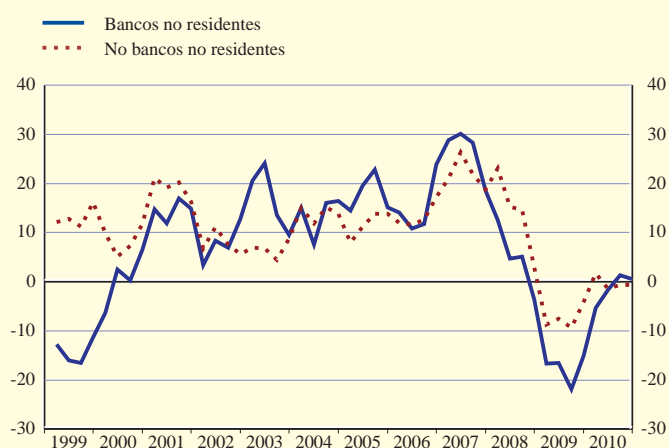
G7 Préstamos a las AAPP ²⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos sin desestacionalizar)



G8 Préstamos a no residentes en la zona del euro ²⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos sin desestacionalizar)



Fuente: BCE.

1) Sector IFM, excluido el Eurosistema; la clasificación por sectores se basa en el SEC 95.

2) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.

3) En este cuadro, el término «bancos» se emplea para designar a entidades similares a IFM residentes fuera de la zona del euro.

2.5 Detalle de los depósitos mantenidos en las IFM ^{1), 2)}

(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

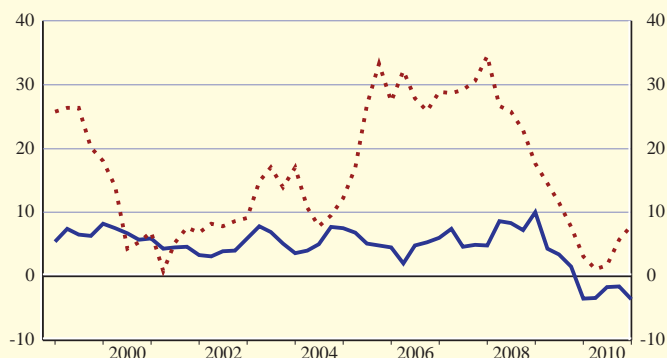
1. Depósitos de los intermediarios financieros

	Empresas de seguros y fondos de pensiones							Otros intermediarios financieros ³⁾						
	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales
			Hasta 2 años	A más de 2 años	Hasta 3 meses	A más de 3 meses				Hasta 2 años	A más de 2 años	Hasta 3 meses	A más de 3 meses	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Saldos vivos														
2009	738,5	84,1	86,9	543,7	2,2	1,4	20,2	1.872,5	313,1	335,1	957,5	15,9	0,0	250,9
2010	716,8	84,9	79,0	528,3	2,4	0,3	21,9	2.171,1	359,9	305,3	1.137,1	8,7	0,5	359,5
2010 III	734,4	89,5	89,3	532,7	2,6	0,3	20,1	2.111,6	379,6	300,7	1.077,9	9,1	0,7	343,6
2010 IV	716,8	84,9	79,0	528,3	2,4	0,3	21,9	2.171,1	359,9	305,3	1.137,1	8,7	0,5	359,5
2010 Oct	729,0	89,4	85,6	529,7	2,5	0,3	21,4	2.088,0	372,4	317,8	1.070,1	9,2	0,6	317,8
2010 Nov	719,4	89,5	79,5	527,6	2,5	0,3	20,0	2.206,5	384,7	316,3	1.129,0	8,7	0,5	367,3
2010 Dic	716,8	84,9	79,0	528,3	2,4	0,3	21,9	2.171,1	359,9	305,3	1.137,1	8,7	0,5	359,5
2011 Ene ⁴⁾	730,8	97,6	80,0	527,9	2,6	0,2	22,5	2.136,1	381,8	293,3	1.125,8	8,9	0,5	325,8
Operaciones														
2009	-26,8	-1,0	-30,4	6,3	1,1	-0,1	-2,7	56,8	6,8	-93,6	85,8	3,7	0,0	54,0
2010	-26,5	-3,2	-8,6	-23,2	0,2	6,6	1,6	153,0	43,3	-38,7	52,4	-7,8	0,4	103,4
2010 III	-5,6	-5,8	5,0	-6,7	0,3	3,3	-1,7	57,4	12,7	10,5	29,9	-0,4	0,5	4,3
2010 IV	-18,0	-4,7	-10,3	-5,7	-0,2	1,1	1,8	24,2	-19,7	2,4	30,3	-0,3	-0,3	11,7
2010 Oct	-5,4	0,0	-3,5	-4,3	-0,1	1,1	1,4	-25,7	-6,2	17,5	-7,2	0,2	-0,1	-29,9
2010 Nov	-10,2	-0,2	-6,3	-2,2	0,0	0,0	-1,5	84,8	9,9	-3,2	29,6	-0,6	-0,1	49,3
2010 Dic	-2,3	-4,5	-0,4	0,8	-0,1	0,0	1,9	-34,9	-23,4	-11,8	7,9	0,1	-0,1	-7,6
2011 Ene ⁴⁾	13,7	12,7	0,6	-0,4	0,1	0,0	0,6	-30,7	22,7	-9,6	-10,2	0,1	0,0	-33,6
Tasas de crecimiento														
2009	-3,5	-1,1	-26,4	1,2	96,8	-	-11,8	3,1	2,0	-22,0	10,0	30,0	-	27,4
2010	-3,6	-3,2	-9,8	-4,2	10,1	-	7,8	7,9	13,8	-11,4	4,8	-48,1	-	40,8
2010 III	-1,6	2,8	2,9	-4,4	36,0	-	6,1	5,7	19,3	-13,3	0,9	-40,9	-	35,1
2010 IV	-3,6	-3,2	-9,8	-4,2	10,1	-	7,8	7,9	13,8	-11,4	4,8	-48,1	-	40,8
2010 Oct	-2,7	-3,9	-1,2	-4,7	26,3	-	16,9	5,6	15,7	-8,9	1,3	-45,1	-	33,5
2010 Nov	-3,0	0,6	-2,9	-4,7	23,7	-	-7,5	9,5	16,2	-8,6	4,1	-49,6	-	51,7
2010 Dic	-3,6	-3,2	-9,8	-4,2	10,1	-	7,8	7,9	13,8	-11,4	4,8	-48,1	-	40,8
2011 Ene ⁴⁾	-2,4	-0,2	-4,7	-3,8	7,1	-	0,7	6,4	11,1	-10,8	3,8	-51,0	-	37,1

G9 Depósitos totales por sector ²⁾

(tasas de crecimiento interanual)

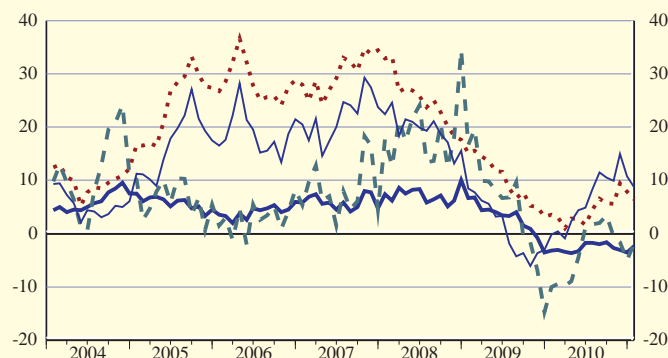
- Empresas de seguros y fondos de pensiones (total)
- Otros intermediarios financieros (total)



G10 Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector ²⁾

(tasas de crecimiento interanual)

- Empresas de seguros y fondos de pensiones (total)
- Otros intermediarios financieros (total)
- - - - - Empresas de seguros y fondos de pensiones (incluidos en M3) ⁴⁾
- Otros intermediarios financieros (incluidos en M3) ⁵⁾



Fuente: BCE.

1) Sector IFM, excluido el Eurosistema; la clasificación por sectores se basa en el SEC 95.

2) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.

3) Incluye los fondos de inversión.

4) Comprende los depósitos de las columnas 2, 3, 5 y 7.

5) Comprende los depósitos de las columnas 9, 10, 12 y 14.

2.5 Detalle de los depósitos mantenidos en las IFM ^{1),2)}

(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

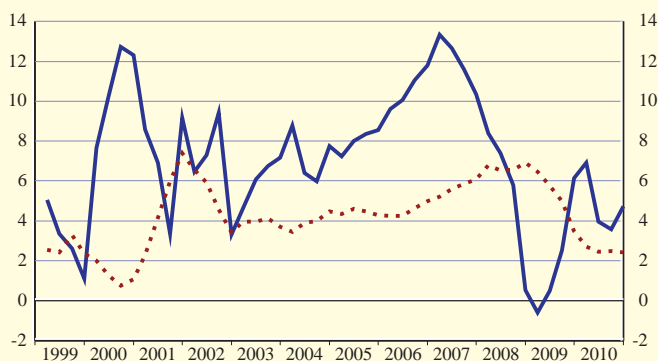
2. Depósitos de las sociedades no financieras y de los hogares

	Sociedades no financieras							Hogares ³⁾						
	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales
			Hasta 2 años	A más de 2 años	Hasta 3 meses	A más de 3 meses				Hasta 2 años	A más de 2 años	Hasta 3 meses	A más de 3 meses	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Saldos vivos														
2009	1.603,1	1.001,1	434,5	80,7	68,7	1,7	16,3	5.601,8	2.157,0	996,5	607,1	1.680,2	123,7	37,3
2010	1.671,9	1.038,2	457,4	87,2	73,3	1,5	14,2	5.741,2	2.244,3	903,4	666,5	1.786,9	110,3	29,8
2010 III	1.602,6	992,5	434,8	86,9	74,6	2,1	11,8	5.650,8	2.202,3	897,7	652,3	1.756,3	110,8	31,4
IV	1.671,9	1.038,2	457,4	87,2	73,3	1,5	14,2	5.741,2	2.244,3	903,4	666,5	1.786,9	110,3	29,8
2010 Oct	1.614,7	990,5	449,8	86,9	74,1	2,0	11,3	5.672,5	2.218,0	898,5	655,3	1.760,4	109,5	30,9
Nov	1.627,2	998,6	449,2	86,9	76,6	2,0	14,0	5.659,1	2.201,9	898,3	656,2	1.762,8	110,1	29,9
Dic	1.671,9	1.038,2	457,4	87,2	73,3	1,5	14,2	5.741,2	2.244,3	903,4	666,5	1.786,9	110,3	29,8
2011 Ene ⁴⁾	1.616,5	989,1	449,0	89,4	76,5	1,5	11,0	5.756,4	2.234,1	905,6	672,7	1.803,9	110,0	30,1
Operaciones														
2009	93,0	114,3	-70,1	15,1	40,8	0,4	-7,4	187,8	320,6	-371,5	85,9	190,5	8,6	-46,3
2010	75,5	38,9	22,1	8,9	7,9	-0,2	-2,1	135,0	82,1	-97,1	60,2	111,9	-14,6	-7,5
2010 III	29,9	-4,5	27,2	5,0	2,9	0,0	-0,7	-3,3	-23,2	-6,9	8,3	23,6	-6,0	0,9
IV	71,8	46,0	22,8	2,4	-1,2	-0,6	2,4	89,6	41,8	5,2	13,9	30,8	-0,5	-1,6
2010 Oct	12,7	-1,5	15,1	0,0	-0,5	0,0	-0,5	22,1	15,9	0,9	3,0	4,2	-1,3	-0,6
Nov	9,1	6,4	-3,2	0,8	2,5	-0,1	2,7	-15,4	-17,0	-1,1	0,8	2,2	0,6	-0,9
Dic	50,0	41,0	10,9	1,5	-3,2	-0,5	0,2	82,9	42,9	5,4	10,1	24,5	0,2	-0,1
2011 Ene ⁴⁾	-57,6	-50,7	-8,9	2,2	3,0	0,0	-3,2	12,1	-11,8	1,2	6,1	16,5	-0,3	0,3
Tasas de crecimiento														
2009	6,2	12,9	-13,9	23,1	146,6	28,3	-31,2	3,5	17,5	-27,1	16,5	12,8	7,5	-55,4
2010	4,7	3,9	5,0	11,1	11,6	-10,5	-12,8	2,4	3,8	-9,7	9,9	6,7	-11,7	-20,2
2010 III	3,6	4,5	-2,4	11,9	33,6	38,8	-32,3	2,5	7,0	-18,2	16,3	7,6	-9,6	-27,2
IV	4,7	3,9	5,0	11,1	11,6	-10,5	-12,8	2,4	3,8	-9,7	9,9	6,7	-11,7	-20,2
2010 Oct	3,7	3,0	1,4	11,1	28,9	35,2	-25,3	2,7	6,1	-14,6	14,2	7,1	-12,5	-22,6
Nov	4,0	2,8	2,2	10,6	30,9	27,5	-5,8	2,4	4,5	-12,3	12,2	7,1	-12,6	-22,2
Dic	4,7	3,9	5,0	11,1	11,6	-10,5	-12,8	2,4	3,8	-9,7	9,9	6,7	-11,7	-20,2
2011 Ene ⁴⁾	4,9	2,7	7,2	12,6	16,1	-13,8	-16,2	2,3	2,4	-6,3	9,2	5,9	-10,9	-18,7

G11 Depósitos totales por sector ²⁾

(tasas de crecimiento interanual)

- Sociedades no financieras (total)
- Hogares (total)



Fuente: BCE.

1) Sector IFM, excluido el Eurosistema; la clasificación por sectores se basa en el SEC 95.

2) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.

3) Incluye las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.

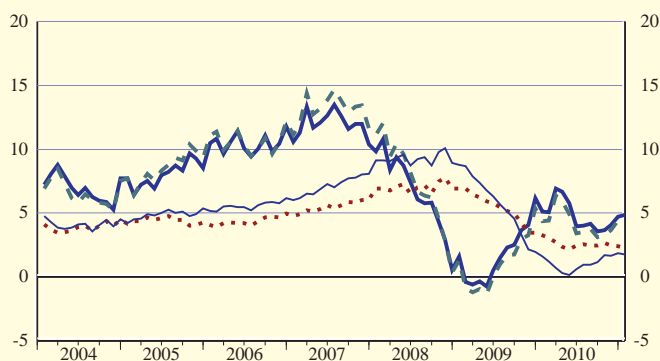
4) Comprende los depósitos de las columnas 2, 3, 5 y 7.

5) Comprende los depósitos de las columnas 9, 10, 12 y 14.

G12 Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector ²⁾

(tasas de crecimiento interanual)

- Sociedades no financieras (total)
- Hogares (total)
- - - Sociedades no financieras (incluidos en M3)⁴⁾
- Hogares (incluidos en M3)⁵⁾



2.5 Detalle de los depósitos mantenidos en las IFM ^{1), 2)}

(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

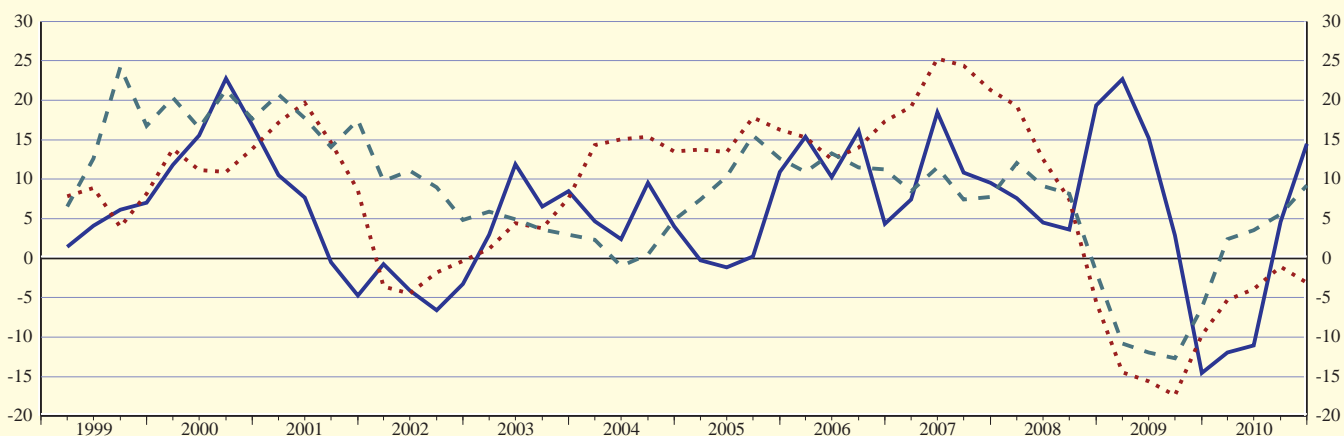
3. Depósitos de las AAPP y de no residentes en la zona del euro

	AAPP					No residentes en la zona del euro				
	Total	Administración Central	Otras AAPP			Total	Bancos ³⁾	No bancos		
			Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social			Total	AAPP	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2008	444,7	190,8	52,1	116,1	85,8	3.713,3	2.816,2	897,1	65,6	831,5
2009	373,0	144,1	43,4	114,3	71,2	3.368,7	2.532,7	836,0	56,7	779,3
2010 I	397,6	166,2	50,4	108,4	72,6	3.543,7	2.639,0	904,7	66,8	837,9
II	412,6	167,6	54,5	113,7	76,8	3.700,4	2.693,4	1.007,0	46,7	960,4
III	421,4	176,2	58,7	111,9	74,5	3.580,5	2.597,1	983,4	47,8	935,5
IV ^(p)	427,7	196,2	47,7	109,8	74,1	3.487,6	2.490,7	996,9	45,9	951,0
Operaciones										
2008	72,7	63,4	-6,5	8,7	7,1	-183,3	-165,8	-17,5	-36,8	19,3
2009	-64,7	-38,1	-8,7	-2,5	-15,0	-331,2	-275,4	-55,8	-4,5	-51,3
2010 ^(p)	54,0	51,3	4,3	-4,8	2,9	-0,2	-80,3	79,3	7,4	71,8
2010 I	24,6	22,1	7,0	-5,9	1,0	95,3	49,6	45,7	9,1	36,6
II	14,6	1,3	4,1	5,1	4,2	-9,5	-26,3	16,8	-2,3	19,1
III	9,3	8,5	4,3	-1,7	-1,8	17,3	5,5	11,5	3,2	8,3
IV ^(p)	5,5	19,3	-11,0	-2,2	-0,5	-103,3	-109,2	5,3	-2,5	7,8
Tasas de crecimiento										
2008	19,4	49,9	-11,0	8,1	8,8	-4,4	-5,6	-1,7	-25,6	2,7
2009	-14,6	-19,9	-16,7	-2,1	-17,4	-8,8	-9,8	-6,2	-7,0	-6,2
2010 I	-12,0	-17,2	-0,1	-5,4	-13,2	-3,5	-5,3	2,4	12,0	1,7
II	-11,0	-20,6	11,6	-4,7	-6,0	-2,0	-4,0	3,6	6,9	3,3
III	4,6	12,3	15,0	-9,2	4,2	0,7	-1,1	5,6	14,5	5,1
IV ^(p)	14,5	35,6	9,8	-4,2	4,1	0,3	-3,1	9,2	13,4	8,9

G13 Depósitos de las AAPP y de no residentes en la zona del euro ²⁾

(tasas de crecimiento interanual)

— AAPP
- - - Bancos no residentes
- - - No bancos no residentes



Fuente: BCE.

1) Sector IFM, excluido el Eurosistema; la clasificación por sectores se basa en el SEC 95.

2) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.

3) En este cuadro, el término «bancos» se emplea para designar a entidades similares a IFM residentes fuera de la zona del euro.

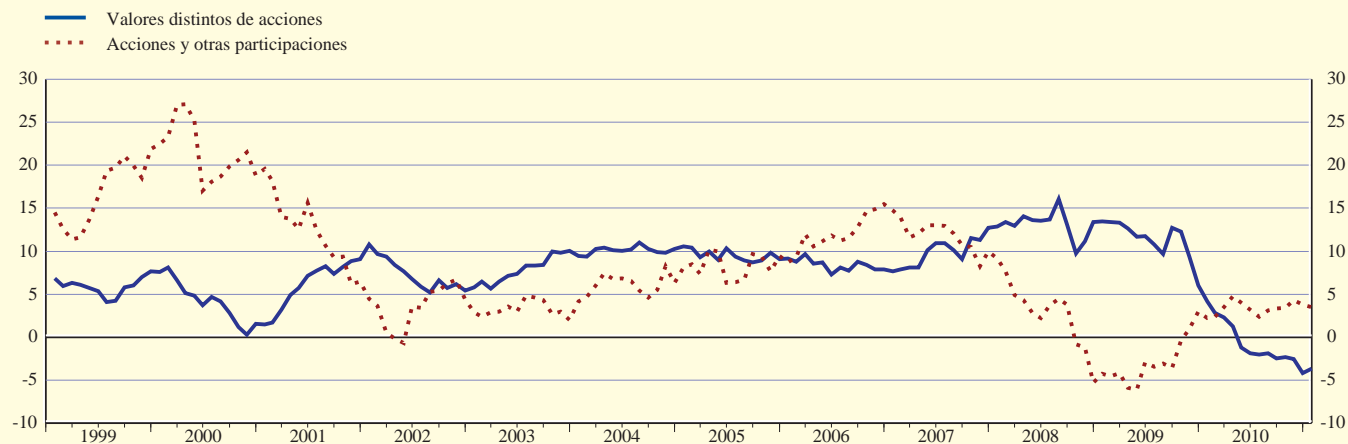
2.6 Detalle de los valores en poder de las IFM ^{1), 2)}

(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

	Valores distintos de acciones							Acciones y otras participaciones				
	Total	IFM		AAPP		Otros residentes en la zona del euro		No residentes en la zona del euro	Total	IFM	No IFM	No residentes en la zona del euro
		Euro	No euro	Euro	No euro	Euro	No euro					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Saldos vivos												
2009	6.207,7	1.971,1	109,1	1.467,2	16,0	1.457,8	39,4	1.147,1	1.515,3	434,6	800,5	280,2
2010	5.997,7	1.779,3	107,4	1.503,9	16,4	1.511,2	27,8	1.051,6	1.535,5	445,4	787,5	302,7
2010 III	6.225,3	1.863,7	105,5	1.548,5	17,7	1.517,9	30,2	1.141,8	1.535,0	458,1	786,0	290,9
2010 IV	5.997,7	1.779,3	107,4	1.503,9	16,4	1.511,2	27,8	1.051,6	1.535,5	445,4	787,5	302,7
2010 Oct	6.202,1	1.814,6	108,2	1.650,9	14,7	1.494,8	27,1	1.091,7	1.547,6	459,1	792,6	295,9
2010 Nov	6.190,1	1.820,7	115,7	1.593,3	17,1	1.526,5	27,5	1.089,2	1.554,4	446,4	804,6	303,4
2010 Dic	5.997,7	1.779,3	107,4	1.503,9	16,4	1.511,2	27,8	1.051,6	1.535,5	445,4	787,5	302,7
2011 Ene ^(p)	6.029,7	1.787,5	106,8	1.521,6	17,6	1.500,5	26,4	1.069,2	1.552,0	448,3	802,1	301,6
Operaciones												
2009	354,4	83,5	16,6	230,6	-3,2	103,3	-12,0	-64,5	43,2	29,1	11,8	2,3
2010	-261,7	-163,7	-7,3	42,3	-2,1	14,5	-14,6	-130,9	57,0	29,8	6,4	20,8
2010 III	-19,1	-46,2	-0,5	-12,8	0,1	31,3	5,2	3,8	10,1	2,2	9,9	-2,0
2010 IV	-200,8	-69,7	0,5	-28,5	-1,4	-2,6	-2,9	-96,1	21,2	3,9	11,7	5,6
2010 Oct	-10,6	-48,8	3,9	104,2	-2,8	-22,6	-2,8	-41,7	7,0	1,0	5,5	0,5
2010 Nov	-22,4	18,4	2,3	-47,4	1,7	35,5	-1,0	-31,9	27,8	4,2	17,0	6,6
2010 Dic	-167,8	-39,4	-5,7	-85,3	-0,3	-15,4	0,8	-22,5	-13,6	-1,3	-10,8	-1,5
2011 Ene ^(p)	44,3	8,9	1,5	16,4	1,6	-10,9	-0,8	27,8	14,4	2,9	13,5	-2,0
Tasa de crecimiento												
2009	6,0	4,4	17,6	18,7	-15,8	7,6	-23,2	-5,3	2,9	7,0	1,5	0,8
2010	-4,2	-8,4	-5,8	2,8	-11,2	0,9	-35,0	-11,1	3,8	6,8	0,8	7,5
2010 III	-2,5	-6,9	-2,4	3,5	-15,4	2,0	-39,4	-6,5	3,4	6,3	0,5	7,1
2010 IV	-4,2	-8,4	-5,8	2,8	-11,2	0,9	-35,0	-11,1	3,8	6,8	0,8	7,5
2010 Oct	-2,3	-8,3	1,1	9,5	-25,9	0,6	-40,5	-9,1	3,4	6,1	0,8	6,7
2010 Nov	-2,5	-7,3	2,0	6,2	-9,4	2,9	-42,3	-10,9	4,3	6,5	1,4	9,4
2010 Dic	-4,2	-8,4	-5,8	2,8	-11,2	0,9	-35,0	-11,1	3,8	6,8	0,8	7,5
2011 Ene ^(p)	-3,7	-8,1	-3,4	3,3	-15,5	0,7	-37,7	-9,1	3,5	4,5	1,9	6,3

G14 Detalle de los valores en poder de las IFM ²⁾

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

1) Sector IFM, excluido el Eurosistema; la clasificación por sectores se basa en el SEC 95.

2) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.

2.7 Revalorización de algunas partidas del balance de las IFM ^{1),2)}

(mm de euros)

1. saneamiento total o parcial de los préstamos a hogares ³⁾

	Crédito al consumo				Préstamos para adquisición de vivienda				Otras finalidades			
	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	A más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	A más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	A más de 5 años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2008	-4,6	-1,1	-1,5	-1,9	-2,7	0,0	-0,2	-2,5	-6,7	-1,2	-2,3	-3,2
2009	-7,5	-1,8	-2,3	-3,4	-4,0	-0,1	-0,2	-3,7	-7,4	-1,6	-1,3	-4,5
2010	-7,3	-2,7	-1,9	-2,6	-4,7	-0,2	-0,2	-4,3	-8,6	-1,1	-1,6	-6,0
2010 II	-1,6	-0,4	-0,4	-0,8	-1,1	0,0	0,0	-1,0	-1,9	-0,3	-0,4	-1,3
2010 III	-1,9	-0,5	-0,5	-0,9	-0,7	0,0	0,0	-0,7	-1,2	-0,1	-0,2	-0,8
2010 IV	-1,8	-0,7	-0,4	-0,7	-1,8	-0,1	-0,1	-1,6	-3,2	-0,1	-0,6	-2,5
2010 Oct	-0,4	-0,2	-0,1	-0,1	-0,7	0,0	0,0	-0,7	-0,7	-0,1	-0,1	-0,5
2010 Nov	-0,3	-0,1	0,0	-0,1	-0,4	0,0	0,0	-0,3	-0,7	0,1	-0,2	-0,6
2010 Dic	-1,2	-0,4	-0,3	-0,5	-0,8	-0,1	-0,1	-0,6	-1,7	-0,1	-0,3	-1,3
2011 Ene ^(p)	-0,4	-0,3	0,0	-0,1	-0,3	0,0	0,0	-0,3	-0,7	-0,1	-0,1	-0,5

2. saneamiento total o parcial de los préstamos a sociedades no financieras y a no residentes en la zona del euro

	Sociedades no financieras				No residentes en la zona del euro		
	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	A más de 5 años	Total	Hasta 1 año	A más de 1 año
	1	2	3	4	5	6	7
2008	-17,8	-4,1	-9,1	-4,6	-6,6	-3,4	-3,2
2009	-35,4	-12,7	-12,5	-10,2	-6,9	-2,6	-4,2
2010	-60,2	-24,6	-20,4	-15,2	-3,7	-1,1	-2,6
2010 II	-17,8	-5,5	-6,4	-6,0	-1,0	-0,5	-0,5
2010 III	-10,3	-4,0	-2,8	-3,6	-0,4	-0,3	-0,2
2010 IV	-20,6	-8,0	-7,3	-5,3	-1,2	0,1	-1,3
2010 Oct	-1,8	-0,4	-0,8	-0,6	-0,2	0,0	-0,2
2010 Nov	-6,3	-2,0	-2,6	-1,7	-0,6	0,1	-0,7
2010 Dic	-12,5	-5,6	-3,9	-3,0	-0,4	0,0	-0,5
2011 Ene ^(p)	-1,6	-0,7	-0,4	-0,5	-0,1	0,0	-0,1

3. Revaloración de los valores mantenidos por las IFM

	Valores distintos de acciones							Acciones y otras participaciones				
	Total	IFM		AAPP		Otros residentes en la zona del euro		No residentes en la zona del euro	Total	IFM	No IFM	No residentes en la zona del euro
		Euro	No euro	Euro	No euro	Euro	No euro					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2008	-60,4	-12,0	0,0	4,5	0,0	-19,0	-2,2	-31,7	-63,6	-9,2	-46,2	-8,2
2009	4,4	8,2	0,2	-0,8	-0,1	-0,8	0,8	-3,0	1,0	-5,9	3,4	3,5
2010	-9,2	-1,8	0,0	-13,1	0,8	-0,8	-1,2	6,9	-19,8	-6,8	-9,4	-3,6
2010 II	-12,7	-2,6	0,4	-8,7	0,5	-4,4	0,0	2,1	-14,6	-3,3	-7,3	-4,0
2010 III	17,9	3,7	-0,2	6,0	0,3	5,5	-1,4	3,9	1,7	0,1	4,1	-2,5
2010 IV	-28,7	-6,1	-0,5	-14,9	-0,1	-4,4	0,0	-2,8	-7,4	-2,6	-6,0	1,2
2010 Oct	-2,0	-0,2	0,1	-1,7	0,0	-0,5	0,1	0,2	1,1	-0,5	1,9	-0,3
2010 Nov	-20,0	-4,2	-0,5	-10,1	-0,1	-3,9	0,0	-1,2	-6,6	-2,5	-5,0	0,9
2010 Dic	-6,7	-1,8	-0,1	-3,0	-0,1	0,0	-0,1	-1,7	-1,9	0,3	-2,9	0,7
2011 Ene ^(p)	-0,7	-0,8	-0,3	0,7	0,0	0,2	0,0	-0,5	1,1	0,3	1,1	-0,3

Fuente: BCE.

1) Sector IFM, excluido el Eurosistema; la clasificación por sectores se basa en el SEC 95.

2) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.

3) Incluye las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.

2.8 Detalle por monedas de algunas partidas del balance de las IFM ^{1) 2)}

(porcentaje del total; saldos vivos en mm de euros; fin de período)

1. Depósitos

	IFM ³⁾							No IFM						
	Total monedas (saldos vivos)	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro				Total monedas (saldos vivos)	Euro ⁴⁾	Monedas distintas del euro					
			Total	USD	JPY	CHF			GBP	Total	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
De residentes en la zona del euro														
2008	6.852,0	89,7	10,3	7,3	0,4	1,3	0,8	9.890,2	96,9	3,1	1,9	0,5	0,1	0,4
2009	6.282,0	92,9	7,1	4,4	0,3	1,2	0,7	10.188,9	97,0	3,0	1,9	0,2	0,1	0,4
2010 I	6.222,1	93,0	7,0	4,1	0,3	1,2	0,8	10.201,5	97,0	3,0	2,0	0,2	0,1	0,4
II	6.544,4	92,4	7,6	4,5	0,3	1,3	0,9	10.468,0	97,0	3,0	2,0	0,2	0,1	0,4
III	6.096,7	92,5	7,5	4,5	0,3	1,2	0,8	10.520,8	97,1	2,9	1,9	0,2	0,1	0,4
IV ^(p)	5.775,4	92,9	7,1	4,1	0,3	1,3	0,8	10.728,8	97,1	2,9	1,9	0,2	0,1	0,4
De no residentes en la zona del euro														
2008	2.816,2	48,3	51,7	33,4	2,8	2,6	10,2	897,1	54,9	45,1	28,7	1,4	1,9	9,4
2009	2.532,7	49,2	50,8	34,2	1,8	2,2	9,6	836,0	53,5	46,5	31,4	1,1	1,7	7,5
2010 I	2.639,0	50,1	49,9	32,9	2,2	2,2	9,4	904,7	54,9	45,1	31,9	1,1	1,3	6,1
II	2.693,4	52,9	47,1	30,8	2,1	1,6	9,5	1.007,0	55,1	44,9	31,8	1,1	1,4	6,5
III	2.597,1	51,4	48,6	32,4	2,2	1,6	9,2	983,4	57,1	42,9	30,4	1,2	1,3	5,8
IV ^(p)	2.490,7	52,1	47,9	31,8	2,2	1,8	8,6	996,9	58,6	41,4	29,5	1,2	1,4	5,1

2. Valores distintos de acciones emitidos por las IFM de la zona del euro

	Total monedas (saldos vivos)	Euro ⁴⁾	Monedas distintas del euro				
			Total	USD	JPY	CHF	GBP
	1	2	3	4	5	6	7
2008	5.101,8	83,3	16,7	8,4	2,0	1,9	2,5
2009	5.168,3	83,3	16,7	8,8	1,6	1,9	2,5
2010 I	5.284,2	82,5	17,5	9,5	1,6	1,8	2,5
II	5.244,3	81,6	18,4	10,0	1,8	2,0	2,5
III	5.143,2	82,3	17,7	9,4	1,7	2,0	2,4
IV ^(p)	5.082,1	81,6	18,4	9,7	1,8	2,1	2,5

Fuente: BCE.

1) Sector IFM, excluido el Eurosistema; la clasificación por sectores se basa en el SEC 95.

2) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.

3) En el caso de las no residentes en la zona del euro, el término «IFM» se emplea para designar a entidades similares a las IFM de la zona del euro.

4) Incluye las emisiones en cualquiera de las denominaciones nacionales del euro.

2.8 Detalle por monedas de algunas partidas del balance de las IFM ^{1) 2)}

(porcentaje del total; saldos vivos en mm de euros; fin de período)

3. Préstamos

	IFM ³⁾							No IFM						
	Total monedas (saldos vivos)	Euro ⁴⁾	Monedas distintas del euro				Total monedas (saldos vivos)	Euro ⁴⁾	Monedas distintas del euro					
			Total	USD	JPY	CHF			GBP	Total	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
A residentes en la zona del euro														
2008	6.307,7	-	-	-	-	-	11.748,1	95,9	4,1	2,1	0,3	1,1	0,4	
2009	5.917,5	-	-	-	-	-	11.784,9	96,2	3,8	1,9	0,2	1,0	0,4	
2010 I	5.916,7	-	-	-	-	-	11.832,5	96,1	3,9	2,0	0,2	1,0	0,4	
II	6.208,2	-	-	-	-	-	12.060,0	95,8	4,2	2,2	0,3	1,1	0,4	
III	5.841,2	-	-	-	-	-	12.056,0	96,0	4,0	2,0	0,2	1,1	0,4	
IV ^(p)	5.516,4	-	-	-	-	-	12.249,1	96,0	4,0	2,1	0,2	1,1	0,4	
A no residentes en la zona del euro														
2008	2.278,8	45,8	54,2	31,8	3,0	2,6	11,3	963,6	40,4	59,6	42,0	1,4	4,3	7,5
2009	1.914,9	45,8	54,2	29,4	2,7	2,9	12,6	906,8	40,0	60,0	42,1	1,2	3,7	8,0
2010 I	1.985,1	46,6	53,4	29,8	2,6	3,0	11,2	964,8	40,2	59,8	42,5	1,3	3,4	7,5
II	2.074,4	46,5	53,5	29,9	2,7	3,0	11,9	1.001,6	39,2	60,8	43,4	1,4	3,5	7,7
III	1.995,7	45,9	54,1	29,6	3,3	3,0	12,0	956,0	40,6	59,4	41,7	1,4	3,6	7,3
IV ^(p)	2.009,3	44,8	55,2	30,7	2,9	3,2	11,6	952,2	39,9	60,1	42,8	1,4	3,7	6,7

4. Valores distintos de acciones

	Emitidos por IFM ³⁾							Emitidos por no IFM						
	Total monedas (saldos vivos)	Euro ⁴⁾	Monedas distintas del euro				Total monedas (saldos vivos)	Euro ⁴⁾	Monedas distintas del euro					
			Total	USD	JPY	CHF			GBP	Total	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Emitidos por residentes en la zona del euro														
2008	1.976,3	95,3	4,7	2,6	0,4	0,2	1,2	2.651,8	97,3	2,7	1,7	0,3	0,1	0,4
2009	2.080,2	94,8	5,2	3,1	0,2	0,3	1,4	2.980,4	98,1	1,9	1,2	0,2	0,1	0,3
2010 I	2.092,7	94,6	5,4	3,2	0,2	0,3	1,4	3.033,9	98,1	1,9	1,2	0,2	0,1	0,3
II	2.025,5	94,2	5,8	3,5	0,2	0,3	1,5	3.081,7	98,5	1,5	0,8	0,2	0,1	0,4
III	1.969,2	94,6	5,4	3,0	0,2	0,3	1,6	3.114,3	98,5	1,5	0,9	0,2	0,1	0,4
IV ^(p)	1.886,7	94,3	5,7	3,3	0,1	0,3	1,7	3.059,4	98,6	1,4	0,8	0,1	0,1	0,4
Emitidos por no residentes en la zona del euro														
2008	580,3	54,1	45,9	28,6	0,9	0,5	13,3	646,2	39,0	61,0	37,1	6,4	0,8	11,1
2009	546,6	55,8	44,2	26,3	0,4	0,5	14,8	600,5	34,9	65,1	38,5	4,2	0,9	15,2
2010 I	561,8	55,3	44,7	28,0	0,4	0,5	14,8	611,4	32,9	67,1	39,9	4,2	0,9	14,9
II	559,0	53,4	46,6	27,4	0,4	0,9	15,2	640,8	28,8	71,2	43,8	4,5	0,6	15,1
III	535,8	52,2	47,8	27,7	0,4	0,9	16,1	606,0	29,8	70,2	42,5	4,6	0,6	15,0
IV ^(p)	535,9	51,0	49,0	26,1	0,3	0,5	17,1	515,7	32,4	67,6	41,9	3,8	0,9	13,3

Fuente: BCE.

- 1) Sector IFM, excluido el Eurosistema; la clasificación por sectores se basa en el SEC 95.
- 2) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.
- 3) En el caso de las no residentes en la zona del euro, el término «IFM» se emplea para designar a entidades similares a las IFM de la zona del euro.
- 4) Incluye las emisiones en cualquiera de las denominaciones nacionales del euro.

2.9 Balance agregado de los fondos de inversión de la zona del euro ¹⁾

(mm de euros; saldos vivos a fin de período; operaciones realizadas en el período)

1. Activo

	Total	Depósitos y préstamos	Valores distintos de acciones	Acciones y otras participaciones (excluidas las participaciones en fondos de inversión/fondos del mercado monetario)	Participaciones en fondos de inversión/fondos del mercado monetario	Activos no financieros	Otros activos (incluidos derivados financieros)
	1	2	3	4	5	6	7
Saldos vivos							
2010 Jun	5.845,6	384,7	2.271,0	1.718,7	791,7	243,4	435,9
Jul	5.936,9	382,2	2.289,7	1.754,5	798,4	247,7	464,3
Ago	6.034,5	379,9	2.361,3	1.742,8	807,6	249,8	493,2
Sep	6.098,2	375,1	2.342,0	1.794,7	825,2	245,4	515,8
Oct	6.152,0	373,5	2.351,4	1.843,6	836,8	246,3	500,3
Nov	6.171,7	368,6	2.361,7	1.885,4	845,0	248,0	463,0
Dic ^(p)	6.243,6	363,4	2.359,7	1.982,5	862,0	238,3	437,6
Operaciones							
2010 II	6,3	26,4	6,4	-30,7	8,8	1,1	-5,8
III	141,3	-13,3	63,7	13,6	18,9	0,0	58,5
IV ^(p)	12,1	-2,7	47,9	53,5	13,8	-3,7	-96,8

2. Pasivo

	Total	Préstamos y depósitos recibidos	Participaciones en fondos de inversión emitidas			Otros pasivos (incluidos derivados financieros)	
			Total	Mantenidas por residentes en la zona del euro	Mantenidas por no residentes en la zona del euro		
							Fondos de inversión
	1	2	3	4	5	6	7
Saldos vivos							
2010 Jun	5.845,6	125,9	5.320,2	4.182,1	585,3	1.138,0	399,5
Jul	5.936,9	124,9	5.397,6	4.254,5	595,8	1.143,2	414,3
Ago	6.034,5	126,0	5.466,7	4.296,4	602,6	1.170,3	441,7
Sep	6.098,2	126,0	5.515,1	4.341,8	625,7	1.173,3	457,1
Oct	6.152,0	124,4	5.582,8	4.387,5	638,7	1.195,4	444,7
Nov	6.171,7	124,7	5.623,4	4.385,0	641,0	1.238,4	423,7
Dic ^(p)	6.243,6	109,5	5.737,9	4.423,9	656,3	1.314,0	396,2
Operaciones							
2010 II	6,3	10,2	26,0	3,1	1,0	22,9	-29,9
III	141,3	-5,7	79,0	56,1	22,4	22,9	68,0
IV ^(p)	12,1	-3,6	81,8	0,5	13,3	81,7	-66,2

3. Participaciones en fondos de inversión emitidas por política de inversión y tipo de fondo

	Total	Fondos por política de inversión					Fondos por tipo de fondo		Pro memoria: Fondos del mercado monetario	
		Fondos de renta fija	Fondos de renta variable	Fondos mixtos	Fondos inmobiliarios	Fondos de inversión libre	Otros fondos	Fondos de capital variable		Fondos de capital fijo
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2010 May	5.332,0	1.741,3	1.510,3	1.289,3	256,8	107,5	426,7	5.248,9	83,1	1.190,4
Jun	5.320,2	1.750,3	1.486,8	1.291,4	253,3	107,4	431,0	5.236,3	83,9	1.167,0
Jul	5.397,6	1.767,4	1.521,2	1.308,9	258,6	104,9	436,7	5.313,7	84,0	1.143,6
Ago	5.466,7	1.822,5	1.510,2	1.333,3	258,9	105,2	436,6	5.382,7	84,0	1.180,6
Sep	5.515,1	1.813,8	1.554,6	1.345,4	259,8	101,7	439,9	5.430,7	84,4	1.137,7
Oct	5.582,8	1.820,6	1.598,7	1.361,8	260,6	100,6	440,7	5.499,1	83,7	1.125,6
Nov	5.623,4	1.820,8	1.638,2	1.363,6	258,1	104,2	438,4	5.539,3	84,0	1.152,5
Dic ^(p)	5.737,9	1.811,8	1.715,5	1.394,2	262,8	108,2	445,4	5.651,4	86,5	1.106,6
Operaciones										
2010 Jun	4,5	1,5	-4,4	4,4	1,0	0,3	1,8	3,9	0,6	-29,5
Jul	28,0	15,8	4,3	6,7	0,7	-0,4	1,0	27,6	0,4	-4,1
Ago	30,5	17,8	2,8	10,5	0,0	-1,3	0,7	30,8	-0,3	28,1
Sep	20,5	13,5	0,7	7,8	0,6	-1,2	-0,8	20,2	0,3	-17,8
Oct	28,8	11,6	15,9	2,9	0,6	-1,1	-1,1	29,7	-1,0	-6,5
Nov	16,2	5,0	8,1	8,1	-1,6	-1,0	-2,4	16,4	-0,2	6,0
Dic ^(p)	36,8	-3,4	14,9	14,9	4,9	4,2	1,3	35,4	1,4	-33,9

Fuente: BCE.

1) Distintos de los fondos del mercado monetario (que figuran en la columna 10 del cuadro 3 de esta sección, titulada Pro memoria). Para más información, véanse las Notas Generales.

2.10 Detalle de valores mantenidos por los fondos de inversión¹⁾, por emisores

(mm de euros; saldos vivos a fin de período; operaciones realizadas en el período)

1. Valores distintos de acciones

	Total	Zona del euro						Resto del mundo			
		Total	IFM	Adminis- traciones Públicas	Otros intermediarios financieros	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Sociedades no financieras	Estados miembros de la UE no pertencientes a la zona del euro	Estados Unidos	Japón	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Saldos vivos											
2010	2.215,7	1.461,0	392,9	706,2	199,5	5,9	156,4	754,7	217,8	292,1	15,6
II	2.271,0	1.446,8	382,9	713,6	193,0	6,0	151,3	824,2	230,2	325,2	16,6
III	2.342,0	1.469,3	383,6	722,0	193,3	6,4	164,0	872,7	242,2	331,0	16,4
IV ^(p)	2.359,7	1.434,6	377,1	695,1	191,7	6,0	164,7	925,1	247,4	358,6	16,2
Operaciones											
2010 II	6,4	-25,1	-11,7	-5,1	-3,8	0,6	-5,1	31,5	6,6	13,0	-1,4
III	63,7	18,0	4,3	3,2	1,9	0,0	8,6	45,8	8,7	20,5	0,3
IV ^(p)	47,9	-8,7	-3,0	-10,1	0,4	-0,2	4,2	56,6	7,8	30,8	-1,5

2. Acciones y otras participaciones (distintas de participaciones en fondos de inversión y en fondos del mercado monetario)

	Total	Zona del euro						Resto del mundo			
		Total	IFM	Adminis- traciones Públicas	Otros intermediarios financieros ²⁾	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Sociedades no financieras	Estados miembros de la UE no pertencientes a la zona del euro	Estados Unidos	Japón	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Saldos vivos											
2010 I	1.818,5	750,8	95,1	-	36,4	28,3	590,9	1.067,7	148,6	329,9	75,8
II	1.718,7	672,2	74,3	-	34,0	24,0	539,8	1.046,5	141,6	315,1	79,0
III	1.794,7	713,3	79,9	-	37,4	24,3	571,6	1.081,4	154,1	314,3	67,3
IV ^(p)	1.982,5	747,6	76,2	-	39,8	25,2	606,3	1.234,9	171,5	353,3	83,3
Operaciones											
2010 II	-30,7	-23,9	-7,9	-	-1,0	-1,2	-13,8	-6,8	-1,8	-5,4	3,9
III	13,6	8,7	-0,8	-	1,2	0,2	8,0	4,9	1,9	-0,4	-8,6
IV ^(p)	53,5	4,0	4,4	-	1,9	-0,6	-1,7	49,2	5,2	6,3	7,5

3. Participaciones en fondos de inversión/fondos del mercado monetario

	Total	Zona del euro						Resto del mundo			
		Total	IFM ²⁾	Adminis- traciones Públicas	Otros intermediarios financieros ²⁾	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Sociedades no financieras	Estados miembros de la UE no pertencientes a la zona del euro	Estados Unidos	Japón	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Saldos vivos											
2010 I	779,2	660,9	70,8	-	590,1	-	-	118,3	18,4	34,8	0,6
II	791,7	662,7	77,4	-	585,3	-	-	129,0	19,0	36,4	0,4
III	825,2	702,6	76,9	-	625,7	-	-	122,6	20,8	34,1	0,4
IV ^(p)	862,0	731,9	75,6	-	656,3	-	-	130,1	23,7	37,7	0,5
Operaciones											
2010 II	8,8	6,5	5,5	-	1,0	-	-	2,3	0,9	-0,9	-0,2
III	18,9	23,4	1,0	-	22,4	-	-	-4,5	1,0	-0,8	0,0
IV ^(p)	13,8	10,8	-2,5	-	13,3	-	-	3,0	0,6	1,6	0,1

Fuente: BCE.

1) Distintos de los fondos del mercado monetario. Para más información, véanse las Notas Generales.

2) Las participaciones en fondos de inversión (distintas de las participaciones en fondos del mercado monetario) son emitidas por los otros intermediarios financieros. Las participaciones en fondos del mercado monetario son emitidas por las IFM.



CUENTAS DE LA ZONA DEL EURO

3.1 Cuentas económicas y financieras integradas por sectores institucionales

(mm de euros)

Empleos	Zona del euro	Hogares	Sociedades no financieras	Instituciones financieras	Administraciones Públicas	Resto del mundo
2010 III						
Cuenta de intercambios exteriores						
Exportaciones de bienes y servicios						533
<i>Balanza comercial</i> ¹⁾						-14
Cuenta de explotación						
Valor añadido bruto (precios básicos)						
Impuestos menos subvenciones sobre los productos						
Producto interior bruto (precios de mercado)						
Remuneración de los asalariados	1.083	112	686	54	231	
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción	30	6	16	4	4	
Consumo de capital fijo	355	96	199	12	47	
<i>Excedente neto de explotación y renta mixta</i> ¹⁾	586	287	264	36	-1	
Cuenta de asignación de la renta primaria						
Excedente neto de explotación y renta mixta						5
Remuneración de los asalariados						
Impuestos menos subvenciones sobre la producción						
Rentas de la propiedad	614	36	223	291	65	93
Intereses	360	33	59	203	65	49
Otras rentas de la propiedad	254	3	163	88	0	44
<i>Renta nacional neta</i> ¹⁾	1.928	1.547	125	38	217	
Cuenta de distribución secundaria de la renta						
Renta nacional neta						
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	248	208	34	6	0	1
Cotizaciones sociales	415	415				1
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	454	2	17	33	403	1
Otras transferencias corrientes	191	72	25	46	48	9
Primas netas de seguros no vida	44	33	10	1	1	1
Indemnizaciones de seguros no vida	44			44		1
Otras	102	39	16	1	47	7
<i>Renta disponible neta</i> ¹⁾	1.899	1.395	77	47	380	
Cuenta de utilización de la renta						
Renta disponible neta						
Gasto en consumo final	1.819	1.339			480	
Gasto en consumo individual	1.632	1.340			293	
Gasto en consumo colectivo	187				187	
Ajuste por variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones	15	0	1	14	0	0
<i>Ahorro neto/cuenta de operaciones corrientes con el exterior</i> ¹⁾	80	70	76	33	-100	21
Cuenta de capital						
Ahorro neto / cuenta de operaciones corrientes con el exterior						
Formación bruta de capital	456	142	244	11	58	
Formación bruta de capital fijo	445	138	238	11	58	
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos	11	4	7	0	0	
Consumo de capital fijo						
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos	0	-2	1	0	1	0
Transferencias de capital	44	9	1	3	32	4
Impuestos sobre el capital	6	5	0	1		0
Otras transferencias de capital	38	3	1	2	32	4
<i>Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital)</i> ¹⁾	-19	29	47	40	-136	19
Discrepancia estadística	0	2	-2	0	0	0

Fuentes: BCE y Eurostat.

1) Para más información sobre el cálculo de los saldos contables, véanse las Notas Técnicas.

3.1 Cuentas económicas y financieras integradas por sectores institucionales (cont.)

(mm de euros)

Recursos	Zona del euro	Hogares	Sociedades no financieras	Instituciones financieras	Administraciones Públicas	Resto del mundo
2010 III						
Cuenta de intercambios exteriores						
Importaciones de bienes y servicios						519
<i>Balanza comercial</i>						
Cuenta de explotación						
Valor añadido bruto (precios básicos)	2.053	502	1.166	105	280	
Impuestos menos subvenciones sobre los productos	236					
Producto interior bruto (precios de mercado) ²⁾	2.288					
Remuneración de los asalariados						
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción						
Consumo de capital fijo						
<i>Excedente neto de explotación y renta mixta</i>						
Cuenta de asignación de la renta primaria						
Excedente neto de explotación y renta mixta	586	287	264	36	-1	
Remuneración de los asalariados	1.084	1.084				4
Impuestos menos subvenciones sobre la producción	264				264	1
Rentas de la propiedad	608	212	84	293	18	99
Intereses	346	54	32	252	8	63
Otras rentas de la propiedad	262	158	53	41	10	36
<i>Renta nacional neta</i>						
Cuenta de distribución secundaria de la renta						
Renta nacional neta	1.928	1.547	125	38	217	
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	248				248	1
Cotizaciones sociales	415	1	17	48	348	1
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	451	451				3
Otras transferencias corrientes	164	91	10	45	17	36
Primas netas de seguros no vida	44			44		1
Indemnizaciones de seguros no vida	43	35	7	1	0	1
Otras	76	56	3	0	17	33
<i>Renta disponible neta</i>						
Cuenta de utilización de la renta						
Renta disponible neta	1.899	1.395	77	47	380	
Gasto en consumo final						
Gasto en consumo individual						
Gasto en consumo colectivo						
Ajuste por variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones	15	15				0
<i>Ahorro neto/cuenta de operaciones corrientes con el exterior</i>						
Cuenta de capital						
Ahorro neto/cuenta de operaciones corrientes con el exterior	80	70	76	33	-100	21
Formación bruta de capital						
Formación bruta de capital fijo						
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos						
Consumo de capital fijo	355	96	199	12	47	
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos						
Transferencias de capital	45	10	18	9	8	3
Impuestos sobre el capital	6				6	0
Otras transferencias de capital	39	10	18	9	2	3
<i>Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital)</i>						
Díscrpencia estadística						

Fuentes: BCE y Eurostat.

2) El producto interior bruto es igual al valor añadido bruto de todos los sectores nacionales, más los impuestos netos (es decir, impuestos menos subvenciones) sobre los productos.

3.1 Cuentas económicas y financieras integradas por sectores institucionales (cont.)

(mm de euros)

Activos	Zona del euro	Hogares	Sociedades no financieras	IFM	Otros intermediarios financieros	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Administraciones Públicas	Resto del mundo
2010 III								
Balance al principio del período, activos financieros								
Total activos financieros		18.332	16.725	33.811	14.164	6.725	3.515	16.251
Oro monetario y derechos especiales de giro (DEG)				408				
Efectivo y depósitos	6.510	1.830	10.246	2.168	862	722	3.971	
Valores distintos de acciones a corto plazo	40	173	628	321	400	26	809	
Valores distintos de acciones a largo plazo	1.357	220	6.461	2.299	2.181	353	3.557	
Préstamos	69	3.104	13.070	3.795	480	496	1.816	
<i>de los cuales: a largo plazo</i>	53	1.634	10.099	2.769	350	393	.	
Acciones y otras participaciones	4.192	7.367	1.967	5.341	2.343	1.289	5.447	
Acciones cotizadas	687	1.321	443	1.828	411	250	.	
Acciones no cotizadas y otras participaciones	2.077	5.677	1.196	2.740	466	884	.	
Participaciones en fondos de inversión	1.428	368	327	773	1.466	154	.	
Reservas técnicas de seguro	5.676	146	2	0	216	3	189	
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros	487	3.886	1.029	240	243	626	462	
<i>Patrimonio financiero neto</i>								
Cuenta financiera, activos financieros								
Total de operaciones de activos financieros		57	197	-641	186	68	-32	94
Oro monetario y DEG				0				0
Efectivo y depósitos	3	23	-695	54	0	-28	12	
Valores distintos de acciones a corto plazo	9	6	-1	-22	15	5	-6	
Valores distintos de acciones a largo plazo	-23	-17	13	87	38	1	2	
Préstamos	1	71	57	12	5	-10	2	
<i>de los cuales: a largo plazo</i>	1	35	68	-39	4	3	.	
Acciones y otras participaciones	-4	64	10	53	7	2	69	
Acciones cotizadas	1	8	2	17	1	0	.	
Acciones no cotizadas y otras participaciones	4	54	5	9	2	-2	.	
Participaciones en fondos de inversión por operaciones	-9	1	3	27	4	3	.	
Reservas técnicas de seguro	58	0	0	0	1	0	1	
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros	13	50	-24	3	1	-2	13	
<i>Variaciones del patrimonio financiero neto derivadas de operaciones</i>								
Cuenta de otras variaciones de activos financieros								
Total de otras variaciones de activos financieros		173	167	-259	-7	82	29	-125
Oro monetario y DEG				-23				
Efectivo y depósitos	-3	-8	-113	-22	0	3	-146	
Valores distintos de acciones a corto plazo	0	-8	-9	-8	2	0	-6	
Valores distintos de acciones a largo plazo	14	-2	-75	-25	30	4	15	
Préstamos	0	-17	-85	-11	-1	1	-23	
<i>de los cuales: a largo plazo</i>	0	-10	-39	-8	0	1	.	
Acciones y otras participaciones	114	262	50	66	54	14	43	
Acciones cotizadas	43	63	28	65	23	11	.	
Acciones no cotizadas y otras participaciones	44	198	19	-11	5	-2	.	
Participaciones en fondos de inversión	26	1	3	11	26	6	.	
Reservas técnicas de seguro	50	0	0	0	-2	0	1	
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros	-2	-59	-5	-8	-1	7	-9	
<i>Otras variaciones del patrimonio financiero neto</i>								
Balance al final del período, activos financieros								
Total activos financieros		18.562	17.089	32.912	14.343	6.875	3.511	16.221
Oro monetario y DEG				386				
Efectivo y depósitos	6.510	1.845	9.439	2.201	863	697	3.836	
Valores distintos de acciones a corto plazo	49	171	618	291	417	31	797	
Valores distintos de acciones a largo plazo	1.348	201	6.398	2.360	2.250	358	3.575	
Préstamos	70	3.158	13.042	3.797	483	487	1.795	
<i>de los cuales: a largo plazo</i>	54	1.659	10.128	2.721	353	397	.	
Acciones y otras participaciones	4.302	7.693	2.027	5.460	2.404	1.305	5.560	
Acciones cotizadas	731	1.392	473	1.910	435	261	.	
Acciones no cotizadas y otras participaciones	2.125	5.930	1.220	2.739	473	880	.	
Participaciones en fondos de inversión	1.445	371	333	811	1.497	163	.	
Reservas técnicas de seguro	5.784	145	2	0	215	3	192	
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros	498	3.877	1.000	235	243	630	466	
<i>Patrimonio financiero neto</i>								

Fuente: BCE.

3.1 Cuentas económicas y financieras integradas por sectores institucionales (cont.)

(mm de euros)

Pasivos	Zona del euro	Hogares	Sociedades no financieras	IFM	Otros intermediarios financieros	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Administraciones Públicas	Resto del mundo
2010 III								
Balance al principio del período, pasivos								
Pasivos totales		6.662	25.228	32.893	13.976	6.795	8.659	14.900
Oro monetario y derechos especiales de giro (DEG)								
Efectivo y depósitos			30	23.359	26	0	232	2.663
Valores distintos de acciones a corto plazo			324	715	73	12	994	280
Valores distintos de acciones a largo plazo			561	4.646	2.698	47	5.476	3.000
Préstamos		5.980	8.464		3.386	271	1.476	3.254
<i>de los cuales: a largo plazo</i>		5.616	5.883		1.819	106	1.248	.
Acciones y otras participaciones		7	11.904	2.746	7.569	479	6	5.234
Acciones cotizadas			3.316	445	178	150	0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		7	8.588	1.134	2.266	328	6	.
Participaciones en fondos de inversión				1.167	5.125			.
Reservas técnicas de seguro		34	336	65	1	5.795	1	
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		641	3.610	1.363	224	191	474	468
<i>Patrimonio financiero neto ¹⁾</i>	-943	11.670	-8.503	917	188	-71	-5.144	
Cuenta financiera, pasivos								
Total de operaciones de pasivos		27	151	-655	155	73	103	75
Oro monetario y DEG								
Efectivo y depósitos			0	-649	-2	0	28	-7
Valores distintos de acciones a corto plazo			4	-7	6	0	-7	10
Valores distintos de acciones a largo plazo			8	-30	26	-1	74	23
Préstamos		29	62		18	13	3	14
<i>de los cuales: a largo plazo</i>		37	24		-15	2	20	.
Acciones y otras participaciones		0	70	10	82	0	0	38
Acciones cotizadas			4	1	0	0	0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		0	66	3	1	0	0	.
Participaciones en fondos de inversión				6	81			.
Reservas técnicas de seguro		0	1	0	0	59	0	
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		-3	6	20	25	2	6	-3
<i>Variaciones del patrimonio financiero neto ¹⁾</i>	-19	31	45	14	31	-5	-136	19
Cuenta de otras variaciones de pasivos								
Total de otras variaciones de pasivos		2	549	-230	-77	35	43	-240
Oro monetario y DEG								
Efectivo y depósitos			0	-216	0	0	0	-73
Valores distintos de acciones a corto plazo			-5	-12	1	1	0	-12
Valores distintos de acciones a largo plazo			3	-5	-30	0	70	-77
Préstamos		-3	-36		-41	1	-1	-56
<i>de los cuales: a largo plazo</i>		-3	-19		-31	1	-1	.
Acciones y otras participaciones		0	583	-4	29	6	0	-12
Acciones cotizadas			222	41	3	2	0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		0	361	-9	-57	4	0	.
Participaciones en fondos de inversión				-35	83			.
Reservas técnicas de seguro		0	0	0	0	49	0	
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		5	4	8	-36	-21	-26	-10
<i>Otras variaciones del patrimonio financiero neto ¹⁾</i>	-137	170	-382	-29	70	47	-14	115
Balance al final del período, pasivos								
Total activos financieros		6.691	25.929	32.009	14.054	6.904	8.805	14.735
Oro monetario y DEG								
Efectivo y depósitos			29	22.494	25	0	260	2.583
Valores distintos de acciones a corto plazo			322	695	79	13	986	278
Valores distintos de acciones a largo plazo			572	4.610	2.694	46	5.620	2.947
Préstamos		6.006	8.490		3.363	284	1.478	3.212
<i>de los cuales: a largo plazo</i>		5.650	5.888		1.772	109	1.268	.
Acciones y otras participaciones		7	12.558	2.752	7.680	486	6	5.260
Acciones cotizadas			3.542	487	181	153	0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		7	9.015	1.128	2.210	332	6	.
Participaciones en fondos de inversión				1.138	5.289			.
Reservas técnicas de seguro		34	337	65	1	5.903	1	
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		644	3.621	1.391	213	172	453	455
<i>Patrimonio financiero neto ¹⁾</i>	-1.100	11.871	-8.840	903	289	-29	-5.294	

Fuente: BCE.

3.2 Cuentas no financieras de la zona del euro

(mm de euros; flujos acumulados de cuatro trimestres)

Empleos	2006	2007	2008	2008 IV- 2009 III	2009 I- 2009 IV	2009 II- 2010 I	2009 III- 2010 II	2009 IV- 2010 III
Cuenta de explotación								
Valor añadido bruto (precios básicos)								
Impuestos menos subvenciones sobre los productos								
Producto interior bruto (precios de mercado)								
Remuneración de los asalariados	4.075	4.261	4.439	4.434	4.427	4.430	4.445	4.461
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción	127	136	132	118	113	109	108	113
Consumo de capital fijo	1.253	1.319	1.382	1.396	1.398	1.397	1.399	1.405
<i>Excedente neto de explotación y renta mixta</i> ¹⁾	2.191	2.343	2.327	2.139	2.123	2.146	2.182	2.205
Cuenta de asignación de la renta primaria								
Excedente neto de explotación y renta mixta								
Remuneración de los asalariados								
Impuestos menos subvenciones sobre la producción								
Rentas de la propiedad	3.034	3.635	3.889	3.208	2.964	2.834	2.764	2.763
Intereses	1.657	2.086	2.322	1.821	1.621	1.507	1.447	1.430
Otras rentas de la propiedad	1.377	1.549	1.566	1.388	1.343	1.327	1.317	1.333
<i>Renta nacional neta</i> ¹⁾	7.329	7.727	7.795	7.536	7.512	7.547	7.621	7.684
Cuenta de distribución secundaria de la renta								
Renta nacional neta								
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	1.028	1.113	1.122	1.038	1.013	1.012	1.020	1.025
Cotizaciones sociales	1.542	1.599	1.668	1.676	1.677	1.682	1.688	1.695
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	1.555	1.602	1.671	1.758	1.786	1.805	1.815	1.823
Otras transferencias corrientes	723	754	788	784	784	792	794	799
Primas netas de seguros no vida	180	184	188	184	183	183	182	183
Derechos de seguros no vida	180	184	189	185	183	183	183	183
Otras	363	385	410	415	419	426	429	432
<i>Renta disponible neta</i> ¹⁾	7.237	7.633	7.690	7.427	7.403	7.433	7.507	7.566
Cuenta de utilización de la renta								
Renta disponible neta								
Gasto en consumo final	6.646	6.911	7.171	7.162	7.181	7.216	7.256	7.298
Gasto en consumo individual	5.957	6.198	6.421	6.386	6.397	6.430	6.469	6.511
Gasto en consumo colectivo	689	713	749	775	784	786	787	788
Ajuste por variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones	64	65	71	67	66	65	63	63
<i>Ahorro neto</i> ¹⁾	591	722	520	265	223	217	251	267
Cuenta de capital								
Ahorro neto								
Formación bruta de capital	1.879	2.030	2.039	1.787	1.710	1.688	1.724	1.754
Formación bruta de capital fijo	1.857	1.991	2.017	1.828	1.781	1.757	1.762	1.770
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos	22	39	22	-41	-71	-70	-38	-15
Consumo de capital fijo								
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos	0	-1	0	-1	1	2	1	1
Transferencias de capital	170	151	150	174	183	193	187	192
Impuestos sobre el capital	23	24	24	29	34	34	30	29
Otras transferencias de capital	148	126	126	145	149	158	157	163
<i>Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital)</i> ¹⁾	-19	28	-127	-115	-81	-64	-64	-73

Fuentes: BCE y Eurostat.

1) Para más información sobre el cálculo de los saldos contables, véanse las Notas Técnicas.

3.2 Cuentas no financieras de la zona del euro (cont.)

(mm de euros; flujos acumulados de cuatro trimestres)

Recursos	2006	2007	2008	2008 IV- 2009 III	2009 I- 2009 IV	2009 II- 2010 I	2009 III- 2010 II	2009 IV- 2010 III
Cuenta de explotación								
Valor añadido bruto (precios básicos)	7.647	8.060	8.280	8.087	8.060	8.082	8.135	8.184
Impuestos menos subvenciones sobre los productos	915	960	946	900	892	894	907	924
Producto interior bruto (precios de mercado) ²⁾	8.562	9.020	9.227	8.986	8.952	8.975	9.042	9.109
Remuneración de los asalariados								
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción								
Consumo de capital fijo								
<i>Excedente neto de explotación y renta mixta</i>								
Cuenta de asignación de la renta primaria								
Excedente neto de explotación y renta mixta	2.191	2.343	2.327	2.139	2.123	2.146	2.182	2.205
Remuneración de los asalariados	4.083	4.269	4.446	4.441	4.433	4.436	4.452	4.468
Impuestos menos subvenciones sobre la producción	1.055	1.104	1.085	1.027	1.022	1.021	1.031	1.052
Rentas de la propiedad	3.035	3.645	3.825	3.137	2.898	2.779	2.720	2.721
Intereses	1.628	2.048	2.265	1.754	1.552	1.441	1.388	1.371
Otras rentas de la propiedad	1.407	1.597	1.560	1.383	1.345	1.337	1.331	1.350
<i>Renta nacional neta</i>								
Cuenta de distribución secundaria de la renta								
Renta nacional neta	7.329	7.727	7.795	7.536	7.512	7.547	7.621	7.684
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	1.033	1.120	1.130	1.043	1.019	1.017	1.024	1.030
Cotizaciones sociales	1.541	1.599	1.668	1.675	1.676	1.681	1.687	1.694
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	1.547	1.593	1.663	1.750	1.779	1.797	1.807	1.815
Otras transferencias corrientes	635	663	684	678	678	680	683	684
Primas netas de seguros no vida	180	184	189	185	183	183	183	183
Derechos de seguros no vida	177	182	186	181	179	180	179	180
Otras	278	296	309	312	316	318	321	322
<i>Renta disponible neta</i>								
Cuenta de utilización de la renta								
Renta disponible neta	7.237	7.633	7.690	7.427	7.403	7.433	7.507	7.566
Gasto en consumo final								
Gasto en consumo individual								
Gasto en consumo colectivo								
Ajuste por variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones	64	65	71	67	66	65	63	63
<i>Ahorro neto</i>								
Cuenta de capital								
Ahorro neto	591	722	520	265	223	217	251	267
Formación bruta de capital								
Formación bruta de capital fijo								
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos								
Consumo de capital fijo	1.253	1.319	1.382	1.396	1.398	1.397	1.399	1.405
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos								
Transferencias de capital	185	166	160	183	193	203	197	202
Impuestos sobre el capital	23	24	24	29	34	34	30	29
Otras transferencias de capital	162	141	136	154	159	169	167	173
<i>Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital)</i>								

Fuentes: BCE y Eurostat.

2) El producto interior bruto es igual al valor añadido bruto de todos los sectores nacionales, más los impuestos netos (es decir, impuestos menos subvenciones) sobre los productos.

3.3 Hogares

(mm de euros; flujos acumulados de cuatro trimestres; saldos vivos a fin de período)

	2006	2007	2008	2008 IV- 2009 III	2009 I- 2009 IV	2009 II- 2010 I	2009 III- 2010 II	2009 IV- 2010 III
Renta, ahorro y variaciones del patrimonio neto								
Remuneración de los asalariados (+)	4.083	4.269	4.446	4.441	4.433	4.436	4.452	4.468
Excedente bruto de explotación y renta mixta (+)	1.420	1.491	1.537	1.495	1.485	1.485	1.490	1.498
Intereses, recursos (+)	264	313	347	274	245	227	219	215
Intereses, empleos (-)	167	217	243	174	148	137	132	131
Otras rentas de la propiedad, recursos (+)	749	807	819	753	739	731	725	730
Otras rentas de la propiedad, empleos (-)	10	10	10	10	10	10	10	11
Impuestos corrientes sobre la renta y el patrimonio (-)	794	852	891	870	860	857	857	861
Cotizaciones sociales netas (-)	1.538	1.595	1.664	1.671	1.672	1.677	1.683	1.690
Prestaciones sociales netas (+)	1.542	1.587	1.656	1.744	1.772	1.791	1.801	1.809
Transferencias corrientes netas, recursos (+)	67	72	72	79	81	82	81	80
= Renta disponible bruta	5.616	5.866	6.069	6.059	6.065	6.070	6.085	6.107
Gasto en consumo final (-)	4.902	5.099	5.268	5.193	5.194	5.221	5.252	5.288
Variación en el patrimonio neto de los fondos de pensiones (+)	64	64	71	67	65	65	63	62
= Ahorro bruto	770	825	867	928	934	912	895	879
Consumo de capital fijo (-)	342	365	381	383	383	382	382	383
Transferencias netas de capital, recursos (+)	19	12	2	15	13	11	10	9
Otras variaciones del patrimonio neto (+)	2.614	1.485	-2.356	-1.530	-258	819	811	831
= Variaciones del patrimonio neto	3.061	1.958	-1.868	-970	306	1.360	1.333	1.337
Inversión, financiación y variaciones del patrimonio neto								
Adquisiciones netas de activos no financieros (+)	608	644	635	569	550	539	540	542
Consumo de capital fijo (-)	342	365	381	383	383	382	382	383
Inversión financiera: principales partidas (+)								
Activos a corto plazo	321	427	452	159	-19	-100	-91	-37
Efectivo y depósitos	285	350	438	256	120	64	63	89
Participaciones en fondos del mercado monetario	1	39	-10	-20	-48	-84	-85	-96
Valores distintos de acciones ¹⁾	35	38	24	-77	-92	-80	-69	-31
Activos a largo plazo	297	145	46	362	526	594	566	464
Depósitos	2	-33	-28	56	90	117	112	89
Valores distintos de acciones	31	34	45	26	22	-14	-7	-33
Acciones y otras participaciones	-25	-73	-109	87	172	220	198	144
Acciones cotizadas y no cotizadas y otras participaciones	-5	-2	21	95	99	110	102	64
Participaciones en fondos de inversión	-20	-72	-130	-7	73	110	96	80
Reservas de seguro de vida y reservas de fondos de pensiones	290	217	137	193	242	271	263	265
Financiación: principales partidas (-)								
Préstamos	406	373	213	102	111	130	135	136
de los cuales: de IFM de la zona del euro	350	283	82	-16	65	76	104	105
Otras variaciones de los activos (+)								
Activos no financieros	2.057	1.413	-913	-1.572	-745	-19	477	726
Activos financieros	547	80	-1.481	9	459	846	370	144
Acciones y otras participaciones	458	81	-1.259	-132	236	493	140	23
Reservas de seguro de vida y reservas de fondos de pensiones	60	9	-261	54	178	269	175	114
Otros flujos netos (+)	-20	-12	-13	-12	29	12	-11	18
= Variaciones del patrimonio neto	3.061	1.958	-1.868	-970	306	1.360	1.333	1.337
Balance								
Activos no financieros (+)	25.650	27.341	26.682	25.980	26.104	26.153	26.576	26.864
Activos financieros (+)								
Activos a corto plazo	4.813	5.269	5.804	5.811	5.773	5.729	5.768	5.756
Efectivo y depósitos	4.462	4.852	5.322	5.407	5.475	5.447	5.507	5.499
Participaciones en fondos del mercado monetario	255	293	324	313	244	233	215	201
Valores distintos de acciones ¹⁾	96	124	158	92	55	50	46	55
Activos a largo plazo	11.855	12.055	10.526	11.253	11.520	11.767	11.655	11.883
Depósitos	1.018	953	894	919	963	990	1.003	1.011
Valores distintos de acciones	1.226	1.257	1.319	1.366	1.383	1.379	1.352	1.342
Acciones y otras participaciones	4.983	4.992	3.583	3.918	4.024	4.113	3.977	4.101
Acciones cotizadas y no cotizadas y otras participaciones	3.529	3.592	2.578	2.804	2.833	2.881	2.764	2.857
Participaciones en fondos de inversión	1.453	1.400	1.005	1.114	1.192	1.232	1.213	1.245
Reservas de seguro de vida y reservas de fondos de pensiones	4.627	4.854	4.730	5.050	5.150	5.285	5.323	5.429
Otros activos netos (+)	247	222	216	221	235	211	227	238
Pasivos (-)								
Préstamos	5.236	5.600	5.810	5.867	5.908	5.919	5.980	6.006
de los cuales: de IFM de la zona del euro	4.560	4.831	4.906	4.921	4.961	4.947	5.101	5.122
= Patrimonio neto	37.329	39.287	37.419	37.398	37.725	37.942	38.245	38.735

Fuentes: BCE y Eurostat.

1) Valores hasta dos años emitidos por las IFM y valores hasta un año emitidos por otros sectores.

3.4 Sociedades no financieras

(mm de euros; flujos acumulados de cuatro trimestres; saldos vivos a fin de período)

	2006	2007	2008	2008 IV- 2009 III	2009 I- 2009 IV	2009 II- 2010 I	2009 III- 2010 II	2009 IV- 2010 III
Renta y ahorro								
Valor añadido bruto (precios básicos) (+)	4.374	4.646	4.763	4.557	4.522	4.536	4.578	4.615
Remuneración de los asalariados (-)	2.588	2.718	2.838	2.804	2.787	2.784	2.794	2.807
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción (-)	74	80	76	65	62	58	56	61
= Excedente bruto de explotación (+)	1.712	1.849	1.849	1.689	1.673	1.694	1.727	1.748
Consumo de capital fijo (-)	707	741	777	786	787	786	786	789
= Excedente neto de explotación (+)	1.007	1.108	1.068	898	883	903	936	955
Rentas de la propiedad, recursos (+)	505	597	595	501	474	468	467	470
Intereses, recursos	172	204	217	165	148	137	131	127
Otras rentas de la propiedad, recursos	332	393	378	336	326	331	337	343
Intereses y otras rentas, empleos (-)	288	354	404	322	289	269	257	253
= Renta empresarial neta (+)	1.223	1.351	1.259	1.077	1.067	1.102	1.146	1.172
Renta distribuida (-)	926	988	1.019	930	911	900	897	907
Impuestos sobre la renta y el patrimonio, empleos (-)	190	212	197	139	125	126	133	134
Cotizaciones sociales, recursos (+)	75	64	66	68	69	70	70	70
Prestaciones sociales, empleos (-)	61	62	65	66	67	67	67	67
Otras transferencias corrientes netas (-)	65	57	60	61	62	64	65	65
= Ahorro neto	55	95	-15	-50	-29	16	54	69
Inversión, financiación y ahorro								
Adquisiciones netas de activos no financieros (+)	306	374	337	131	75	69	114	140
Formación bruta de capital fijo (+)	987	1.075	1.095	963	935	925	937	944
Consumo de capital fijo (-)	707	741	777	786	787	786	786	789
Adquisiciones netas de otros activos no financieros (+)	24	38	19	-45	-72	-69	-36	-14
Inversión financiera: principales partidas (+)								
Activos a corto plazo	158	168	65	82	109	104	46	29
Efectivo y depósitos	146	154	15	38	90	98	58	49
Participaciones en fondos del mercado monetario	2	-19	30	40	38	4	-20	-27
Valores distintos de acciones ¹⁾	10	33	21	4	-19	1	9	7
Activos a largo plazo	477	742	701	404	193	169	289	347
Depósitos	33	6	39	40	19	-11	-5	-9
Valores distintos de acciones	-1	-9	-60	-45	-29	-30	16	18
Acciones y otras participaciones	285	448	348	258	94	76	56	80
Otros (principalmente préstamos entre empresas relacionadas)	161	297	373	152	109	134	221	258
Otros activos netos (+)	97	148	-27	-63	-35	63	4	44
Financiación: principales partidas (-)								
Deuda	679	890	708	234	112	139	162	234
de la cual: préstamos de IFM de la zona del euro	443	539	396	-19	-113	-102	-87	-27
de la cual: valores distintos de acciones	38	38	55	91	84	103	81	69
Acciones y otras participaciones	231	379	308	288	178	169	154	177
Acciones cotizadas	33	55	7	71	66	66	47	37
Acciones no cotizadas y otras participaciones	199	324	301	217	112	103	107	139
Transferencias netas de capital, recursos (-)	72	68	72	78	79	78	81	81
= Ahorro neto	55	95	-15	-50	-29	16	54	69
Balance financiero								
Activos financieros								
Activos a corto plazo	1.674	1.826	1.904	1.972	2.011	1.989	1.984	1.997
Efectivo y depósitos	1.367	1.507	1.537	1.580	1.634	1.604	1.610	1.626
Participaciones en fondos del mercado monetario	183	159	185	222	206	198	181	181
Valores distintos de acciones ¹⁾	124	161	182	170	171	187	193	191
Activos a largo plazo	10.072	11.041	9.429	10.261	10.488	10.793	10.709	11.069
Depósitos	143	181	215	228	220	217	220	219
Valores distintos de acciones	280	268	215	150	186	194	200	181
Acciones y otras participaciones	7.505	8.153	6.179	6.982	7.161	7.384	7.186	7.511
Otros (principalmente préstamos entre empresas relacionadas)	2.144	2.439	2.819	2.901	2.921	2.998	3.104	3.158
Otros activos netos (+)	333	385	413	396	395	432	451	431
Pasivos								
Deuda	7.880	8.696	9.427	9.518	9.519	9.610	9.684	9.721
de la cual: préstamos de IFM de la zona del euro	3.957	4.482	4.875	4.771	4.715	4.717	4.737	4.718
de la cual: valores distintos de acciones	680	683	740	819	820	874	884	894
Acciones y otras participaciones	13.172	14.368	10.773	11.957	12.265	12.485	11.904	12.558
Acciones cotizadas	4.543	5.041	2.920	3.373	3.508	3.590	3.316	3.542
Acciones no cotizadas y otras participaciones	8.629	9.328	7.853	8.584	8.757	8.895	8.588	9.015

Fuentes: BCE y Eurostat.

1) Valores hasta dos años emitidos por las IFM y valores hasta un año emitidos por otros sectores.

3.5 Empresas de seguros y fondos de pensiones

(mm de euros; flujos acumulados de cuatro trimestres; saldos vivos a fin de período)

	2006	2007	2008	2008 IV- 2009 III	2009 I- 2009 IV	2009 II- 2010 I	2009 III- 2010 II	2009 IV- 2010 III
Cuenta financiera, operaciones financieras								
Inversión financiera: principales partidas (+)								
Activos a corto plazo	63	66	113	47	31	17	33	56
Efectivo y depósitos	11	6	57	-1	-33	-21	2	6
Participaciones en fondos del mercado monetario	3	2	20	6	9	1	12	11
Valores distintos de acciones ¹⁾	49	57	36	42	55	37	19	39
Activos a largo plazo	309	165	72	140	208	274	268	265
Depósitos	62	47	-3	29	19	2	-5	-4
Valores distintos de acciones	117	48	6	-8	50	83	152	158
Préstamos	1	-15	38	28	15	13	13	18
Acciones cotizadas	2	-1	2	-100	-88	-83	-82	-1
Acciones no cotizadas y otras participaciones	32	22	29	6	-3	2	5	6
Participaciones en fondos de inversión	95	65	1	185	215	256	185	89
Otros activos netos (+)	14	-3	27	7	5	25	18	17
Financiación: principales partidas (-)								
Valores distintos de acciones	6	3	12	10	1	0	6	4
Préstamos	50	-2	27	12	-25	-16	-11	12
Acciones y otras participaciones	11	3	9	5	3	3	3	5
Reservas técnicas de seguro	318	241	139	199	272	319	300	294
Particip. neta hogares en reservas seguros de vida y fondos de pensiones	301	226	117	193	257	304	291	286
Reservas para primas y para siniestros	17	15	22	7	14	15	10	8
= Variaciones del patrimonio financiero neto derivadas de operaciones	1	-17	26	-33	-7	10	21	24
Cuenta de otras variaciones								
Otras variaciones de los activos financieros (+)								
Acciones y otras participaciones	171	-2	-600	-30	232	368	183	116
Otros activos netos	-54	-28	46	85	59	100	126	128
Otras variaciones de los pasivos (-)								
Acciones y otras participaciones	41	-32	-195	-48	20	96	33	-16
Reservas técnicas de seguro	54	13	-260	56	175	258	175	120
Particip. neta hogares en reservas seguros de vida y fondos de pensiones	53	14	-257	61	177	262	174	118
Reservas para primas y para siniestros	1	-1	-3	-5	-2	-4	2	1
= Otras variaciones del patrimonio financiero neto	22	-10	-99	47	96	113	101	140
Balance financiero								
Activos financieros (+)								
Activos a corto plazo	501	564	680	693	720	727	747	763
Efectivo y depósitos	157	163	224	190	195	196	206	203
Participaciones en fondos del mercado monetario	80	80	98	102	99	103	108	107
Valores distintos de acciones ¹⁾	264	320	358	400	426	428	433	453
Activos a largo plazo	5.191	5.333	4.817	5.186	5.320	5.532	5.519	5.654
Depósitos	598	646	641	664	661	660	656	660
Valores distintos de acciones	1.863	1.886	1.904	1.977	2.007	2.101	2.149	2.214
Préstamos	429	415	452	464	468	475	480	483
Acciones cotizadas	742	718	416	411	420	435	411	435
Acciones no cotizadas y otras participaciones	475	514	436	461	469	476	466	473
Participaciones en fondos de inversión	1.083	1.154	967	1.210	1.295	1.386	1.358	1.389
Otros activos netos (+)	185	167	233	236	228	252	267	285
Pasivos (-)								
Valores distintos de acciones	36	29	47	49	53	56	59	58
Préstamos	256	252	281	272	254	266	271	284
Acciones y otras participaciones	688	658	471	497	495	515	479	486
Reservas técnicas de seguro	5.015	5.269	5.147	5.490	5.594	5.748	5.795	5.903
Particip. neta hogares en reservas seguros de vida y fondos de pensiones	4.309	4.548	4.409	4.738	4.843	4.990	5.033	5.142
Reservas para primas y para siniestros	706	720	739	752	751	759	762	761
= Riqueza financiera neta	-117	-144	-217	-194	-128	-75	-71	-29

Fuente: BCE.

1) Valores hasta dos años emitidos por IFM y valores hasta un año emitidos por otros sectores.



MERCADOS FINANCIEROS

4.1 Valores distintos de acciones por plazo a la emisión, residencia del emisor y moneda

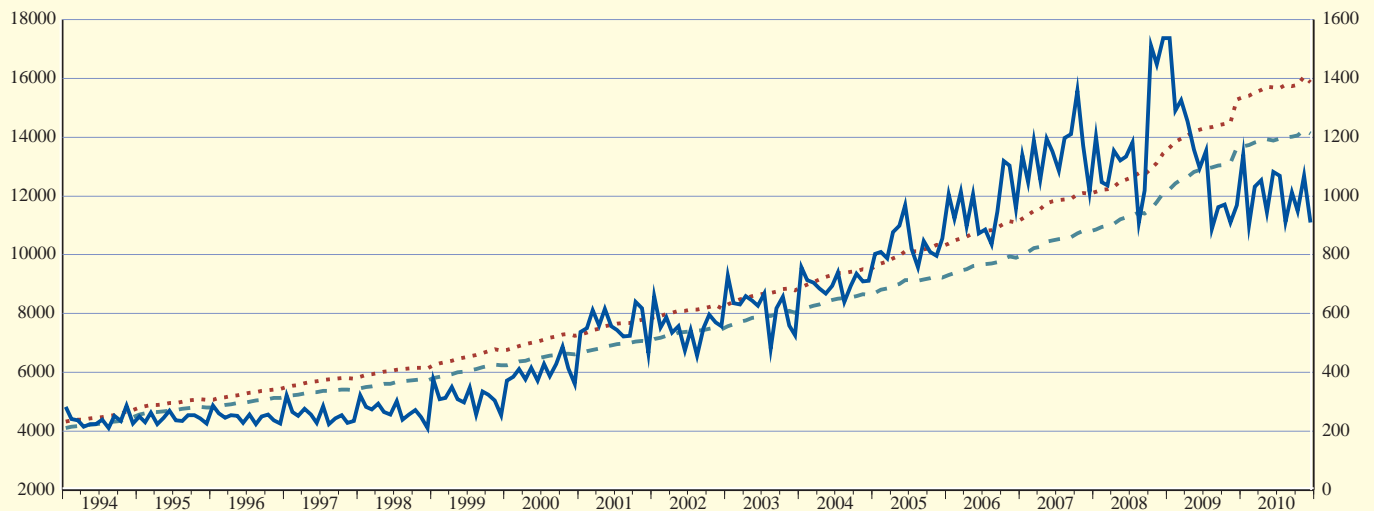
(mm de euros y tasas de crecimiento del período; datos desestacionalizados; operaciones realizadas en el mes y saldos vivos a fin de período; valores nominales)

	Emisiones totales en euros ¹⁾			Emisiones por residentes en la zona del euro								
	Saldos vivos	Emisiones brutas	Emisiones netas	En euros			En todas las monedas					
				Saldos vivos	Emisiones brutas	Emisiones netas	Saldos vivos	Emisiones brutas	Emisiones netas	Tasas de crecimiento interanual	Desestacionalizadas ²⁾	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Emisiones netas	Tasas crec. de 6 meses	
Total												
2009 Dic	15.896,8	938,3	-63,2	13.646,1	884,8	-61,4	15.276,1	969,4	-61,8	7,8	13,3	4,8
2010 Ene	15.937,5	1.091,0	40,3	13.689,6	1.028,3	42,9	15.365,2	1.140,6	66,4	7,1	61,7	4,3
Feb	15.975,4	860,1	38,1	13.729,2	811,1	39,8	15.414,5	900,4	37,1	5,9	-9,8	3,1
Mar	16.119,8	1.027,9	143,4	13.831,7	923,6	101,5	15.529,4	1.031,3	109,7	5,5	94,7	2,7
Abr	16.163,1	1.003,9	45,7	13.883,3	947,9	53,6	15.612,9	1.054,4	77,2	5,2	50,2	3,1
May	16.170,8	867,5	9,2	13.920,4	839,6	38,6	15.721,9	944,1	58,7	4,3	-6,1	2,5
Jun	16.155,6	1.049,7	7,9	13.895,9	984,2	-1,4	15.702,8	1.081,6	-12,9	3,7	7,4	2,6
Jul	16.176,5	1.005,9	21,9	13.942,8	967,2	47,9	15.676,6	1.068,6	15,0	3,3	47,6	2,4
Ago	16.241,6	845,3	65,4	14.005,1	804,9	62,7	15.783,1	912,1	82,4	3,7	143,8	4,4
Sep	16.260,8	983,8	19,5	14.023,2	907,3	18,4	15.737,2	1.011,9	4,9	3,1	48,1	3,8
Oct	16.270,1	887,6	12,0	14.062,6	842,7	42,0	15.776,6	949,1	53,9	3,2	25,9	3,4
Nov	16.447,0	996,2	178,2	14.258,6	957,3	197,1	16.057,9	1.069,1	236,3	4,3	209,0	6,3
Dic	16.295,7	870,7	-151,6	14.124,5	838,0	-134,4	15.872,6	909,8	-170,4	3,7	-121,0	4,6
A largo plazo												
2009 Dic	14.349,2	169,6	-35,4	12.213,9	154,0	-25,5	13.638,3	166,1	-34,3	8,9	-15,2	6,0
2010 Ene	14.387,5	309,6	39,2	12.245,9	278,0	32,9	13.711,3	315,9	53,8	8,5	105,1	6,3
Feb	14.443,8	212,2	56,8	12.308,9	193,7	63,4	13.785,0	211,7	62,1	7,5	13,3	4,8
Mar	14.577,4	310,4	132,7	12.417,5	250,1	107,8	13.902,3	281,5	113,6	7,2	108,6	4,8
Abr	14.623,7	246,8	47,4	12.464,7	223,5	47,8	13.978,0	255,3	68,4	7,1	54,6	4,6
May	14.635,1	154,4	11,8	12.498,0	148,4	33,7	14.085,0	181,7	59,6	6,0	-4,8	3,7
Jun	14.639,5	273,0	29,1	12.503,2	245,7	29,9	14.098,8	265,6	23,2	5,1	5,2	4,2
Jul	14.673,0	260,3	34,7	12.538,5	240,9	36,5	14.076,1	268,3	14,6	4,8	57,4	3,4
Ago	14.704,4	140,8	32,1	12.569,7	127,4	32,0	14.141,9	152,8	43,7	4,7	104,6	4,8
Sep	14.708,6	268,2	4,6	12.583,9	228,0	14,5	14.099,1	258,4	4,6	4,2	37,2	3,7
Oct	14.747,6	222,2	39,2	12.634,8	195,5	51,1	14.156,2	232,7	67,0	4,1	60,2	3,8
Nov	14.889,4	335,6	142,8	12.791,6	319,1	157,7	14.385,8	357,6	188,8	4,9	157,4	6,1
Dic	14.865,2	183,9	-23,3	12.785,3	176,8	-5,4	14.342,8	190,8	-29,0	4,9	-27,1	5,7

G15 Saldo vivo total y emisiones brutas de valores distintos de acciones por residentes en la zona del euro

(mm de euros)

- Emisión bruta total (escala derecha)
- ... Saldo vivo total (escala izquierda)
- - Saldo vivo en euros (escala izquierda)



Fuentes: BCE y BPI (en el caso de emisiones realizadas por no residentes en la zona del euro).

1) Emisión total de valores distintos de acciones denominados en euros realizada por residentes y no residentes en la zona del euro.

2) Para más información sobre el cálculo de las tasas de crecimiento, véanse las Notas Técnicas. Las tasas de crecimiento de seis meses se han anualizado.

4.2 Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro por sector emisor y tipo de instrumento

(mm de euros, operaciones realizadas en el mes y saldos vivos a fin de período; valores nominales)

1. Saldos vivos y emisiones brutas

	Saldos vivos						Emisiones brutas ¹⁾					
	Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	Total											
2009	15.276	5.376	3.213	805	5.508	374	1.126	734	62	86	221	22
2010	15.873	5.245	3.294	857	6.023	454	1.006	624	76	72	208	25
2010 I	15.529	5.468	3.174	843	5.654	389	1.024	642	61	74	227	20
II	15.703	5.454	3.212	848	5.770	418	1.027	661	62	80	198	26
III	15.737	5.427	3.204	848	5.821	437	998	631	75	67	197	27
IV	15.873	5.245	3.294	857	6.023	454	976	564	107	65	212	29
2010 Sep	15.737	5.427	3.204	848	5.821	437	1.012	627	61	71	222	30
Oct	15.777	5.265	3.222	854	5.995	441	949	559	76	69	217	29
Nov	16.058	5.299	3.307	863	6.142	447	1.069	548	150	66	279	25
Dic	15.873	5.245	3.294	857	6.023	454	910	583	96	59	139	32
	A corto plazo											
2009	1.638	733	88	72	724	21	876	635	19	69	137	15
2010	1.530	572	114	67	732	45	758	533	31	60	118	17
2010 I	1.627	747	80	77	706	17	754	536	27	61	120	10
II	1.604	734	95	73	681	21	793	570	31	67	110	16
III	1.638	743	94	72	692	37	771	546	28	58	118	20
IV	1.530	572	114	67	732	45	716	482	36	53	123	22
2010 Sep	1.638	743	94	72	692	37	753	524	24	55	128	22
Oct	1.620	591	101	73	817	38	716	473	36	53	132	22
Nov	1.672	611	104	72	845	40	712	472	32	54	138	16
Dic	1.530	572	114	67	732	45	719	502	40	52	98	27
	A largo plazo ²⁾											
2009	13.638	4.643	3.125	733	4.784	353	251	99	44	17	84	7
2010	14.343	4.673	3.179	791	5.291	409	248	91	46	12	91	9
2010 I	13.902	4.722	3.094	767	4.948	372	270	106	33	13	107	10
II	14.099	4.720	3.117	775	5.089	398	234	91	31	13	89	10
III	14.099	4.684	3.110	776	5.130	400	227	86	46	9	79	6
IV	14.343	4.673	3.179	791	5.291	409	260	81	72	12	89	7
2010 Sep	14.099	4.684	3.110	776	5.130	400	258	103	37	17	94	8
Oct	14.156	4.674	3.121	781	5.178	403	233	86	40	15	84	7
Nov	14.386	4.688	3.204	791	5.297	406	358	76	119	12	141	9
Dic	14.343	4.673	3.179	791	5.291	409	191	81	56	8	41	5
	del cual: a tipo fijo											
2009	8.829	2.587	1.034	599	4.338	271	173	60	18	16	74	4
2010	9.513	2.668	1.101	675	4.777	291	156	50	13	11	78	5
2010 I	9.097	2.658	1.053	626	4.482	278	186	61	10	12	95	7
II	9.312	2.663	1.083	654	4.625	286	156	47	12	11	81	5
III	9.335	2.650	1.070	658	4.670	286	141	48	12	8	70	4
IV	9.513	2.668	1.101	675	4.777	291	141	42	19	11	65	5
2010 Sep	9.335	2.650	1.070	658	4.670	286	179	63	13	13	84	5
Oct	9.385	2.657	1.077	664	4.699	289	149	48	17	15	64	5
Nov	9.524	2.679	1.108	673	4.773	290	182	49	20	11	96	6
Dic	9.513	2.668	1.101	675	4.777	291	92	29	18	8	35	3
	del cual: a tipo variable											
2009	4.371	1.769	2.024	123	374	81	62	28	25	1	6	2
2010	4.369	1.736	1.973	108	435	115	77	34	29	1	10	4
2010 I	4.340	1.775	1.961	130	382	93	70	38	20	1	7	3
II	4.320	1.768	1.949	110	383	110	65	37	17	1	5	6
III	4.322	1.754	1.962	109	386	112	73	29	33	1	6	3
IV	4.369	1.736	1.973	108	435	115	102	33	44	0	22	2
2010 Sep	4.322	1.754	1.962	109	386	112	66	31	23	3	6	3
Oct	4.328	1.739	1.965	109	402	113	74	33	21	0	17	2
Nov	4.407	1.730	2.009	109	445	115	159	21	92	1	43	3
Dic	4.369	1.736	1.973	108	435	115	72	45	18	0	6	2

Fuente: BCE.

- 1) Los datos mensuales sobre emisiones brutas se refieren a las operaciones realizadas en el mes. A efectos de comparación, los datos trimestrales y anuales se refieren a las respectivas medias mensuales.
- 2) La diferencia residual entre el total de valores distintos de acciones a largo plazo y los valores distintos de acciones a largo plazo emitidos a tipo de interés fijo y a tipo de interés variable se debe a los bonos cupón cero y a los efectos de revalorización.

4.2 Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro por sector emisor y tipo de instrumento

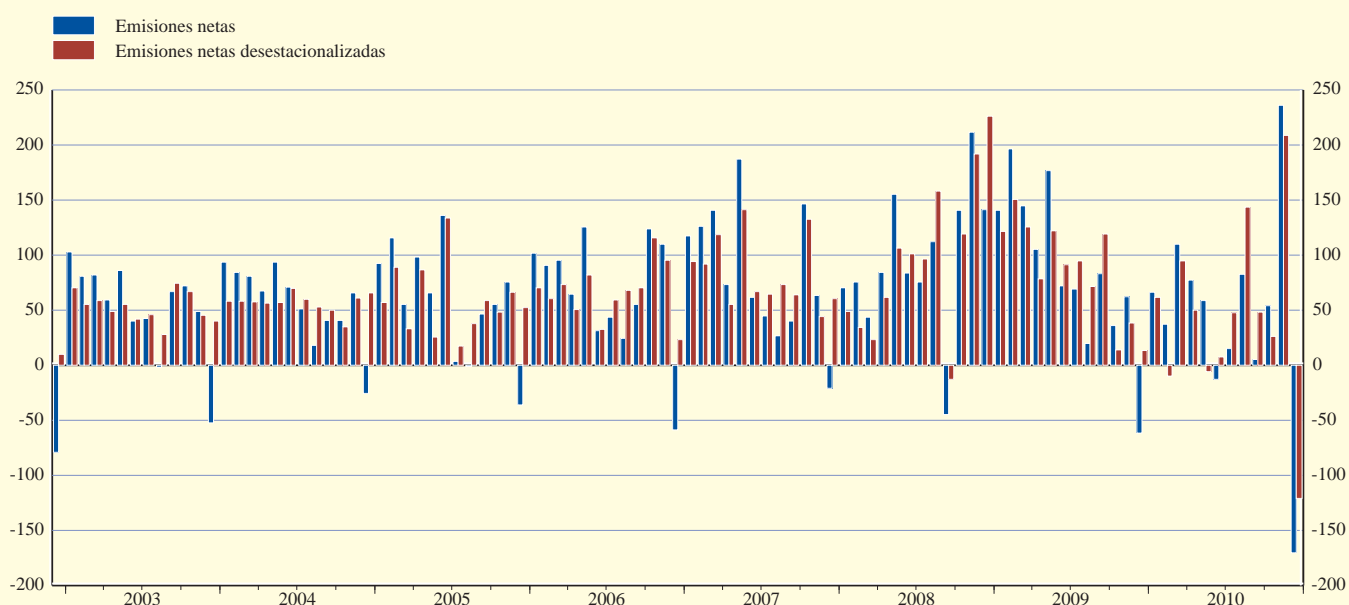
(mm de euros, salvo indicación en contrario; operaciones realizadas en el período; valores nominales)

2. Emisiones netas

	Sin desestacionalizar ¹⁾						Desestacionalizadas ¹⁾					
	Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Total												
2009	87,0	10,3	19,2	8,5	46,2	2,8	86,7	10,2	18,8	8,2	46,7	2,9
2010	46,5	-1,2	5,8	5,3	31,5	5,1	46,0	-1,4	5,7	5,3	31,6	4,7
2010 I	71,0	25,7	-15,7	11,5	46,4	3,1	48,9	7,5	2,0	10,4	24,6	4,5
II	41,0	-12,6	8,1	5,0	34,9	5,6	17,1	-15,1	2,7	0,8	23,0	5,7
III	34,1	2,7	1,9	2,6	20,5	6,4	79,8	12,1	25,5	5,0	29,5	7,7
IV	39,9	-20,5	28,7	2,3	24,1	5,4	38,0	-10,2	-7,6	5,2	49,5	1,1
2010 Sep	4,9	-7,5	-24,7	6,1	22,3	8,8	48,1	18,2	4,0	7,4	8,3	10,2
Oct	53,9	-26,6	19,5	7,6	48,7	4,6	25,9	-37,5	-7,8	7,6	61,7	1,9
Nov	236,3	10,8	76,8	3,5	140,3	4,9	209,0	9,2	69,9	3,3	123,6	3,0
Dic	-170,4	-45,6	-10,4	-4,4	-116,8	6,8	-121,0	-2,3	-84,7	4,7	-37,0	-1,7
A largo plazo												
2009	87,7	15,1	22,3	12,6	34,5	3,2	87,6	15,2	22,0	12,7	34,6	3,1
2010	55,9	1,9	3,6	5,8	41,5	3,1	56,0	1,9	3,5	5,8	41,6	3,1
2010 I	76,5	22,4	-12,9	9,9	52,8	4,3	75,6	12,6	5,2	10,7	43,0	4,2
II	50,4	-7,6	3,4	6,1	43,9	4,6	18,3	-17,5	-1,6	2,2	30,8	4,4
III	21,0	-1,4	2,1	3,0	16,3	0,9	66,4	6,3	24,3	4,8	28,6	2,3
IV	75,6	-5,9	21,9	4,1	52,8	2,8	63,5	6,2	-13,8	5,6	64,0	1,6
2010 Sep	4,6	4,5	-22,7	9,9	10,5	2,4	37,2	23,5	2,3	9,2	-2,7	5,0
Oct	67,0	-5,0	12,4	7,1	49,0	3,6	60,2	-3,8	-10,3	8,4	64,3	1,6
Nov	188,8	-6,2	74,5	3,8	113,9	2,8	157,4	-5,4	66,0	3,3	92,2	1,2
Dic	-29,0	-6,6	-21,3	1,3	-4,6	2,1	-27,1	27,6	-97,1	5,0	35,4	2,0

G16 Emisiones netas de valores distintos de acciones: desestacionalizadas y sin desestacionalizar

(mm de euros, operaciones realizadas en el mes, valores nominales)



Fuente: BCE.

1) Los datos mensuales sobre emisiones netas se refieren a las operaciones realizadas en el mes. A efectos de comparación, los datos trimestrales y anuales se refieren a las respectivas medias mensuales.

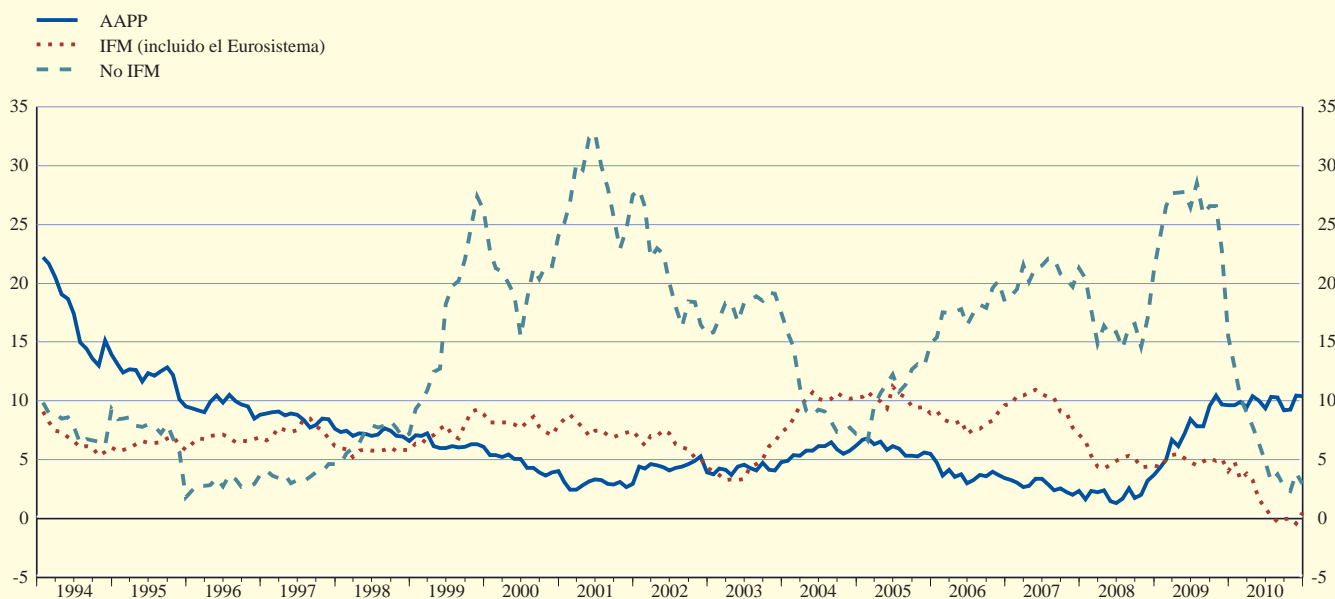
4.3 Tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro ¹⁾

(tasas de variación)

	Tasas de crecimiento interanual (sin desestacionalizar)						Tasas de crecimiento de seis meses desestacionalizadas					
	Total	IFM (incluido el Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido el Euro- sistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	Total											
2009 Dic	7,8	2,3	10,3	14,5	11,2	10,0	4,8	-0,1	2,8	16,5	9,3	10,9
2010 Ene	7,1	2,4	9,2	13,9	10,1	9,4	4,3	0,6	0,5	12,2	8,8	8,6
Feb	5,9	0,7	6,2	15,0	9,7	11,0	3,1	-1,3	-1,9	15,5	8,1	11,5
Mar	5,5	1,5	4,6	16,1	8,5	11,8	2,7	-0,3	-3,2	13,1	6,9	12,3
Abr	5,2	1,3	3,6	16,1	8,4	11,2	3,1	2,3	-3,0	13,2	5,3	12,9
May	4,3	-0,2	2,9	15,0	8,0	10,4	2,5	0,1	-2,0	12,6	5,4	11,3
Jun	3,7	-0,4	1,8	12,3	7,2	13,7	2,6	-0,8	0,9	8,3	5,2	16,7
Jul	3,3	-0,9	0,5	10,1	7,4	15,2	2,4	-2,4	0,7	8,0	6,0	22,4
Ago	3,7	-0,3	1,7	10,2	7,2	15,4	4,4	0,6	5,4	5,4	6,4	19,9
Sep	3,1	-0,3	1,0	8,6	6,2	16,6	3,8	-0,3	5,4	4,2	5,6	21,1
Oct	3,2	0,1	0,7	8,4	6,2	16,0	3,4	-2,0	4,4	3,8	7,1	19,0
Nov	4,3	0,1	2,8	8,3	7,9	16,4	6,3	0,1	8,0	4,2	10,4	21,7
Dic	3,7	-0,3	2,1	8,0	6,8	15,9	4,6	0,2	3,4	7,5	8,3	13,0
	A largo plazo											
2009 Dic	8,9	4,0	12,5	26,1	9,5	12,0	6,0	2,4	3,4	21,4	8,9	11,2
2010 Ene	8,5	4,8	10,1	23,1	9,5	11,6	6,3	3,6	0,8	16,6	10,4	11,1
Feb	7,5	3,3	7,1	22,5	9,7	12,4	4,8	0,3	-1,6	19,3	10,7	11,8
Mar	7,2	3,8	5,5	22,6	9,2	12,8	4,8	1,4	-3,0	17,0	10,6	13,8
Abr	7,1	3,2	4,4	21,5	10,4	11,0	4,6	1,7	-2,6	15,7	9,7	12,7
May	6,0	1,6	3,3	18,5	10,1	8,9	3,7	-0,8	-2,0	12,7	9,9	9,9
Jun	5,1	0,9	2,0	16,0	9,1	12,9	4,2	-0,6	0,7	10,7	9,4	14,7
Jul	4,8	0,2	0,7	12,7	10,2	12,1	3,4	-3,1	0,8	9,0	10,1	13,1
Ago	4,7	-0,3	1,4	12,9	10,2	11,8	4,8	-1,0	4,6	7,0	9,7	11,8
Sep	4,2	0,0	0,7	11,2	8,9	12,3	3,7	-1,4	4,4	5,6	7,3	10,8
Oct	4,1	0,0	0,4	10,5	9,1	11,4	3,8	-1,7	3,5	5,6	8,5	10,0
Nov	4,9	-0,4	2,5	9,7	10,4	11,3	6,1	-0,1	7,3	6,7	10,8	12,9
Dic	4,9	0,5	1,4	9,5	10,4	10,3	5,7	1,6	2,0	8,4	11,3	6,1

G17 Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a largo plazo por sector emisor en todas las monedas

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

1) Para más información sobre el cálculo de las tasas de crecimiento, véanse las Notas Técnicas. Las tasas de crecimiento de seis meses se han anualizado.

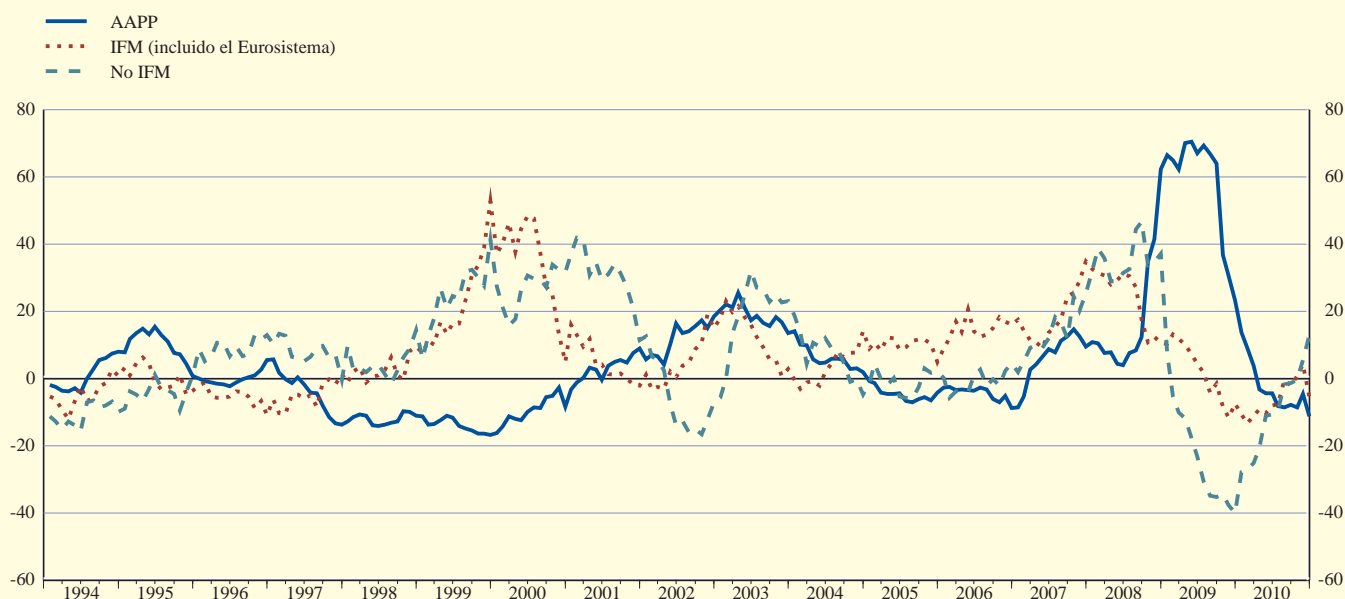
4.3 Tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro ¹⁾ (cont.)

(tasas de variación)

	Tipo fijo a largo plazo						Tipo variable a largo plazo					
	Total	IFM (incluido el Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido el Euro- sistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	
En todas las monedas												
2009	9,5	7,1	18,0	25,0	8,1	4,3	12,0	1,8	35,7	-1,9	0,1	20,7
2010	8,8	5,6	6,7	19,6	9,9	7,4	-0,2	-3,7	1,1	-1,3	6,8	26,1
2010 I	11,1	9,8	13,5	28,8	9,6	8,3	1,2	-3,8	5,8	-2,1	4,6	26,9
II	9,7	7,3	7,3	23,1	10,2	7,5	-1,0	-4,2	0,3	-0,4	5,5	23,4
III	7,5	3,1	3,4	16,1	10,1	7,2	-1,2	-3,6	-1,2	-1,8	4,8	28,5
IV	7,0	2,7	3,3	12,4	9,7	6,8	0,1	-3,1	-0,3	-0,8	12,3	25,7
2010 Jul	7,7	3,1	3,2	15,8	10,5	6,7	-1,4	-3,5	-1,8	-2,0	5,4	30,0
Ago	7,5	2,6	3,6	16,2	10,3	7,1	-1,1	-3,9	-0,8	-2,1	6,6	27,0
Sep	7,0	2,8	2,2	13,7	9,7	7,8	-1,0	-3,2	-0,7	-1,2	3,3	26,3
Oct	6,9	2,9	3,1	12,7	9,4	7,0	-0,5	-3,2	-0,8	-1,1	8,7	25,4
Nov	7,1	2,5	3,7	11,8	10,0	6,8	1,0	-3,8	0,9	-0,5	18,6	25,3
Dic	7,0	2,5	4,0	11,6	9,9	5,3	0,6	-1,5	-1,4	-0,4	15,9	26,7
En euros												
2009	10,1	9,0	21,4	23,3	8,2	3,7	14,3	3,9	38,2	-2,4	-0,4	21,8
2010	9,0	5,5	7,8	20,0	10,0	7,3	0,0	-3,1	0,9	-1,7	6,0	26,4
2010 I	11,4	10,8	14,9	29,2	9,7	8,0	1,6	-3,4	6,3	-2,4	3,2	26,9
II	9,9	7,4	8,3	23,5	10,2	7,2	-1,1	-3,9	-0,2	-0,6	4,1	23,4
III	7,9	2,7	4,5	16,4	10,3	7,2	-1,0	-2,9	-1,4	-2,5	4,1	28,6
IV	7,2	1,6	4,4	12,9	9,9	6,9	0,5	-2,3	-0,7	-1,2	12,4	26,5
2010 Jul	8,1	2,7	4,1	16,3	10,7	6,8	-1,1	-2,9	-1,8	-2,6	4,4	30,3
Ago	7,9	2,2	4,7	16,5	10,5	7,3	-0,8	-3,1	-1,1	-2,7	6,2	27,1
Sep	7,3	2,0	3,5	14,4	9,9	7,9	-0,6	-2,5	-0,6	-1,7	2,9	26,1
Oct	7,1	1,9	4,3	13,2	9,5	7,2	-0,1	-2,5	-0,9	-1,5	8,6	26,2
Nov	7,2	1,2	4,6	12,2	10,1	6,9	1,3	-2,9	0,2	-0,9	18,8	26,4
Dic	7,2	1,2	5,0	12,3	10,1	5,5	1,1	-0,2	-2,1	-0,8	16,2	27,7

G18 Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a corto plazo por sector emisor en todas las monedas

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

1) Las tasas de variación interanual de los datos mensuales se refieren al final del mes, mientras que las de los datos trimestrales y anuales se refieren a la variación interanual de la media del período. Para más información, véanse las Notas Técnicas.

4.4 Acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro ¹⁾

(mm de euros, salvo indicación en contrario; valores de mercado)

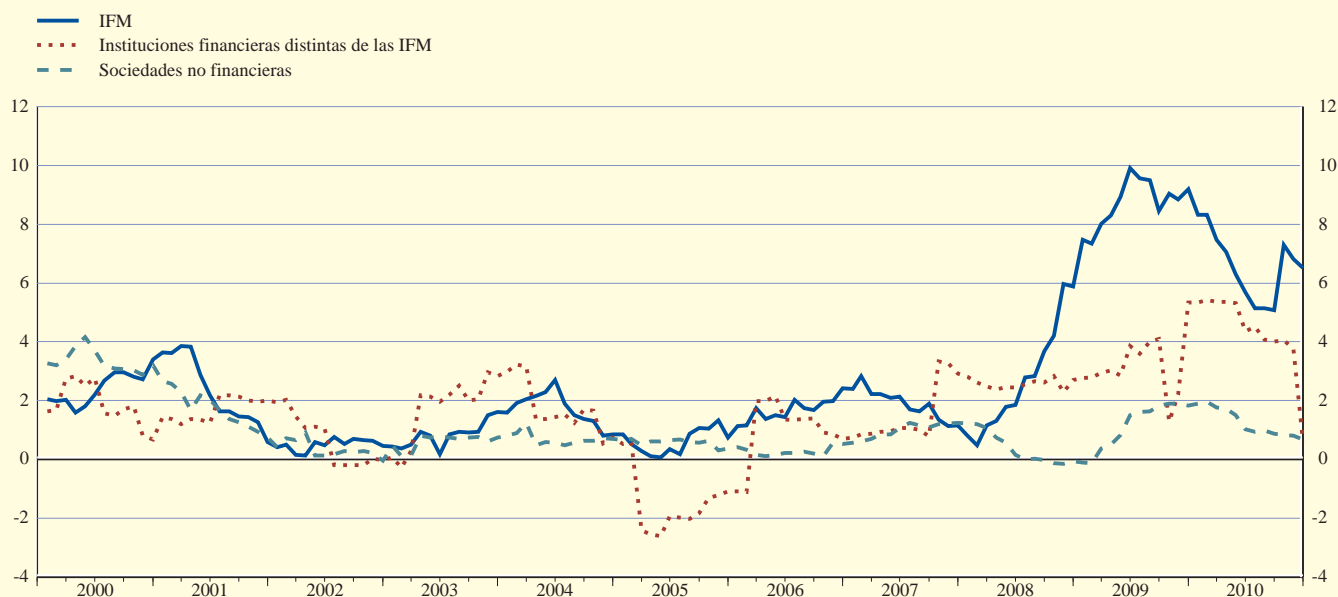
1. Saldos vivos y tasas de crecimiento interanual

(saldos vivos a fin de período)

	Total			IFM		Instituciones financieras distintas de las IFM		Sociedades no financieras	
	Total	Índice: Dic 2001 = 100	Tasas de crecimiento inter-anual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2008 Dic	3.509,5	105,4	1,0	375,0	5,9	282,5	2,7	2.852,1	-0,1
2009 Ene	3.312,9	105,6	1,1	340,9	7,5	259,0	2,8	2.712,9	-0,1
Feb	2.941,5	105,6	1,1	273,8	7,4	206,3	2,8	2.461,3	-0,1
Mar	3.024,7	106,1	1,5	312,8	8,0	223,9	2,9	2.488,0	0,4
Abr	3.457,7	106,2	1,6	410,4	8,3	274,6	3,0	2.772,7	0,5
May	3.604,0	106,5	1,9	448,8	8,9	283,3	2,9	2.871,9	0,8
Jun	3.556,1	107,3	2,7	445,3	9,9	279,4	3,9	2.831,3	1,5
Jul	3.841,4	107,5	2,7	505,7	9,6	301,1	3,6	3.034,6	1,6
Ago	4.039,5	107,5	2,7	568,4	9,5	321,7	4,0	3.149,3	1,6
Sep	4.208,3	107,6	2,8	588,4	8,5	352,3	4,1	3.267,6	1,8
Oct	4.063,0	107,8	2,7	563,3	9,0	326,8	1,3	3.173,0	1,9
Nov	4.077,6	108,1	2,7	563,8	8,8	318,5	2,2	3.195,3	1,9
Dic	4.409,3	108,5	3,0	566,0	9,2	349,4	5,3	3.493,8	1,8
2010 Ene	4.241,8	108,7	2,9	516,7	8,3	339,3	5,3	3.385,9	1,9
Feb	4.160,3	108,7	3,0	499,3	8,3	337,8	5,4	3.323,2	2,0
Mar	4.473,4	109,0	2,8	543,6	7,5	363,8	5,4	3.566,0	1,8
Abr	4.408,1	109,0	2,7	508,4	7,1	344,3	5,3	3.555,4	1,7
May	4.092,5	109,1	2,4	445,9	6,3	321,4	5,3	3.325,2	1,5
Jun	4.053,8	109,3	1,9	446,4	5,7	314,3	4,4	3.293,1	1,0
Jul	4.255,3	109,4	1,7	519,8	5,1	336,8	4,5	3.398,6	0,9
Ago	4.120,3	109,4	1,7	479,3	5,1	313,2	4,1	3.327,9	1,0
Sep	4.344,3	109,4	1,7	487,0	5,1	325,3	4,0	3.531,9	0,9
Oct	4.529,9	109,8	1,8	514,4	7,3	332,4	4,0	3.683,1	0,8
Nov	4.408,1	110,0	1,7	437,8	6,8	311,3	3,8	3.659,0	0,8
Dic	4.591,6	110,0	1,3	458,4	6,5	329,4	0,6	3.803,8	0,7

G19 Tasas de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

1) Para más información sobre el cálculo del índice y de las tasas de crecimiento, véanse las Notas Técnicas.

4.4 Acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro

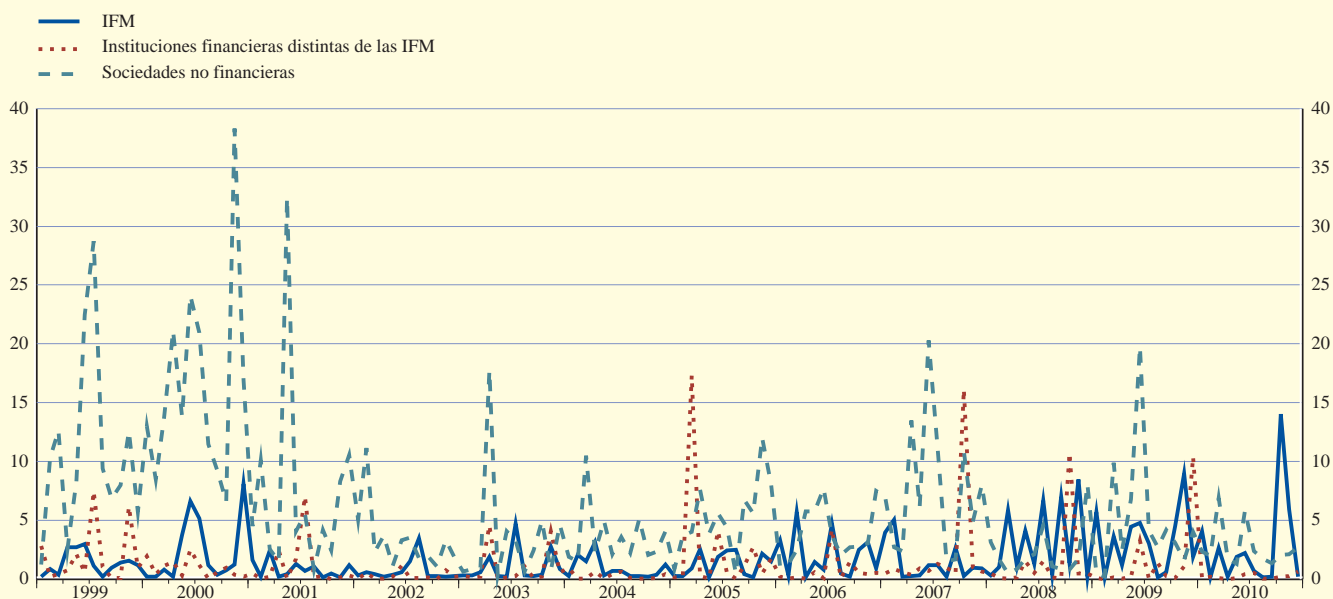
(mm de euros; valores de mercado)

2. Operaciones realizadas en el mes

	Total			IFM			Inst. financieras distintas de las IFM			Sociedades no financieras		
	Emisiones brutas 1	Amorti- zaciones 2	Emisiones netas 3	Emisiones brutas 4	Amorti- zaciones 5	Emisiones netas 6	Emisiones brutas 7	Amorti- zaciones 8	Emisiones netas 9	Emisiones brutas 10	Amorti- zaciones 11	Emisiones netas 12
2008 Dic	8,5	2,6	6,0	0,0	0,0	0,0	0,5	0,0	0,4	8,0	2,5	5,5
2009 Ene	6,3	0,5	5,8	5,7	0,0	5,7	0,1	0,0	0,0	0,5	0,4	0,1
Feb	0,2	0,9	-0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	-0,1	0,2	0,8	-0,6
Mar	13,7	0,2	13,4	3,6	0,0	3,6	0,2	0,0	0,1	9,9	0,2	9,7
Abr	3,7	0,3	3,4	1,2	0,0	1,2	0,1	0,0	0,0	2,4	0,3	2,1
May	11,4	0,3	11,1	4,4	0,0	4,4	0,2	0,0	0,1	6,8	0,3	6,5
Jun	27,8	2,0	25,8	4,8	0,0	4,8	3,3	0,3	3,0	19,7	1,8	18,0
Jul	7,2	0,2	7,0	3,0	0,0	3,0	0,0	0,0	0,0	4,1	0,1	4,0
Ago	4,0	3,3	0,7	0,0	0,0	0,0	1,3	0,0	1,3	2,7	3,3	-0,6
Sep	5,0	0,3	4,7	0,6	0,0	0,6	0,2	0,0	0,2	4,2	0,2	3,9
Oct	7,7	0,3	7,4	4,5	0,0	4,5	0,1	0,0	0,1	3,1	0,2	2,8
Nov	11,6	0,2	11,4	9,0	0,0	9,0	1,0	0,0	1,0	1,6	0,2	1,4
Dic	16,2	0,2	16,1	1,9	0,0	1,9	10,4	0,1	10,3	4,0	0,1	3,9
2010 Ene	6,4	0,0	6,4	4,1	0,0	4,1	0,1	0,0	0,1	2,3	0,0	2,3
Feb	2,2	0,3	1,9	0,0	0,0	0,0	0,2	0,0	0,2	2,0	0,3	1,7
Mar	9,6	0,2	9,4	2,6	0,0	2,6	0,1	0,0	0,1	6,9	0,2	6,7
Abr	1,8	0,4	1,5	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,8	0,3	1,5
May	3,2	0,8	2,4	1,9	0,0	1,9	0,1	0,0	0,1	1,3	0,8	0,4
Jun	8,4	0,4	8,0	2,2	0,0	2,2	0,4	0,0	0,4	5,8	0,4	5,4
Jul	3,6	0,8	2,7	0,7	0,0	0,7	0,5	0,0	0,5	2,4	0,8	1,6
Ago	1,8	1,2	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,7	1,2	0,6
Sep	1,6	0,2	1,4	0,2	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	1,4	0,2	1,2
Oct	16,3	1,1	15,2	14,0	0,0	14,0	0,2	0,0	0,2	2,0	1,1	1,0
Nov	8,2	1,2	7,0	5,9	0,0	5,9	0,2	0,1	0,2	2,1	1,2	0,9
Dic	3,5	3,4	0,1	0,2	0,0	0,2	0,6	0,3	0,3	2,7	3,1	-0,4

G20 Emisiones brutas de acciones cotizadas por sector emisor

(mm de euros; operaciones realizadas en el mes; valores de mercado)



Fuente: BCE.

4.5 Tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos y a los préstamos denominados en euros a sectores residentes en la zona del euro ¹⁾

(porcentaje; saldos vivos a fin de período; las nuevas operaciones se refieren a la media del período, salvo indicación en contrario)

1. Tipos de interés aplicados a los depósitos (nuevas operaciones)

	Depósitos de los hogares						Depósitos de las sociedades no financieras				Cesiones temporales
	A la vista ²⁾	A plazo			Disponibles con preaviso ^{2),3)}		A la vista ²⁾	A plazo			
	1	Hasta 1 año	A más de 1 año y hasta 2 años	A más de 2 años	Hasta 3 meses	A más de 3 meses	7	Hasta 1 año	A más de 1 año y hasta 2 años	A más de 2 años		10	11
2010 Feb	0,42	1,75	2,24	2,36	1,45	2,11	0,44	0,73	2,11	2,39	0,53
Mar	0,42	1,90	2,38	2,24	1,45	2,05	0,44	0,79	2,73	2,35	0,50
Abr	0,41	2,02	2,64	2,14	1,42	2,01	0,43	0,78	2,78	2,30	0,58
May	0,40	2,04	2,73	2,24	1,40	1,98	0,43	0,77	2,78	2,26	0,52
Jun	0,43	2,16	2,26	2,47	1,41	1,96	0,43	0,89	1,85	2,29	0,66
Jul	0,43	2,31	2,59	2,36	1,40	1,93	0,45	1,06	2,11	2,22	0,74
Ago	0,43	2,21	2,54	2,35	1,50	1,91	0,45	1,01	2,01	2,22	0,70
Sep	0,43	2,25	2,76	2,28	1,55	1,85	0,46	1,11	2,18	2,81	0,71
Oct	0,44	2,35	2,75	2,80	1,54	1,82	0,50	1,18	2,36	2,53	0,94
Nov	0,44	2,33	2,65	2,66	1,54	1,83	0,50	1,16	2,45	2,41	0,90
Dic	0,43	2,27	2,77	2,59	1,55	1,84	0,51	1,19	2,56	2,60	1,07
2011 Ene	0,43	2,38	2,61	2,77	1,53	1,85	0,54	1,29	2,42	2,52	1,02

2. Tipos de interés aplicados a los préstamos a hogares (nuevas operaciones)

	Préstamos renovables, descubiertos y saldos tarjetas crédito de pago único contado y pago aplazado ³⁾	Crédito al consumo				Préstamos para adquisición de vivienda				Otros fines por fijación inicial del tipo			
		Por fijación inicial del tipo			Tasa anual equivalente ⁴⁾	Por fijación inicial del tipo				Tasa anual equivalente ⁴⁾	Sin fijación del tipo y hasta 1 año	A más de 1 y hasta 5 años	A más de 5 años
		Sin fijación del tipo y hasta 1 año	A más de 1 y hasta 5 años	A más de 5 años		Sin fijación del tipo y hasta 1 año	A más de 1 y hasta 5 años	A más de 5 y hasta 10 años	A más de 10 años				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2010 Feb	9,01	6,72	6,25	7,98	7,78	2,68	3,83	4,32	4,18	3,74	3,16	4,48	4,74
Mar	8,82	6,35	6,21	7,94	7,59	2,63	3,72	4,21	4,15	3,66	3,05	4,61	4,55
Abr	8,77	6,78	6,12	7,92	7,67	2,62	3,71	4,18	4,12	3,68	3,06	4,32	4,53
May	8,77	6,69	6,14	7,84	7,62	2,58	3,64	4,14	4,01	3,58	3,09	4,45	4,50
Jun	8,79	5,18	6,13	7,74	7,11	2,56	3,59	4,06	3,90	3,54	3,01	4,22	4,27
Jul	8,73	5,48	6,22	7,77	7,32	2,66	3,60	3,94	3,84	3,64	3,15	4,29	4,27
Ago	8,72	5,38	6,26	7,87	7,35	2,83	3,63	3,95	3,80	3,76	3,35	4,52	4,14
Sep	8,74	5,52	6,18	7,87	7,31	2,75	3,57	3,84	3,74	3,62	3,33	4,35	4,07
Oct	8,66	5,36	6,03	7,71	7,15	2,76	3,57	3,78	3,69	3,61	3,37	4,43	4,21
Nov	8,61	5,39	6,08	7,64	7,15	2,80	3,55	3,76	3,70	3,65	3,55	4,37	4,17
Dic	8,58	5,16	5,95	7,23	6,86	2,78	3,54	3,80	3,70	3,68	3,39	4,31	4,15
2011 Ene	8,62	5,06	6,13	7,81	7,15	2,94	3,71	3,91	3,86	3,82	3,37	4,32	4,30

3. Tipos de interés aplicados a los préstamos a las sociedades no financieras (nuevas operaciones)

	Préstamos renovables, descubiertos y saldos de tarjetas de crédito de pago único contado y de pago aplazado ³⁾	Otros préstamos hasta 1 millón de euros por fijación inicial del tipo			Otros préstamos superiores a 1 millón de euros por fijación inicial del tipo			
		Sin fijación del tipo y hasta 1 año	A más de 1 y hasta 5 años	A más de 5 años	Sin fijación del tipo y hasta 1 año	A más de 1 y hasta 5 años	A más de 5 años	
		1	2	3	4	5	6	7
2010 Feb		4,03	3,25	4,22	4,05	1,94	2,90	3,61
Mar		3,98	3,24	4,21	4,00	1,99	2,54	3,44
Abr		3,98	3,19	4,17	3,90	2,00	2,72	3,45
May		3,97	3,25	4,12	3,86	1,96	2,84	3,41
Jun		3,70	3,25	4,09	3,80	2,17	2,86	3,37
Jul		3,70	3,26	4,23	3,95	2,26	2,85	3,20
Ago		3,75	3,38	4,14	3,84	2,28	2,92	3,65
Sep		3,80	3,34	4,10	3,78	2,26	2,72	3,51
Oct		3,83	3,42	4,16	3,82	2,33	2,94	3,46
Nov		3,85	3,56	4,26	3,82	2,42	3,05	3,53
Dic		3,86	3,50	4,18	3,86	2,59	2,82	3,50
2011 Ene		4,02	3,45	4,15	3,86	2,45	2,94	3,93

Fuente: BCE.

1) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.

2) En esta categoría de instrumentos, coinciden las nuevas operaciones y los saldos vivos. Fin de período. A partir de junio de 2010 puede que los datos no sean plenamente 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 los que se modifica el Reglamento BCE/2001/18).

3) En esta categoría de instrumentos, los saldos de los hogares y de las sociedades no financieras se consideran de forma conjunta y se asignan al sector hogares, ya que el saldo vivo de las sociedades no financieras es insignificante, en comparación con el del sector hogares, para el conjunto de todos los Estados miembros participantes.

4) La tasa anual equivalente es igual al coste total de un préstamo. El coste total comprende no solo un componente de tipos de interés, sino también un componente por costes relacionados, como costes de información, de administración, de preparación de documentos y de avales.

4.5 Tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos y a los préstamos denominados en euros a sectores residentes en la zona del euro ^{1),*}

(porcentaje; saldos vivos a fin de período; las nuevas operaciones se refieren a la media del período, salvo indicación en contrario)

4. Tipos de interés aplicados a los depósitos (saldos vivos)

	Depósitos de los hogares					Depósitos de las sociedades no financieras			Cesiones temporales
	A la vista ²⁾	A plazo		Disponibles con preaviso ^{2),3)}		A la vista ²⁾	A plazo		
		Hasta 2 años	A más de 2 años	Hasta 3 meses	A más de 3 meses		Hasta 2 años	A más de 2 años	
	1	2	3	4	5	6	7	8		9
2010 Feb	0,42	2,14	2,84	1,45	2,11	0,44	1,42	3,31	1,20
Mar	0,42	2,12	2,74	1,45	2,05	0,44	1,38	3,26	1,16
Abr	0,41	2,12	2,74	1,42	2,01	0,43	1,37	3,24	1,16
May	0,40	2,12	2,71	1,40	1,98	0,43	1,42	3,22	1,14
Jun	0,43	2,13	2,72	1,41	1,96	0,43	1,46	3,11	1,24
Jul	0,43	2,15	2,73	1,40	1,93	0,45	1,54	3,14	1,24
Ago	0,43	2,17	2,72	1,50	1,91	0,45	1,57	3,11	1,25
Sep	0,43	2,20	2,74	1,55	1,85	0,46	1,62	3,07	1,26
Oct	0,44	2,22	2,70	1,54	1,82	0,50	1,68	3,07	1,29
Nov	0,44	2,25	2,72	1,54	1,83	0,50	1,70	3,11	1,33
Dic	0,43	2,28	2,70	1,55	1,84	0,51	1,76	3,08	1,50
2011 Ene	0,43	2,31	2,71	1,53	1,85	0,54	1,78	3,08	1,55

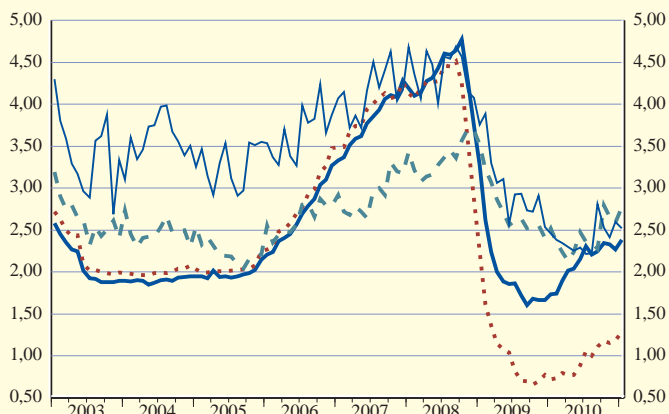
5. Tipos de interés aplicados a los préstamos (saldos vivos)

	Préstamos a hogares					Préstamos a sociedades no financieras			
	Préstamos para adquisición de vivienda, detalle por plazo			Crédito al consumo y otros fines, detalle por plazo		Detalle por plazo			
	Hasta 1 año	A más de 1 y hasta 5 años	A más de 5 años	Hasta 1 año	A más de 1 y hasta 5 años	A más de 5 años	Hasta 1 año	A más de 1 y hasta 5 años	A más de 5 años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2010 Feb	4,03	4,11	4,03	7,49	6,61	5,43	3,45	3,33	3,43
Mar	3,98	4,04	3,98	7,43	6,51	5,35	3,43	3,26	3,37
Abr	3,89	4,01	3,92	7,38	6,50	5,29	3,42	3,21	3,33
May	3,87	3,97	3,89	7,40	6,45	5,29	3,40	3,20	3,31
Jun	3,79	3,96	3,84	7,61	6,48	5,21	3,29	3,21	3,30
Jul	3,73	3,93	3,82	7,70	6,50	5,19	3,34	3,25	3,33
Ago	3,79	3,89	3,81	7,74	6,46	5,20	3,37	3,28	3,34
Sep	3,83	3,88	3,83	7,83	6,46	5,22	3,42	3,29	3,38
Oct	3,80	3,86	3,83	7,79	6,45	5,20	3,48	3,34	3,38
Nov	3,77	3,86	3,85	7,66	6,47	5,22	3,50	3,39	3,42
Dic	3,73	3,83	3,81	7,64	6,41	5,19	3,50	3,41	3,42
2011 Ene	3,71	3,80	3,80	7,78	6,40	5,17	3,60	3,44	3,43

G21 Nuevos depósitos a plazo

(porcentaje, excluidas comisiones; medias del período)

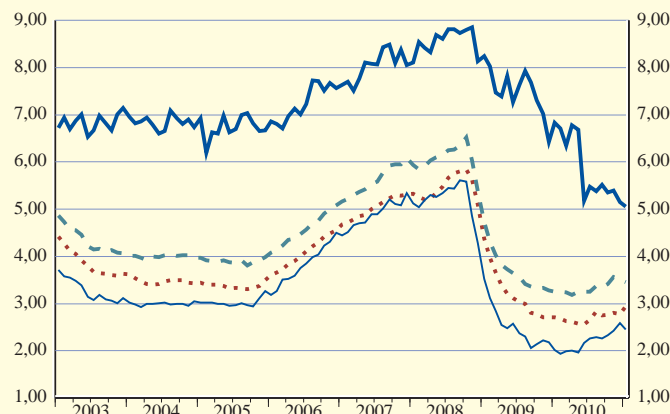
- De los hogares, hasta 1 año
- De las sociedades no financieras, hasta 1 año
- - - De los hogares, a más de 2 años
- De las sociedades no financieras, más de 2 años



G22 Nuevos préstamos sin fijación inicial del tipo y con período inicial de fijación hasta un año

(porcentaje, excluidas comisiones; medias del período)

- A hogares para consumo
- A hogares para adquisición de vivienda
- - - A sociedades no financieras, hasta 1 millón de euros
- A sociedades no financieras, más de 1 millón de euros



Fuente: BCE

* Para consultar la fuente de los datos que figuran en el cuadro y las notas a pie de página relacionadas con ellos, véase la página S42.

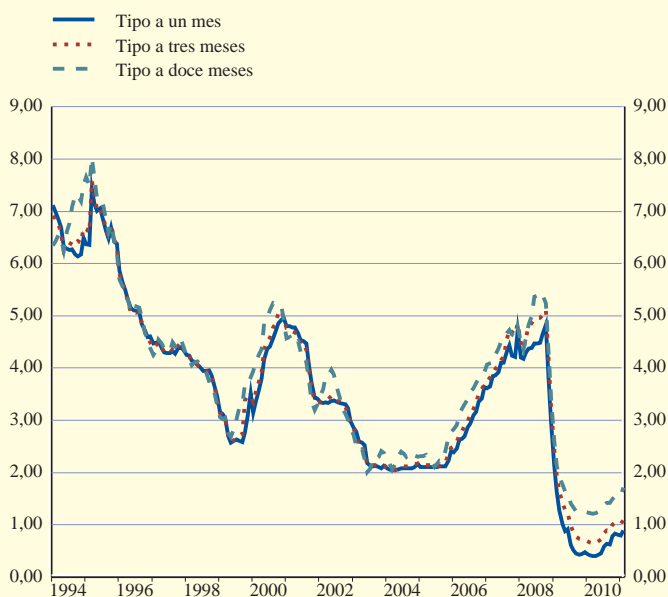
4.6 Tipos de interés del mercado monetario

(porcentaje; medias del período)

	Zona del euro ^{1),2)}					Estados Unidos	Japón
	Depósitos a 1 día (EONIA) 1	Depósitos a 1 mes (EURIBOR) 2	Depósitos a 3 meses (EURIBOR) 3	Depósitos a 6 meses (EURIBOR) 4	Depósitos a 12 meses (EURIBOR) 5	Depósitos a 3 meses (LIBOR) 6	Depósitos a 3 meses (LIBOR) 7
2008	3,87	4,28	4,64	4,73	4,83	2,93	0,93
2009	0,71	0,89	1,22	1,43	1,61	0,69	0,47
2010	0,44	0,57	0,81	1,08	1,35	0,34	0,23
2009 IV	0,36	0,45	0,72	1,00	1,24	0,27	0,31
2010 I	0,34	0,42	0,66	0,96	1,22	0,26	0,25
II	0,35	0,43	0,69	0,98	1,25	0,44	0,24
III	0,45	0,61	0,87	1,13	1,40	0,39	0,24
IV	0,59	0,81	1,02	1,25	1,52	0,29	0,19
2010 Feb	0,34	0,42	0,66	0,96	1,23	0,25	0,25
Mar	0,35	0,41	0,64	0,95	1,22	0,27	0,25
Abr	0,35	0,40	0,64	0,96	1,23	0,31	0,24
May	0,34	0,42	0,69	0,98	1,25	0,46	0,24
Jun	0,35	0,45	0,73	1,01	1,28	0,54	0,24
Jul	0,48	0,58	0,85	1,10	1,37	0,51	0,24
Ago	0,43	0,64	0,90	1,15	1,42	0,36	0,24
Sep	0,45	0,62	0,88	1,14	1,42	0,29	0,22
Oct	0,70	0,78	1,00	1,22	1,50	0,29	0,20
Nov	0,59	0,83	1,04	1,27	1,54	0,29	0,19
Dic	0,50	0,81	1,02	1,25	1,53	0,30	0,18
2011 Ene	0,66	0,79	1,02	1,25	1,55	0,30	0,19
Feb	0,71	0,89	1,09	1,35	1,71	0,31	0,19

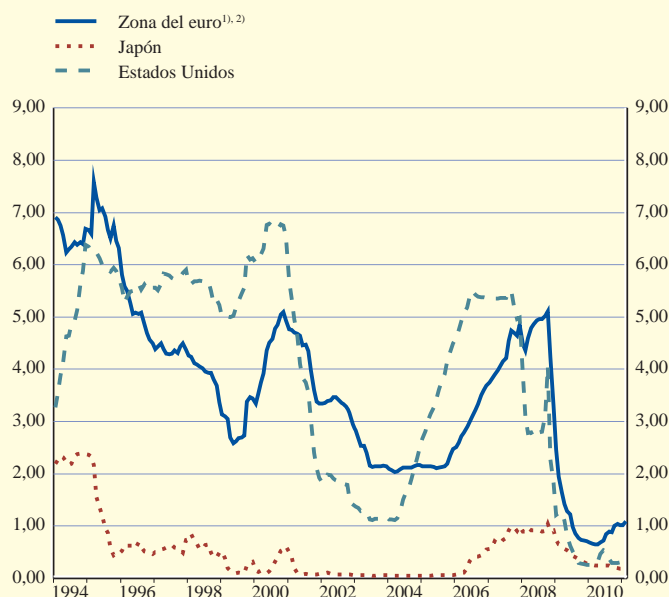
G23 Tipos de interés del mercado monetario de la zona del euro^{1),2)}

(medias mensuales; porcentaje)



G24 Tipos a tres meses del mercado monetario

(medias mensuales; porcentaje)



Fuente: BCE.

1) Para fechas anteriores a enero de 1999, los tipos de interés sintéticos de la zona del euro se han calculado ponderando los tipos de interés nacionales por el PIB. Para más información, véanse las Notas Generales.

2) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.

4.7 Curvas de rendimientos de la zona del euro ¹⁾

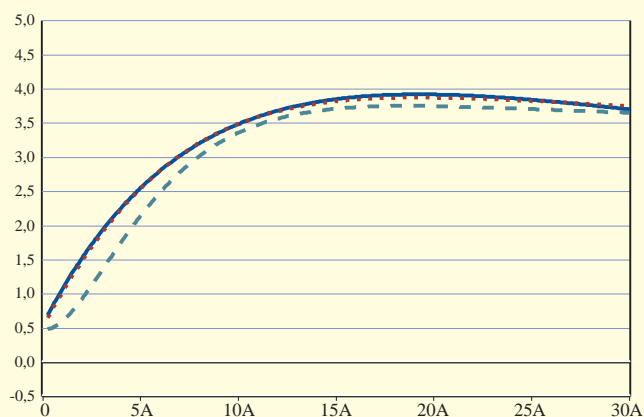
(deuda de las Administraciones centrales con calificación AAA de la zona del euro; fin de período; tipos de interés en porcentaje; diferenciales en puntos porcentuales)

	Tipos al contado								Tipos forward instantáneos			
	Tres meses	Un año	Dos años	Cinco años	Siete años	Diez años	Diez años-tres meses (diferencial)	Diez años-dos años (diferencial)	Un año	Dos años	Cinco años	Diez años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2008	1,75	1,85	2,14	2,95	3,32	3,69	1,94	1,55	2,09	2,76	4,04	4,60
2009	0,38	0,81	1,38	2,64	3,20	3,76	3,38	2,38	1,41	2,44	4,27	5,20
2010	0,49	0,60	0,93	2,15	2,78	3,36	2,87	2,43	0,85	1,70	3,99	4,69
2009 IV	0,38	0,81	1,38	2,64	3,20	3,76	3,38	2,38	1,41	2,44	4,27	5,20
2010 I	0,33	0,60	1,05	2,28	2,86	3,46	3,13	2,41	1,02	1,98	3,96	5,02
II	0,34	0,42	0,69	1,79	2,41	3,03	2,68	2,33	0,62	1,35	3,54	4,52
III	0,57	0,68	0,90	1,71	2,18	2,67	2,10	1,77	0,86	1,41	3,01	3,91
IV	0,49	0,60	0,93	2,15	2,78	3,36	2,87	2,43	0,85	1,70	3,99	4,69
2010 Feb	0,30	0,54	1,02	2,29	2,88	3,49	3,19	2,46	0,98	2,01	3,99	5,08
Mar	0,33	0,60	1,05	2,28	2,86	3,46	3,13	2,41	1,02	1,98	3,96	5,02
Abr	0,32	0,60	1,01	2,18	2,78	3,40	3,07	2,39	1,00	1,85	3,89	4,94
May	0,21	0,28	0,57	1,75	2,39	3,00	2,78	2,43	0,47	1,28	3,58	4,46
Jun	0,34	0,42	0,69	1,79	2,41	3,03	2,68	2,33	0,62	1,35	3,54	4,52
Jul	0,45	0,59	0,87	1,88	2,44	3,01	2,56	2,14	0,82	1,51	3,45	4,43
Ago	0,43	0,45	0,62	1,47	1,97	2,48	2,05	1,85	0,55	1,09	2,87	3,70
Sep	0,57	0,68	0,90	1,71	2,18	2,67	2,10	1,77	0,86	1,41	3,01	3,91
Oct	0,75	0,84	1,06	1,89	2,36	2,86	2,11	1,80	1,02	1,57	3,21	4,09
Nov	0,63	0,72	0,99	2,02	2,58	3,11	2,48	2,12	0,92	1,62	3,62	4,35
Dic	0,49	0,60	0,93	2,15	2,78	3,36	2,87	2,43	0,85	1,70	3,99	4,69
2011 Ene	0,65	1,03	1,48	2,55	3,03	3,49	2,84	2,01	1,51	2,34	3,96	4,62
Feb	0,69	1,08	1,53	2,55	3,02	3,49	2,80	1,96	1,56	2,37	3,91	4,67

G25 Curvas de tipos al contado de la zona del euro ²⁾

(porcentaje; fin de período)

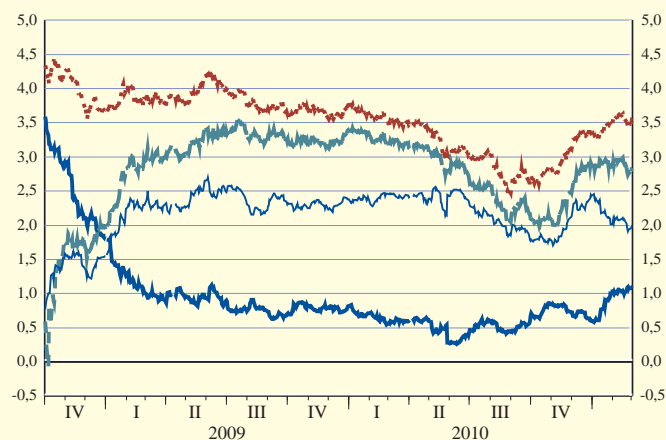
— Febrero 2011
- - - Enero 2011
- - - Diciembre 2010



G26 Tipos al contado y diferenciales de la zona del euro ²⁾

(datos diarios; tipos de interés en porcentaje; diferenciales en puntos porcentuales)

— Tipo a un año (escala izquierda)
- - - Tipo a diez años (escala izquierda)
- - - Diferencial entre los tipos a diez años y a tres meses (escala derecha)
— Diferencial entre los tipos a diez años y a dos años (escala derecha)



Fuentes: Cálculos del BCE, basados en datos proporcionados por EuroMTS y calificaciones crediticias de Fitch Ratings.

- 1) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.
- 2) Los datos incluyen la deuda de las administraciones centrales con calificación AAA.

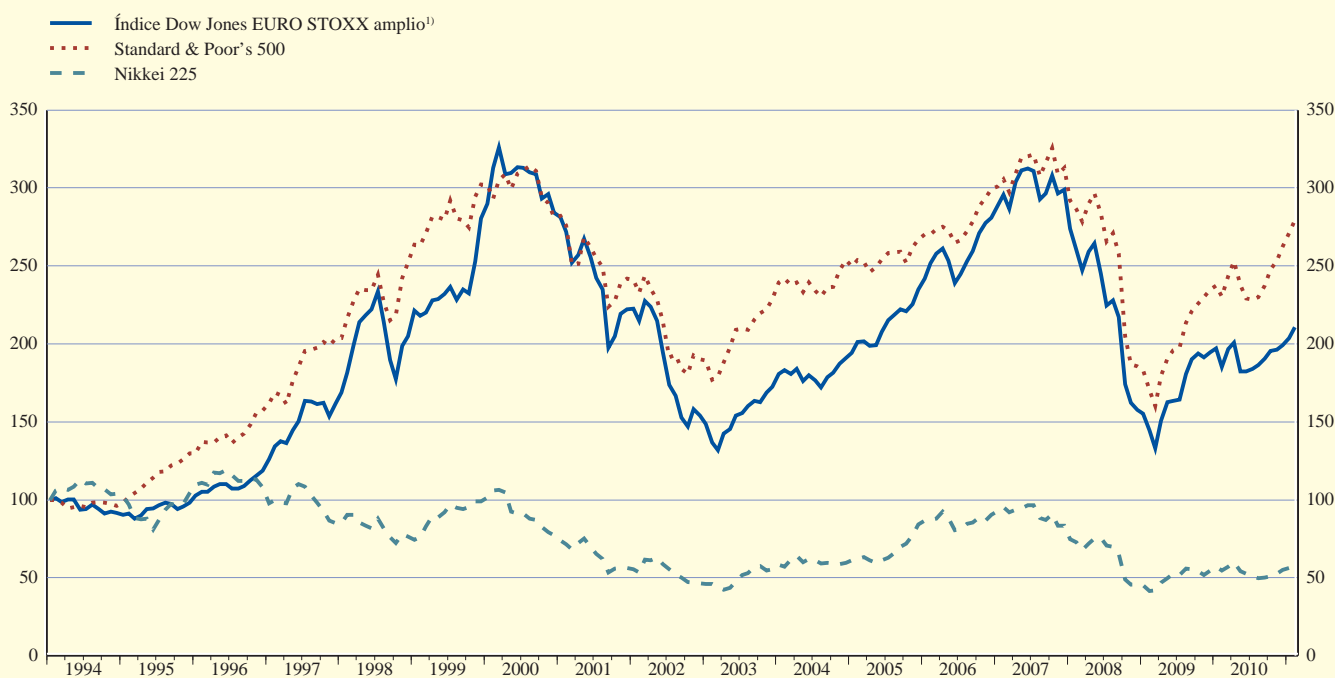
4.8 Índices bursátiles

(niveles de los índices en puntos; medias del período)

	Índices Dow Jones EURO STOXX ¹⁾												Estados Unidos	Japón
	Referencia		Principales índices sectoriales											
	Índice amplio	50	Materias primas	Servicios de consumo	Bienes de consumo	Petróleo y gas	Financiero	Industrial	Tecnología	Agua, gas y electricidad	Telecomunicaciones	Sanidad	Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2008	313,7	3.319,5	480,4	169,3	290,7	380,9	265,0	350,9	282,5	502,0	431,5	411,5	1.220,7	12.151,6
2009	234,2	2.521,0	353,2	140,5	244,5	293,5	172,1	269,7	200,7	353,7	380,4	363,5	946,2	9.321,6
2010	265,5	2.779,3	463,1	166,2	323,4	307,2	182,8	337,6	224,1	344,9	389,6	408,4	1.140,0	10.006,5
2009 IV	268,1	2.872,7	422,1	151,5	282,8	316,9	209,7	317,7	214,1	375,3	416,5	399,3	1.088,7	9.969,2
2010 I	268,0	2.849,0	445,0	159,3	294,9	320,0	195,5	326,7	229,9	372,4	398,8	426,3	1.123,6	10.511,2
II	261,1	2.735,7	446,3	163,7	312,9	305,0	178,8	334,3	229,1	349,6	372,2	412,0	1.134,6	10.345,9
III	259,5	2.715,9	445,8	165,2	323,0	294,5	181,6	327,0	210,7	325,9	387,6	391,4	1.096,2	9.356,0
IV	273,4	2.817,8	513,8	176,1	361,3	309,9	175,7	361,9	227,0	333,0	399,2	405,0	1.204,6	9.842,4
2010 Feb	257,0	2.727,5	427,9	154,3	285,3	309,8	183,9	312,3	222,7	360,9	386,8	415,0	1.089,2	10.175,1
Mar	272,6	2.890,5	456,0	164,0	302,4	320,3	197,7	335,0	242,2	372,2	401,9	436,8	1.152,0	10.671,5
Abr	278,6	2.937,3	470,9	171,7	313,8	328,6	199,7	349,0	248,8	378,9	396,7	430,0	1.197,3	11.139,8
May	252,7	2.642,1	431,4	159,6	305,2	295,4	170,8	324,8	221,9	341,7	360,0	401,0	1.125,1	10.104,0
Jun	253,2	2.641,7	438,1	160,4	319,5	292,7	167,5	330,0	218,3	330,5	361,6	406,1	1.083,4	9.786,1
Jul	255,1	2.669,5	435,0	160,8	320,8	289,3	178,0	324,2	212,3	320,3	369,7	389,2	1.079,8	9.456,8
Ago	258,9	2.712,2	441,5	163,2	315,6	296,0	183,7	324,9	206,8	328,5	392,2	383,1	1.087,3	9.268,2
Sep	264,6	2.766,1	460,9	171,6	332,4	298,4	183,0	331,9	212,9	329,0	400,9	401,8	1.122,1	9.346,7
Oct	271,3	2.817,7	489,1	175,1	346,1	304,9	183,2	346,0	223,7	331,4	410,5	405,4	1.171,6	9.455,1
Nov	272,2	2.809,6	509,9	176,3	359,9	307,4	174,4	358,5	222,9	335,0	403,0	405,0	1.198,9	9.797,2
Dic	276,5	2.825,6	540,1	176,8	376,5	316,7	170,0	379,7	234,1	332,6	385,3	404,6	1.241,5	10.254,5
2011 Ene	282,8	2.900,7	531,1	178,1	375,3	335,1	178,0	385,8	246,1	346,2	390,7	411,8	1.282,6	10.449,5
Feb	292,3	3.015,7	540,5	179,0	369,7	348,0	193,5	393,1	257,6	359,0	402,9	418,7	1.321,1	10.622,3

G27 Índice Dow Jones EURO STOXX amplio, Standard & Poor's 500 y Nikkei 225

(enero 1994 = 100; medias mensuales)



Fuente: BCE.

1) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.



PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Índice armonizado de precios de consumo ¹⁾

	Total					Total (d.; tasa de variación respecto al período anterior)						Pro memoria: Precios administrados ²⁾	
	Índice: 2005 = 100	Total	Total, excl. alimentos no elaborados y energía	Bienes	Servicios	Total	Alimentos elaborados	Alimentos no elaborados	Bienes industriales no energéticos	Energía (s.d.)	Servicios	IAPC total excluidos precios administrados	Precios administrados
% del total en 2011	100,0	100,0	82,3	58,5	41,4	100,0	11,9	7,4	28,9	10,3	41,4	88,9	11,1
2007	104,4	2,1	2,0	1,9	2,5	-	-	-	-	-	-	2,1	2,3
2008	107,8	3,3	2,4	3,8	2,6	-	-	-	-	-	-	3,4	2,7
2009	108,1	0,3	1,3	-0,9	2,0	-	-	-	-	-	-	0,1	1,7
2010	109,8	1,6	1,0	1,8	1,4	-	-	-	-	-	-	1,6	1,6
2009 IV	108,6	0,4	1,0	-0,4	1,7	0,2	0,1	0,1	0,0	0,3	0,4	0,4	0,8
2010 I	108,6	1,1	0,9	0,9	1,5	0,5	0,0	1,0	0,0	3,0	0,2	1,2	0,4
II	110,1	1,6	0,9	1,9	1,2	0,7	0,3	0,8	0,4	3,9	0,3	1,6	1,4
III	109,9	1,7	1,0	2,0	1,4	0,3	0,5	0,4	0,2	0,0	0,5	1,7	2,1
IV	110,8	2,0	1,1	2,5	1,3	0,5	0,6	0,5	0,2	2,0	0,3	2,0	2,4
2010 Sep	110,2	1,9	1,2	2,2	1,4	0,2	0,1	-0,1	0,4	0,3	0,0	1,8	2,1
Oct	110,5	1,9	1,1	2,4	1,4	0,1	0,2	0,1	-0,1	0,6	0,1	1,9	2,4
Nov	110,6	1,9	1,2	2,3	1,3	0,2	0,2	0,4	0,0	0,8	0,1	1,9	2,4
Dic	111,3	2,2	1,1	2,9	1,3	0,3	0,3	0,4	0,0	2,3	0,1	2,2	2,4
2011 Ene ³⁾	110,5	2,3	1,2	2,9	1,5	0,2	0,2	-0,5	-0,6	3,0	0,2	2,2	3,3
Feb	.	2,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

	Bienes						Servicios					
	Alimentos (incl. bebidas alcohólicas y tabaco)			Bienes industriales			Vivienda	Transporte	Comunicaciones	Recreativos y personales	Varios	
	Total	Elaborados	No elaborados	Total	No energéticos	Energía						Alquileres
% del total en 2011	19,3	11,9	7,4	39,2	28,9	10,3	10,1	6,0	6,5	3,2	14,6	7,0
2007	2,8	2,8	3,0	1,4	1,0	2,6	2,7	2,0	2,6	-1,9	2,9	3,2
2008	5,1	6,1	3,5	3,1	0,8	10,3	2,3	1,9	3,9	-2,2	3,2	2,5
2009	0,7	1,1	0,2	-1,7	0,6	-8,1	2,0	1,8	2,9	-1,0	2,1	2,1
2010	1,1	0,9	1,3	2,2	0,5	7,4	1,8	1,5	2,3	-0,8	1,0	1,5
2009 IV	-0,2	0,5	-1,5	-0,5	0,3	-3,2	1,9	1,7	2,5	-0,6	1,4	2,2
2010 I	0,1	0,6	-0,6	1,3	0,1	4,8	1,9	1,6	2,5	-0,5	1,1	1,6
II	0,9	0,8	1,0	2,4	0,5	8,1	1,8	1,5	2,3	-0,9	0,8	1,5
III	1,5	0,9	2,3	2,2	0,5	7,3	1,8	1,6	2,5	-0,8	1,0	1,5
IV	1,9	1,3	2,7	2,9	0,8	9,2	1,6	1,3	1,9	-0,8	1,2	1,5
2010 Ago	1,6	1,0	2,5	1,7	0,3	6,1	2,0	1,8	2,5	-0,5	1,0	1,6
Sep	1,5	1,0	2,3	2,6	0,9	7,7	1,7	1,4	2,4	-0,9	1,1	1,5
Oct	1,6	1,2	2,3	2,7	0,8	8,5	1,6	1,3	1,9	-1,0	1,3	1,5
Nov	1,8	1,3	2,6	2,6	0,9	7,9	1,6	1,2	2,0	-0,8	1,2	1,5
Dic	2,1	1,5	3,2	3,2	0,7	11,0	1,7	1,3	1,7	-0,7	1,2	1,4
2011 Ene	1,9	1,8	2,1	3,4	0,5	12,0	1,7	1,3	1,5	-0,2	1,6	1,7

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

- Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.
- Estas estadísticas experimentales únicamente proporcionan una medida aproximada de los precios administrados, ya que las variaciones de estos precios no se pueden aislar completamente de otras influencias. La nota que explica la metodología utilizada en la elaboración de este indicador puede consultarse en la dirección de Eurostat <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/hicp/introduction>.
- Estimación basada en datos nacionales provisionales, que abarcan habitualmente en torno al 95% de la zona del euro, así como en información adelantada sobre los precios de la energía.

5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

2. Precios industriales, de la construcción y de los inmuebles residenciales

% del total en 2005	Precios industriales, excluida construcción										Construcción ¹⁾	Precios de los inmuebles residenciales ²⁾
	Total (índice: 2005 = 100)	Total	Industria, excluidas construcción y energía							Energía		
			Industria manufacturera	Total	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo					
							Total	Duradero	No duradero			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2007	107,9	2,7	3,0	3,2	4,6	2,2	2,2	2,4	2,2	1,2	4,2	4,6
2008	114,4	6,1	4,8	3,4	3,9	2,1	3,9	2,8	4,1	14,2	3,9	1,2
2009	108,6	-5,1	-5,4	-2,9	-5,3	0,4	-2,1	1,2	-2,5	-11,8	0,1	-2,8
2010	111,7	2,9	3,4	1,6	3,5	0,3	0,4	0,9	0,3	6,4	.	.
2009 IV	108,4	-4,6	-3,0	-3,1	-5,0	-0,6	-2,5	0,4	-2,8	-9,5	-0,3	-1,6
2010 I	109,6	-0,1	1,7	-0,5	-0,4	-0,5	-0,6	0,3	-0,7	0,3	0,2	0,1
II	111,5	3,0	3,8	1,6	3,6	0,2	-0,1	0,6	-0,2	7,2	2,4	1,6
III	112,3	4,0	3,7	2,3	4,8	0,7	0,6	1,1	0,5	8,8	2,4	2,6
IV	113,5	4,7	4,5	3,1	5,9	0,8	1,5	1,4	1,5	9,6	.	.
2010 Ago	112,2	3,6	3,3	2,3	4,7	0,7	0,5	1,1	0,4	7,4	-	-
Sep	112,5	4,3	4,0	2,6	5,1	0,7	0,8	1,2	0,7	9,4	-	-
Oct	112,9	4,3	4,1	2,9	5,5	0,7	1,2	1,3	1,2	8,7	-	-
Nov	113,3	4,5	4,3	3,1	5,8	0,9	1,5	1,5	1,4	8,8	-	-
Dic	114,3	5,3	5,2	3,3	6,3	0,7	1,8	1,5	1,8	11,2	-	-
2011 Ene	116,0	6,1	5,6	3,9	7,4	0,9	2,0	1,4	2,0	12,5	-	-

3. Precios de las materias primas y deflatores del producto interior bruto

% del total	Precios del petróleo ³⁾ (euros por barril)	Precios de las materias primas no energéticas						Total (d.: índice: 2000 = 100)	Total	Deflatores del PIB ⁴⁾				Expor- taciones ⁶⁾	Impor- taciones ⁶⁾
		Ponderados ⁵⁾ por las importaciones			Ponderados ⁵⁾ por el destino					Demanda interna					
		Total	Alimen- tación	No alimen- tación	Total	Alimen- tación	No alimen- tación			Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
2007	52,8	7,8	14,3	5,5	5,3	9,3	2,9	116,4	2,3	2,2	2,3	1,7	2,6	1,5	1,2
2008	65,9	2,0	18,4	-4,4	-1,7	9,7	-8,6	118,7	2,0	2,5	2,6	2,5	2,2	2,5	3,8
2009	44,6	-18,5	-8,9	-23,0	-18,0	-11,4	-22,8	119,8	0,9	0,0	-0,3	2,1	-0,8	-3,3	-5,8
2010	60,7	44,7	21,4	57,9	42,1	27,1	54,5	120,8	0,8	1,6	1,8	0,7	1,0	3,2	5,4
2009 IV	51,2	3,1	5,7	1,8	2,4	-1,0	5,0	119,9	0,3	-0,1	0,1	1,3	-1,1	-2,3	-3,7
2010 I	56,0	29,0	7,4	42,6	27,4	7,5	46,5	120,2	0,5	1,0	1,1	1,1	-0,3	1,2	2,3
II	62,6	48,2	12,5	70,2	41,7	14,0	67,3	120,6	0,8	1,7	1,8	1,1	0,9	3,7	6,2
III	59,6	51,5	29,7	63,1	49,4	41,0	55,8	121,1	1,0	1,9	2,1	0,5	1,5	3,9	6,2
IV	64,4	48,6	36,6	54,7	48,7	48,4	48,9	121,1	1,0	2,0	2,4	0,3	1,8	4,0	6,8
2010 Sep	59,8	54,7	36,8	63,7	54,8	52,2	56,6	-	-	-	-	-	-	-	-
Oct	60,2	47,5	34,8	53,9	50,3	52,4	48,9	-	-	-	-	-	-	-	-
Nov	63,1	48,6	35,3	55,5	47,3	44,4	49,5	-	-	-	-	-	-	-	-
Dic	69,6	49,6	39,5	54,9	48,5	48,9	48,2	-	-	-	-	-	-	-	-
2011 Ene	72,6	45,9	42,7	47,5	43,8	46,4	42,0	-	-	-	-	-	-	-	-
Feb	76,6	47,5	50,9	45,9	45,3	51,4	40,9	-	-	-	-	-	-	-	-

Fuentes: Eurostat, cálculos del BCE basados en datos de Eurostat (columna 7 del cuadro 2 de la sección 5.1 y columnas 8-15 del cuadro 3 de la sección 5.1), cálculos del BCE basados en datos de Thomson Financial Datastream (columna 1 del cuadro 3 de la sección 5.1) y cálculos del BCE (columna 12 del cuadro 2 de la sección 5.1 y columnas 2-7 del cuadro 3 de la sección 5.1).

1) Precios de los consumos intermedios de los edificios residenciales.

2) Datos experimentales basados en fuentes nacionales no armonizadas (para más información, véase <http://www.ecb.europa.eu/stats/intro/html/experiment.en.html>).

3) Brent (para entrega en un mes).

4) Se refiere a precios expresados en euros. Ponderados según la estructura de las importaciones de la zona del euro en el período 2004-2006.

5) Se refiere a precios expresados en euros. Ponderados según la demanda interna de la zona del euro (producción interna más importaciones menos exportaciones) en el período 2004-2006. Datos experimentales (para más información, véase <http://www.ecb.europa.eu/stats/intro/html/experiment.en.html>).

6) Los deflatores de las importaciones y de las exportaciones se refieren a bienes y servicios e incluyen el comercio transfronterizo dentro de la zona del euro.

5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

4. Costes laborales unitarios, remuneración al factor trabajo y productividad del trabajo ¹⁾

(datos desestacionalizados)

	Total (índice: 2000 = 100)	Total	Por ramas de actividad					Pro memoria: Indicador de salarios negociados ⁵⁾
			Agricultura, caza, silvicultura y pesca	Ind. extractivas, ind. manufacturera y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transporte y comunicaciones	Intermediación financiera, actividades inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales		Administración pública, educación, sanidad y otros servicios
	1	2	3	4	5	6	7	8
Costes laborales unitarios ²⁾								
2008	115,6	3,5	1,0	5,3	4,1	2,6	3,2	2,7
2009	120,1	3,9	-1,8	9,6	1,5	5,2	0,9	2,8
2009 IV	119,9	1,4	-0,9	1,0	2,0	2,7	0,7	2,0
2010 I	119,8	-0,5	0,2	-6,7	2,0	-0,2	1,0	1,3
II	119,5	-0,6	0,8	-6,7	2,2	-1,1	1,3	1,8
III	119,4	-0,5	2,1	-4,3	2,3	-0,5	1,8	0,3
Remuneración por asalariado								
2008	121,6	3,2	3,8	3,0	5,1	2,6	2,7	3,4
2009	123,5	1,6	2,5	0,4	2,4	1,7	1,4	2,5
2009 IV	124,3	1,5	2,3	0,6	2,1	1,5	1,8	2,1
2010 I	124,6	1,5	1,3	2,6	0,2	1,6	2,0	1,1
II	125,5	1,9	2,0	4,0	1,4	1,4	1,3	1,5
III	125,9	1,5	1,8	3,5	1,7	1,8	1,6	0,2
Productividad del trabajo por persona ocupada ³⁾								
2008	105,3	-0,3	2,8	-2,1	1,0	0,0	-0,5	0,7
2009	102,9	-2,3	4,4	-8,4	0,9	-3,3	0,5	-0,2
2009 IV	103,7	0,1	3,1	-0,4	0,1	-1,1	1,1	0,1
2010 I	104,1	2,1	1,1	10,0	-1,7	1,8	1,0	-0,3
II	105,0	2,6	1,2	11,5	-0,8	2,5	0,0	-0,2
III	105,4	2,1	-0,3	8,2	-0,5	2,3	-0,2	-0,1
Remuneración por hora trabajada								
2008	123,9	3,1	2,7	3,5	4,4	2,7	2,4	3,1
2009	128,0	3,3	3,9	4,7	4,6	2,8	2,6	2,9
2009 IV	128,4	2,3	3,8	1,7	4,3	2,1	2,5	2,3
2010 I	128,6	0,9	4,1	0,3	0,3	1,0	1,7	0,7
II	129,2	1,1	3,0	0,1	1,7	1,1	0,9	1,2
III	129,3	0,8	1,4	0,2	2,6	1,4	1,1	-0,2
Productividad del trabajo por hora trabajada ³⁾								
2008	108,0	-0,2	3,0	-1,6	0,6	0,4	-0,8	0,5
2009	107,2	-0,8	4,9	-4,7	2,6	-2,4	1,9	0,1
2009 IV	107,7	0,7	4,1	0,6	1,3	-0,8	1,8	0,2
2010 I	108,0	1,5	3,4	7,4	-2,2	1,0	0,8	-0,8
II	108,7	1,8	2,8	7,6	-1,2	1,9	-0,3	-0,6
III	109,0	1,3	1,4	4,5	-0,6	1,6	-0,6	-0,5

5. Índices de costes laborales ^{1), 4)}

	Total (d.; índice: 2008 = 100)	Total	Por componentes		Por algunas ramas de actividad			Pro memoria: Indicador de salarios negociados ⁵⁾
			Sueldos y salarios	Cotizaciones sociales a cargo de la empresa	Ind. extractivas, ind. manufacturera y energía	Construcción	Servicios	
	1	2	3	4	5	6	7	8
% del total en 2008	100,0	100,0	75,2	24,8	32,4	9,0	58,6	
2009	102,8	2,9	2,7	3,4	3,3	3,4	2,5	2,6
2010	.	.	.	.	.	.	.	1,7
2010 I	103,9	1,9	1,8	2,1	1,7	2,7	1,9	1,8
II	104,2	1,6	1,5	1,9	0,8	2,3	1,9	1,9
III	104,1	0,8	0,7	1,2	0,3	0,6	1,1	1,5
IV	.	.	.	.	.	.	.	1,6

Fuentes: Eurostat, cálculos del BCE basados en datos de Eurostat (cuadro 4 de la sección 5.1) y cálculos del BCE (columna 8 del cuadro 5 de la sección 5.1).

1) Los datos se refieren al Euro-17.

2) Remuneración por asalariado (a precios corrientes) dividida por la productividad del trabajo por persona ocupada.

3) PIB total y valor añadido por actividad económica (en términos reales) por factor trabajo (personas ocupadas y horas trabajadas).

4) Índices de costes laborales por hora para el total de la economía, excluidos agricultura, Administración pública, educación, sanidad y otros servicios no clasificados en otra rúbrica. Debido a su diferente cobertura, puede que las estimaciones de los datos de los componentes no se correspondan con el total.

5) Datos experimentales (para más información, véase <http://www.ecb.europa.eu/stats/intro/html/experiment.en.html>).

5.2 Producto y demanda

1. PIB y componentes del gasto ¹⁾

	PIB								
	Total	Demanda interna					Saldo exterior ²⁾		
		Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo	Variación de existencias ³⁾	Total	Exportaciones ²⁾	Importaciones ²⁾
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
	Precios corrientes (mm de euros; datos desestacionalizados)								
2007	9.045,7	8.912,6	5.086,3	1.809,5	1.976,7	40,1	133,0	3.751,5	3.618,5
2008	9.259,4	9.164,2	5.243,6	1.899,3	1.999,9	21,4	95,2	3.876,2	3.780,9
2009	8.968,1	8.851,3	5.174,1	1.986,7	1.760,0	-69,5	116,9	3.258,1	3.141,3
2010	9.192,9	9.070,3	5.307,7	2.016,2	1.762,9	-16,6	122,7	3.721,3	3.598,6
2009 IV	2.251,2	2.208,9	1.299,9	498,6	430,5	-20,0	42,2	839,0	796,8
2010 I	2.265,9	2.237,5	1.310,2	502,3	431,4	-6,4	28,4	871,9	843,5
II	2.295,9	2.271,6	1.322,2	504,4	443,7	1,3	24,3	924,0	899,7
III	2.312,2	2.277,5	1.330,4	506,1	444,5	-3,5	34,6	950,3	915,7
IV	2.319,0	2.283,6	1.345,0	503,4	443,3	-8,0	35,4	975,1	939,8
	<i>Porcentaje del PIB</i>								
2010	100,0	98,7	57,7	21,9	19,2	-0,2	1,3	-	-
	Volúmenes encadenados (precios del año anterior; datos desestacionalizados) ⁴⁾								
	<i>tasas de variación intertrimestral</i>								
2009 IV	0,2	-0,2	0,2	0,0	-1,0	-	-	2,0	1,0
2010 I	0,4	0,6	0,4	0,0	-0,1	-	-	2,8	3,5
II	1,0	0,8	0,2	0,2	2,1	-	-	4,4	4,2
III	0,3	0,0	0,1	0,4	-0,1	-	-	2,2	1,4
IV	0,3	0,0	0,4	0,1	-0,6	-	-	1,8	1,1
	<i>tasas de variación interanual</i>								
2007	2,9	2,6	1,7	2,2	4,7	-	-	6,3	5,8
2008	0,4	0,4	0,4	2,4	-0,8	-	-	1,0	0,8
2009	-4,1	-3,5	-1,1	2,4	-11,4	-	-	-13,2	-12,0
2010	1,7	0,9	0,8	0,7	-0,7	-	-	10,9	8,9
2009 IV	-2,1	-2,7	-0,5	1,8	-9,5	-	-	-5,5	-7,1
2010 I	0,8	-0,4	0,4	1,1	-4,6	-	-	6,5	3,3
II	2,0	1,3	0,6	0,6	-0,3	-	-	12,4	10,7
III	1,9	1,2	0,9	0,6	0,7	-	-	12,0	10,4
IV	2,0	1,4	1,1	0,7	1,2	-	-	11,7	10,5
	<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del PIB; puntos porcentuales</i>								
2009 IV	0,2	-0,2	0,1	0,0	-0,2	-0,2	0,4	-	-
2010 I	0,4	0,6	0,2	0,0	0,0	0,4	-0,2	-	-
II	1,0	0,8	0,1	0,0	0,4	0,3	0,2	-	-
III	0,3	0,0	0,1	0,1	0,0	-0,1	0,3	-	-
IV	0,3	0,0	0,2	0,0	-0,1	-0,2	0,3	-	-
	<i>contribuciones a las tasas de variación interanual del PIB; puntos porcentuales</i>								
2007	2,9	2,6	1,0	0,5	1,0	0,2	0,3	-	-
2008	0,4	0,4	0,3	0,5	-0,2	-0,2	0,1	-	-
2009	-4,1	-3,4	-0,6	0,5	-2,5	-0,8	-0,7	-	-
2010	1,7	0,9	0,4	0,2	-0,1	0,4	0,8	-	-
2009 IV	-2,0	-2,7	-0,3	0,4	-2,0	-0,8	0,6	-	-
2010 I	0,8	-0,4	0,2	0,2	-0,9	0,1	1,2	-	-
II	2,0	1,2	0,3	0,1	-0,1	0,8	0,7	-	-
III	1,9	1,2	0,5	0,1	0,1	0,4	0,7	-	-
IV	2,0	1,3	0,6	0,2	0,2	0,3	0,7	-	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Los datos se refieren al Euro-17.

2) Las exportaciones y las importaciones comprenden bienes y servicios e incluyen el comercio transfronterizo dentro de la zona del euro. Los datos no se corresponden totalmente con la sección 3.1; el cuadro 1 de la sección 7.1; el cuadro 3 de la sección 7.2; o los cuadros 1 o 3 de la sección 7.5.

2) Incluye las adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos.

3) Los datos anuales no están ajustados por días laborables.

5.2 Producto y demanda

2. Valor añadido por ramas de actividad ¹⁾

	Valor añadido bruto (precios básicos)							Impuestos menos subvenciones sobre los productos
	Total	Agricultura, caza, silvicultura y pesca	Ind. extractivas, industria manufacturera y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transporte y comunicaciones	Intern. financiera, activ. inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales	Administración pública, educación, sanidad y otros servicios	
	1	2	3	4	5	6	7	8
Precios corrientes (mm de euros; datos desestacionalizados)								
2007	8.084,3	152,9	1.655,7	513,4	1.679,4	2.278,2	1.804,7	961,4
2008	8.312,6	147,6	1.653,0	529,8	1.735,2	2.359,9	1.887,0	946,8
2009	8.074,5	132,5	1.439,3	508,2	1.670,1	2.363,0	1.961,6	893,6
2010	8.254,6	143,3	1.514,6	493,0	1.704,3	2.399,4	1.999,9	938,4
2009 IV	2.025,5	32,8	363,9	124,4	417,6	593,4	493,4	225,7
2010 I	2.040,4	34,7	370,7	122,5	420,0	594,4	498,0	225,5
II	2.062,1	35,7	378,7	124,4	425,5	596,7	501,1	233,8
III	2.071,4	36,2	379,1	123,6	429,1	602,7	500,7	240,8
IV	2.080,7	36,7	386,2	122,5	429,7	605,6	500,0	238,3
<i>porcentaje del valor añadido</i>								
2010	100,0	1,7	18,3	6,0	20,6	29,1	24,2	-
Volúmenes encadenados (precios del año anterior; datos desestacionalizados) ²⁾								
<i>tasas de variación intertrimestral</i>								
2009 IV	0,1	-0,6	0,6	-1,7	0,0	0,1	0,3	1,0
2010 I	0,6	1,3	2,2	-1,6	0,5	0,5	0,2	-1,8
II	0,8	-0,6	2,0	0,8	0,9	0,6	0,3	2,5
III	0,3	-1,1	0,3	-1,0	0,3	0,6	0,3	0,8
IV	0,3	1,3	1,4	-1,7	0,0	0,3	0,2	0,0
<i>tasas de variación interanual</i>								
2007	3,1	1,4	3,2	2,5	3,7	4,0	1,7	0,9
2008	0,7	0,9	-2,2	-1,2	1,3	1,7	1,9	-1,4
2009	-4,2	2,1	-13,3	-5,9	-5,0	-1,6	1,1	-3,0
2010	1,8	0,2	5,7	-4,3	1,4	1,5	1,1	1,6
2009 IV	-2,3	1,6	-6,8	-5,8	-3,3	-0,8	1,2	-0,1
2010 I	0,9	0,5	3,8	-6,5	0,3	0,9	1,2	0,0
II	1,9	0,4	7,1	-4,2	1,4	1,3	1,0	2,3
III	1,8	-0,9	5,3	-3,5	1,6	1,8	1,1	2,5
IV	2,1	1,0	6,1	-3,5	1,6	2,0	1,1	1,5
<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del valor añadido; puntos porcentuales</i>								
2009 IV	0,1	0,0	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,1	-
2010 I	0,6	0,0	0,4	-0,1	0,1	0,1	0,1	-
II	0,8	0,0	0,4	0,0	0,2	0,2	0,1	-
III	0,3	0,0	0,1	-0,1	0,1	0,2	0,1	-
IV	0,3	0,0	0,3	-0,1	0,0	0,1	0,1	-
<i>contribuciones a las tasas de variación interanual del valor añadido; puntos porcentuales</i>								
2007	3,1	0,0	0,7	0,2	0,8	1,1	0,4	-
2008	0,7	0,0	-0,4	-0,1	0,3	0,5	0,4	-
2009	-4,2	0,0	-2,6	-0,4	-1,1	-0,5	0,3	-
2010	1,8	0,0	1,0	-0,3	0,3	0,4	0,3	-
2009 IV	-2,3	0,0	-1,3	-0,4	-0,7	-0,2	0,3	-
2010 I	0,9	0,0	0,7	-0,4	0,1	0,3	0,3	-
II	1,9	0,0	1,2	-0,3	0,3	0,4	0,2	-
III	1,8	0,0	0,9	-0,2	0,3	0,5	0,3	-
IV	2,1	0,0	1,1	-0,2	0,3	0,6	0,3	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Los datos se refieren al Euro-17.

2) Los datos anuales no están ajustados por días laborables.

5.2 Producto y demanda

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

3. Producción industrial ¹⁾

	Total		Industria, excluida construcción								Construcción	
	% del total en 2005	Total (d.; índice: 2005 = 100)	Total	Industria, excluidas construcción y energía							Energía	
				Industria manufacturera	Total	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo				
								Total	Duradero	No duradero		
	100,0	77,8	77,8	69,2	68,7	28,1	22,3	18,3	2,6	15,7	9,1	22,2
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2008	-2,6	106,3	-1,8	-1,9	-2,0	-3,5	-0,2	-2,1	-5,7	-1,5	0,3	-5,5
2009	-13,8	90,5	-14,9	-15,9	-16,0	-19,2	-20,7	-5,1	-17,4	-3,1	-5,3	-8,3
2010	4,0	96,9	7,1	7,5	7,6	9,8	8,7	3,2	2,6	3,3	3,7	-7,6
2010 I	1,8	94,3	4,7	4,9	4,9	8,0	2,5	3,1	0,1	3,6	3,3	-10,1
II	6,1	96,5	9,0	9,3	9,4	13,9	9,0	3,8	5,0	3,6	5,5	-4,0
III	3,8	97,6	7,0	7,6	7,7	9,4	9,8	3,2	3,8	3,1	1,6	-8,1
IV	4,4	99,2	7,7	8,2	8,2	8,0	13,1	2,9	1,5	3,0	4,3	-8,6
2010 Jul	4,0	97,0	7,4	7,8	8,0	9,7	9,6	3,9	5,0	3,7	2,3	-7,9
Ago	4,9	98,2	8,5	9,5	9,5	11,5	12,5	4,2	6,8	3,9	1,2	-8,7
Sep	2,7	97,5	5,6	6,1	6,1	7,4	8,2	1,8	1,0	1,9	1,2	-7,7
Oct	4,1	98,3	7,2	7,7	8,0	7,8	12,3	3,3	2,1	3,5	1,3	-6,7
Nov	4,8	99,7	7,9	8,3	8,2	8,4	12,3	3,2	0,7	3,5	5,3	-7,1
Dic	4,3	99,7	8,1	8,5	8,5	7,8	14,7	2,0	1,9	2,0	6,1	-12,4
<i>tasa de variación intermensual (d.)</i>												
2010 Jul	-1,3	-	0,2	-0,1	0,3	0,0	0,4	0,0	-0,6	0,1	0,1	-3,7
Ago	0,8	-	1,2	1,2	1,1	1,5	3,1	-0,1	1,4	-0,2	-0,2	-0,3
Sep	-0,5	-	-0,7	-0,9	-0,4	-0,9	-1,0	-0,6	-2,2	-0,3	-1,1	-1,7
Oct	0,6	-	0,8	1,0	1,2	0,4	1,8	0,4	0,0	0,4	1,1	-0,2
Nov	1,0	-	1,4	1,3	0,5	1,7	1,5	0,4	0,5	0,4	1,8	-1,0
Dic	-0,8	-	-0,1	0,5	0,9	-1,3	0,6	-0,3	-0,9	-0,3	2,6	-1,8

4. Nuevos pedidos y cifra de negocios en la industria, ventas al por menor y matriculaciones de automóviles

	Nuevos pedidos		Cifra de negocios		Ventas al por menor, excluido combustible para vehículos de motor							Matriculaciones de automóviles	
	Industria manufacturera ²⁾ (precios corrientes)		Industria manufacturera (precios corrientes)		Precios corrientes	Precios constantes						Total (d.; miles) ³⁾	Total
	Total (d.; índice: 2005 = 100)	Total	Total (d.; índice: 2005 = 100)	Total	Total	Total (d.; índice: 2005 = 100)	Total	Alimentación, bebidas y tabaco	No alimentación				
									Calzado, vestido y confección	Artículos para el hogar			
% del total en 2005	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	43,0	57,0	10,1	14,3		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2008	113,0	-5,4	116,7	1,8	1,7	103,4	-0,8	-1,8	-0,2	-1,8	-2,0	891	-7,8
2009	87,5	-22,8	95,4	-18,5	-2,9	101,4	-2,0	-1,7	-2,2	-1,8	-4,1	925	3,3
2010	103,0	17,6	105,1	10,2	1,4	102,5	1,1	0,5	1,7	2,6	1,1	843	-8,6
2010 I	95,1	13,9	100,7	6,3	0,8	102,3	0,9	1,4	0,8	3,6	0,7	889	7,1
II	102,5	22,7	104,3	12,2	1,3	102,4	1,0	0,2	1,6	-0,2	2,8	838	-13,1
III	105,9	16,0	106,1	10,1	2,2	102,8	1,7	0,4	3,0	5,5	1,5	796	-16,4
IV	108,5	17,9	109,2	12,1	1,3	102,5	0,8	0,1	1,3	1,7	-0,3	847	-11,1
2010 Ago	109,2	24,7	107,8	14,9	2,2	102,9	1,9	-1,1	4,6	7,7	2,9	773	-19,1
Sep	104,6	13,5	105,4	9,1	2,1	102,7	1,6	0,1	2,9	4,4	1,0	819	-12,4
Oct	106,1	14,7	107,8	8,5	1,9	102,8	1,5	0,4	2,2	2,3	0,9	824	-15,3
Nov	108,4	20,0	108,8	14,2	1,8	102,6	1,2	0,7	1,7	3,5	-0,1	869	-10,0
Dic	110,9	18,8	110,8	13,7	0,4	102,2	-0,1	-0,7	0,3	-0,2	-1,4	850	-6,9
2011 Ene	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	847	-4,3
<i>tasa de variación intermensual (d.)</i>													
2010 Sep	-	-4,2	-	-2,2	-0,2	-	-0,2	0,0	-0,5	-1,2	-0,9	-	5,9
Oct	-	1,4	-	2,3	0,2	-	0,1	0,3	-0,1	0,2	0,0	-	0,6
Nov	-	2,2	-	0,9	-0,3	-	-0,2	-0,1	-0,3	-0,6	-0,5	-	5,4
Dic	-	2,3	-	1,8	-0,3	-	-0,4	-0,4	-0,3	-0,6	-0,3	-	-2,2
2011 Ene	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-0,3

Fuentes: Eurostat, excepto columnas 12 y 13 del cuadro 4 de la sección 5.2 [que incluye cálculos del BCE basados en datos de la Asociación Europea de Fabricantes de Automóviles (ACEA, en sus siglas en inglés)].

1) Los datos se refieren al Euro-17.

2) Incluye las industrias manufactureras que basan su producción principalmente en pedidos y que representaban el 61,2% del total de las manufacturas en 2005.

3) Las cifras anuales y trimestrales son medias de los totales mensuales del período de que se trate.

5.2 Producto y demanda

(saldos netos ¹⁾, salvo indicación en contrario; datos desestacionalizados)

5. Encuestas de opinión de la Comisión Europea ²⁾

	Indicador de clima económico ³⁾ (media a largo plazo = 100)	Industria manufacturera				Utilización de la capacidad productiva (%) ⁴⁾	Indicador de confianza de los consumidores				
		Indicador de confianza industrial					Total ⁵⁾	Situación financiera en los próximos 12 meses	Situación económica en los próximos 12 meses	Paro en los próximos 12 meses	Ahorro en los próximos 12 meses
		Total ⁴⁾	Cartera de pedidos	Existencias de productos terminados	Expectativas de producción						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2007	109,4	5,8	7,2	4,4	14,6	84,2	-4,9	-2,3	-4,3	5,0	-8,0
2008	93,7	-8,4	-13,3	10,8	-1,0	81,8	-18,1	-9,9	-25,3	23,5	-13,6
2009	80,7	-28,7	-56,8	14,6	-14,8	71,1	-24,8	-7,0	-26,3	55,5	-10,3
2010	100,8	-4,6	-24,4	0,6	11,3	76,8	-14,0	-5,2	-12,2	31,0	-7,6
2009 IV	92,0	-18,5	-50,8	6,7	2,0	71,8	-17,0	-2,9	-10,6	47,9	-6,8
2010 I	96,4	-12,0	-41,5	2,4	8,1	74,0	-16,8	-3,7	-10,9	45,9	-6,8
II	99,1	-6,4	-28,6	0,5	10,1	76,5	-16,7	-6,2	-17,8	33,8	-8,9
III	102,2	-2,5	-18,0	0,3	10,9	77,8	-12,1	-5,5	-11,3	23,4	-8,2
IV	105,6	2,5	-9,4	-0,8	16,2	79,0	-10,4	-5,4	-8,7	20,9	-6,6
2010 Sep	103,4	-1,2	-15,5	0,3	12,2	-	-11,0	-4,8	-10,7	20,2	-8,3
Oct	104,3	0,6	-12,3	0,4	14,6	78,1	-10,9	-5,5	-10,3	21,6	-6,1
Nov	105,6	1,8	-10,6	-0,8	15,2	-	-9,4	-5,0	-6,7	19,8	-6,1
Dic	106,9	5,1	-5,3	-2,0	18,7	-	-11,0	-5,8	-9,2	21,3	-7,7
2011 Ene	106,8	6,1	-2,7	-1,9	18,9	80,0	-11,2	-6,6	-10,1	19,9	-8,2
Feb	107,8	6,5	-1,4	-1,4	19,5	-	-10,0	-5,1	-8,5	20,5	-6,0

	Indicador de confianza de la construcción			Indicador de confianza del comercio al por menor				Indicador de confianza de los servicios			
	Total ⁵⁾	Cartera de pedidos	Expectativas de empleo	Total ⁵⁾	Evolución actual de los negocios	Nivel de existencias	Evolución futura de los negocios	Total ⁵⁾	Clima empresarial	Demanda en los últimos meses	Demanda en los próximos meses
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
2007	0,1	-7,6	7,8	1,1	5,1	13,2	11,4	16,1	13,3	14,6	20,4
2008	-13,4	-20,7	-6,1	-10,0	-10,6	16,0	-3,5	0,6	-3,7	0,7	4,7
2009	-32,7	-42,2	-23,2	-15,5	-21,0	9,9	-15,7	-15,5	-20,4	-17,9	-8,3
2010	-28,4	-39,6	-17,2	-4,0	-6,1	7,4	1,5	4,9	2,4	4,1	8,2
2009 IV	-30,2	-42,6	-17,8	-10,3	-17,6	8,7	-4,7	-4,8	-9,0	-8,8	3,4
2010 I	-30,2	-41,3	-19,2	-8,9	-13,4	7,8	-5,5	-0,1	-3,4	-3,0	6,1
II	-29,2	-41,3	-17,1	-5,1	-7,5	7,5	-0,5	3,9	1,6	2,8	7,3
III	-28,1	-39,8	-16,4	-2,8	-4,7	7,0	3,4	6,9	4,8	8,3	7,5
IV	-26,2	-36,0	-16,3	0,8	1,3	7,4	8,5	9,0	6,8	8,4	11,9
2010 Sep	-26,2	-38,8	-13,6	-0,8	-2,7	6,6	6,9	7,6	5,2	8,1	9,6
Oct	-25,3	-35,2	-15,3	-0,8	-0,3	8,6	6,6	8,0	5,3	6,8	12,0
Nov	-26,5	-36,2	-16,7	-1,1	-3,2	7,6	7,6	9,3	6,8	9,4	11,6
Dic	-26,7	-36,7	-16,8	4,3	7,3	5,9	11,4	9,8	8,2	9,1	12,1
2011 Ene	-26,0	-38,9	-13,1	-0,6	0,4	6,7	4,6	9,9	8,4	9,1	12,1
Feb	-24,3	-34,0	-14,6	-0,2	0,8	7,5	6,1	11,1	8,8	12,1	12,4

Fuente: Comisión Europea (D.G. de Asuntos Económicos y Financieros).

- 1) Diferencia entre el porcentaje de entrevistados que responden afirmativamente y aquellos que contestan negativamente.
- 2) A partir de mayo de 2010, los datos hacen referencia a la nueva versión de la nomenclatura estadística de actividades económicas de la Unión Europea («NACE Revisión 2»).
- 3) El indicador de clima económico está compuesto por los indicadores de confianza industrial, de los servicios, de los consumidores, de la construcción y del comercio al por menor; el indicador de confianza industrial tiene una ponderación del 40%; el de confianza de los servicios, del 30%; el de confianza de los consumidores, del 20%, y cada uno de los dos indicadores restantes tiene una ponderación del 5%. Los valores del indicador de clima económico por encima (por debajo) de 100 indican un clima económico por encima (por debajo) de la media (por debajo de la media) calculado para el período comprendido entre 1990 y 2008.
- 4) Los datos se recogen en enero, abril, julio y octubre de cada año. Los datos trimestrales incluidos son medias de dos encuestas consecutivas. Los datos anuales se obtienen a partir de medias trimestrales.
- 5) Los indicadores de confianza se calculan como medias simples de los componentes incluidos; para el cálculo de los indicadores de confianza se utilizan los componentes de existencias (columnas 4 y 17) y de paro (columna 10), con el signo invertido.

5.3 Mercado de trabajo ¹⁾

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario; datos desestacionalizados)

1. Empleo en términos de personas ocupadas ²⁾

	Total economía		Por situación profesional		Por ramas de actividad					
	Total (millones)	Total	Asalariados	Autónomos	Agricultura, caza, silvicultura y pesca	Ind. extractivas, ind. manufacturera y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transporte y comunicaciones	Intermediación financiera, activ. inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales	Administración pública, educación, sanidad y otros servicios
% del total en 2009	100,0	100,0	85,4	14,6	3,8	17,1	7,5	25,5	16,1	30,0
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2007	147,472	1,8	2,0	0,7	-1,7	0,3	3,7	1,9	4,3	1,3
2008	148,606	0,8	1,0	-0,4	-1,8	0,0	-2,1	1,2	2,1	1,2
2009	145,805	-1,9	-1,8	-2,2	-2,2	-5,4	-6,7	-1,8	-2,1	1,4
2009 IV	145,016	-2,1	-2,1	-1,9	-1,5	-6,4	-5,9	-2,2	-1,9	1,1
2010 I	145,039	-1,3	-1,4	-0,6	-0,7	-5,6	-4,9	-1,4	-0,2	1,5
II	145,144	-0,6	-0,5	-0,9	-0,8	-4,0	-3,4	-1,0	1,3	1,3
III	145,092	-0,2	0,0	-1,0	-0,6	-2,7	-2,9	-0,7	2,0	1,2
<i>tasas de variación intertrimestral</i>										
2009 IV	-0,295	-0,2	-0,2	-0,1	0,7	-1,2	-0,6	-0,5	0,2	0,3
2010 I	0,023	0,0	0,0	0,3	0,0	-0,8	-1,0	-0,1	0,5	0,5
II	0,105	0,1	0,2	-0,7	-1,1	-0,3	-0,3	-0,1	1,0	0,2
III	-0,052	0,0	0,0	-0,4	-0,2	-0,4	-1,1	0,0	0,3	0,2

2. Empleo en términos de horas trabajadas ²⁾

	Total economía		Por situación profesional		Por ramas de actividad					
	Total (millones)	Total	Asalariados	Autónomos	Agricultura, caza, silvicultura y pesca	Ind. extractivas, ind. manufacturera y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transporte y comunicaciones	Intermediación financiera, activ. inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales	Administración pública, educación, sanidad y otros servicios
% del total en 2009	100,0	100,0	80,5	19,5	5,0	17,1	8,5	26,9	15,7	26,9
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2007	238.401,2	1,7	2,0	0,7	-2,5	0,6	3,7	1,9	4,4	1,0
2008	239.937,5	0,6	1,0	-0,8	-2,0	-0,5	-1,8	0,9	2,5	1,4
2009	231.896,0	-3,4	-3,5	-2,9	-2,6	-9,0	-8,2	-2,7	-3,4	1,0
2009 IV	57.834,5	-2,7	-2,9	-2,0	-2,3	-7,3	-7,0	-2,5	-2,6	0,9
2010 I	57.897,8	-0,7	-0,8	-0,2	-2,8	-3,3	-4,5	-0,6	0,1	2,0
II	58.073,9	0,2	0,3	-0,3	-2,3	-0,4	-3,0	-0,4	1,6	1,6
III	58.151,4	0,6	0,8	0,0	-2,3	0,7	-2,9	0,1	2,3	1,6
<i>tasas de variación intertrimestral</i>										
2009 IV	35,5	0,1	0,1	0,1	-0,1	-0,3	-0,8	0,0	0,7	0,3
2010 I	63,3	0,1	0,1	0,2	-1,2	-0,1	-1,0	0,0	0,2	0,8
II	176,1	0,3	0,4	-0,2	-0,2	0,6	0,0	0,0	0,9	0,2
III	77,4	0,1	0,2	-0,2	-0,7	0,5	-1,2	0,1	0,5	0,3

3. Horas trabajadas por persona ocupada ²⁾

	Total economía		Por situación profesional		Por ramas de actividad					
	Total (miles)	Total	Asalariados	Autónomos	Agricultura, caza, silvicultura y pesca	Ind. extractivas, ind. manufacturera y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transporte y comunicaciones	Intermediación financiera, activ. inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales	Administración pública, educación, sanidad y otros servicios
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2007	1,617	-0,1	0,0	0,0	-0,8	0,3	0,0	0,0	0,1	-0,2
2008	1,615	-0,1	0,0	-0,4	-0,2	-0,5	0,3	-0,4	0,3	0,2
2009	1,590	-1,5	-1,7	-0,7	-0,4	-3,8	-1,6	-1,0	-1,3	-0,3
2009 IV	0,399	-0,6	-0,8	0,0	-0,9	-0,9	-1,2	-0,3	-0,7	-0,1
2010 I	0,399	0,6	0,6	0,3	-2,1	2,4	0,5	0,8	0,2	0,5
II	0,400	0,8	0,8	0,6	-1,5	3,7	0,4	0,6	0,2	0,4
III	0,401	0,8	0,8	0,9	-1,7	3,5	0,0	0,7	0,4	0,4

Fuente: Eurostat.

1) Los datos de empleo se basan en el SEC 95.

2) Los datos se refieren al Euro-17.

5.3 Mercado de trabajo

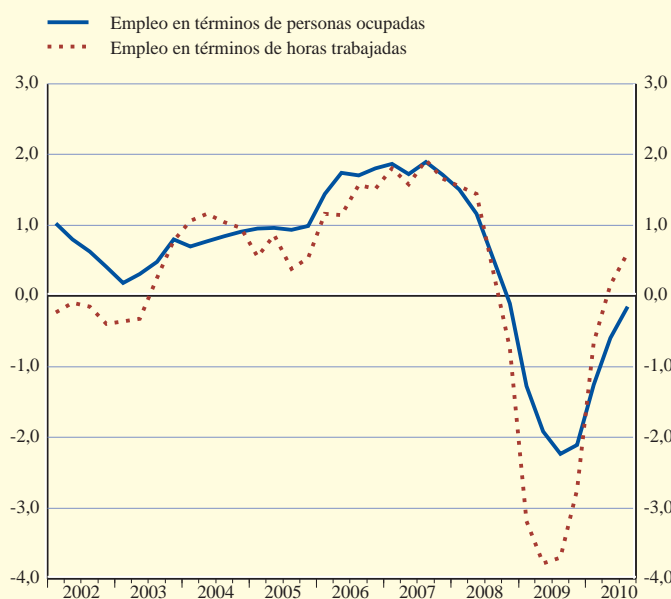
(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

4. Desempleo y vacantes ¹⁾

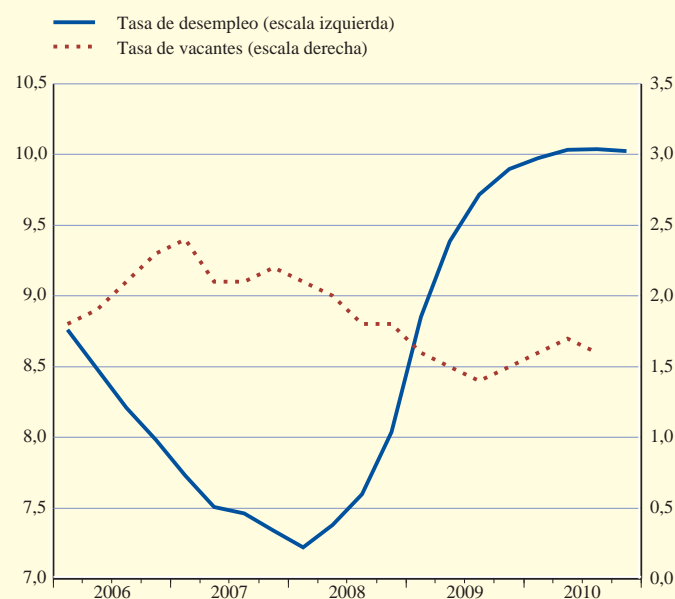
	Desempleo										Tasa de vacantes ^{2),3)}
	Total		Por grupos de edad ⁴⁾				Por sexo ⁵⁾				
	Millones	% población activa	Adultos		Jóvenes		Hombres		Mujeres		
			Millones	% población activa	Millones	% población activa	Millones	% población activa	Millones	% población activa	
% del total en 2009	100,0		78,3		21,7		53,9		46,1		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2007	11,738	7,5	9,168	6,6	2,570	15,0	5,771	6,7	5,967	8,5	2,2
2008	11,946	7,6	9,294	6,6	2,651	15,6	6,026	6,9	5,920	8,3	1,9
2009	14,996	9,5	11,745	8,3	3,251	19,5	8,082	9,3	6,914	9,6	1,5
2010	15,896	10,0	12,632	8,9	3,264	20,3	8,573	9,9	7,323	10,2	.
2009 IV	15,670	9,9	12,376	8,7	3,294	20,1	8,538	9,9	7,132	9,9	1,5
2010 I	15,801	10,0	12,502	8,8	3,298	20,3	8,576	9,9	7,225	10,0	1,6
II	15,924	10,0	12,637	8,9	3,286	20,3	8,595	9,9	7,329	10,2	1,7
III	15,933	10,0	12,719	8,9	3,213	20,1	8,555	9,9	7,378	10,2	1,6
IV	15,925	10,0	12,668	8,9	3,257	20,3	8,564	9,9	7,361	10,2	.
2010 Ago	15,932	10,0	12,727	8,9	3,205	20,1	8,575	9,9	7,357	10,2	-
Sep	15,935	10,0	12,713	8,9	3,222	20,1	8,543	9,9	7,392	10,2	-
Oct	16,001	10,1	12,742	8,9	3,259	20,2	8,605	9,9	7,395	10,2	-
Nov	15,928	10,0	12,654	8,9	3,274	20,4	8,550	9,9	7,378	10,2	-
Dic	15,847	10,0	12,608	8,8	3,239	20,2	8,537	9,9	7,310	10,1	-
2011 Ene	15,775	9,9	12,594	8,8	3,181	19,9	8,496	9,8	7,278	10,1	-

G28 Empleo – personas ocupadas y horas trabajadas ²⁾

(tasas de variación interanual)



G29 Desempleo y tasas de vacantes ^{2),3)}



Fuente: Eurostat.

- 1) Los datos de desempleo se refieren a personas y siguen las recomendaciones de la OIT.
- 2) Los datos se refieren al Euro-17.
- 3) Industria, construcción y servicios (excluidos los hogares como empleadores y los organismos extraterritoriales); datos sin desestacionalizar.
- 4) Adultos: 25 años o más; jóvenes: hasta los 25 años; las tasas se expresan en porcentaje de la población activa para cada grupo de edad.
- 5) Las tasas se expresan en porcentaje de la población activa para cada sexo.



FINANZAS PÚBLICAS

6.1 Recursos, empleos y déficit/superávit ¹⁾

(porcentaje del PIB)

1. Zona del euro – Recursos

	Total		Recursos corrientes										Recursos de capital		Pro memoria: carga fiscal ²⁾
	1	2	Impuest. directos	Hogares	Empresas	Impuest. indirectos	Recibidos por inst. de la UE	Cotizaciones sociales	Empleadores	Asalariados	Ventas	12	Impuest. sobre el capital		
														3		4	5	6	7	8	9	10	11	13
2001	45,7	45,4	12,2	9,4	2,8	13,5	0,5	15,6	8,1	4,7	2,1	0,2	0,3	41,6	
2002	45,1	44,8	11,8	9,2	2,5	13,5	0,4	15,6	8,1	4,6	2,1	0,3	0,3	41,1	
2003	45,0	44,3	11,4	9,0	2,3	13,5	0,4	15,7	8,2	4,6	2,1	0,6	0,5	41,1	
2004	44,5	44,0	11,3	8,7	2,5	13,5	0,3	15,5	8,1	4,5	2,1	0,5	0,4	40,7	
2005	44,8	44,3	11,5	8,7	2,7	13,7	0,3	15,4	8,1	4,5	2,2	0,5	0,3	40,9	
2006	45,3	45,0	12,1	8,9	3,0	13,8	0,3	15,3	8,0	4,5	2,1	0,3	0,3	41,4	
2007	45,4	45,1	12,4	9,1	3,2	13,8	0,3	15,1	8,0	4,4	2,1	0,3	0,3	41,5	
2008	45,0	44,8	12,2	9,3	2,8	13,3	0,3	15,3	8,0	4,5	2,1	0,2	0,3	41,1	
2009	44,6	44,2	11,4	9,3	1,9	13,1	0,3	15,7	8,2	4,5	2,3	0,3	0,4	40,5	

2. Zona del euro – Empleos

	Total		Empleos corrientes							Empleos de capital			Pro memoria: empleos primarios ³⁾	
	1	Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Intereses	Transf. corrientes	Prestaciones sociales	Subvenciones	Pagadas por inst. de la UE	10	Inversión	Transf. de capital		Pagadas por instituciones de la UE
2001	47,5	43,6	10,3	4,8	3,8	24,7	21,7	1,9	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	43,7
2002	47,7	43,9	10,4	4,9	3,5	25,1	22,2	1,9	0,5	3,8	2,4	1,4	0,1	44,2
2003	48,1	44,1	10,5	5,0	3,3	25,4	22,5	1,9	0,5	3,9	2,5	1,4	0,1	44,8
2004	47,5	43,5	10,4	5,0	3,1	25,1	22,3	1,7	0,5	3,9	2,5	1,5	0,1	44,4
2005	47,3	43,4	10,4	5,1	3,0	25,0	22,3	1,7	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	44,3
2006	46,7	42,9	10,2	5,0	2,9	24,8	22,0	1,7	0,5	3,8	2,5	1,4	0,0	43,8
2007	46,0	42,2	10,0	5,0	3,0	24,3	21,6	1,6	0,4	3,8	2,6	1,2	0,0	43,1
2008	47,0	43,2	10,1	5,1	3,0	24,9	22,0	1,6	0,4	3,8	2,6	1,3	0,0	44,0
2009	50,8	46,6	10,8	5,6	2,8	27,3	24,3	1,8	0,5	4,2	2,8	1,4	0,0	48,0

3. Zona del euro – Déficit/superávit, déficit/superávit primario y consumo público

	Déficit (-)/superávit (+)					Déficit (-)/superávit (+) primario	Consumo público ⁴⁾							
	Total	Admones. Centrales	Admones. Regionales	Admones. Locales	Admones. Seguridad Social		Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Transf. sociales en especie vía productores de mercado	Consumo de capital fijo	Ventas (menos)	Consumo colectivo	Consumo individual
2001	-1,9	-1,7	-0,4	-0,1	0,3	1,9	19,8	10,3	4,8	4,9	1,8	2,1	8,2	11,7
2002	-2,6	-2,1	-0,5	-0,2	0,2	0,9	20,2	10,4	4,9	5,1	1,8	2,1	8,3	12,0
2003	-3,1	-2,4	-0,5	-0,2	0,0	0,2	20,5	10,5	5,0	5,2	1,9	2,1	8,3	12,2
2004	-3,0	-2,5	-0,4	-0,3	0,1	0,1	20,4	10,4	5,0	5,1	1,9	2,1	8,3	12,1
2005	-2,6	-2,2	-0,3	-0,2	0,2	0,4	20,4	10,4	5,1	5,1	1,9	2,2	8,2	12,3
2006	-1,4	-1,5	-0,1	-0,2	0,4	1,5	20,3	10,2	5,0	5,2	1,9	2,1	8,1	12,2
2007	-0,7	-1,2	0,0	-0,1	0,5	2,3	20,0	10,0	5,0	5,2	1,9	2,1	7,9	12,1
2008	-2,0	-2,1	-0,2	-0,2	0,4	1,0	20,5	10,1	5,1	5,3	1,9	2,1	8,1	12,4
2009	-6,3	-5,1	-0,5	-0,3	-0,4	-3,4	22,2	10,8	5,6	5,8	2,0	2,3	8,8	13,4

4. Países de la zona del euro – Déficit (-)/superávit (+)⁵⁾

	BE	DE	EE	IE	GR	ES	FR	IT	CY	LU	MT	NL	AT	PT	SI	SK	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
2006	0,2	-1,6	2,4	2,9	-5,7	2,0	-2,3	-3,4	-1,2	1,4	-2,7	0,5	-1,5	-4,1	-1,3	-3,2	4,0
2007	-0,3	0,3	2,5	0,0	-6,4	1,9	-2,7	-1,5	3,4	3,7	-2,3	0,2	-0,4	-2,8	0,0	-1,8	5,2
2008	-1,3	0,1	-2,8	-7,3	-9,4	-4,2	-3,3	-2,7	0,9	3,0	-4,8	0,6	-0,5	-2,9	-1,8	-2,1	4,2
2009	-6,0	-3,0	-1,7	-14,4	-15,4	-11,1	-7,5	-5,3	-6,0	-0,7	-3,8	-5,4	-3,5	-9,3	-5,8	-7,9	-2,5

Fuentes: BCE, para los agregados de la zona del euro; Comisión Europea, para los datos relativos al déficit/superávit por países.

- Los datos se refieren al Euro-16. Los conceptos «recursos», «empleos» y «déficit/superávit» se basan en el SEC 95. Las operaciones que afectan al presupuesto de la UE están incluidas y consolidadas. Las operaciones entre las Administraciones de los Estados miembros no están consolidadas.
- La carga fiscal incluye impuestos y cotizaciones sociales.
- Incluye el total de empleos, excepto intereses.
- Se corresponde con el gasto en consumo final (P.3) de las Administraciones Públicas del SEC 95.
- Incluye los ingresos por venta de licencias UMTS y las liquidaciones de swaps y de acuerdos sobre tipos de interés futuros.

6.2 Deuda ¹⁾

(porcentaje del PIB)

1. Zona del euro – Por instrumento financiero y sector tenedor

	Total	Instrumentos financieros				Sectores tenedores				Otros acreedores ³⁾
		Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores a corto plazo	Valores a largo plazo	Acreedores residentes ²⁾			Resto de sectores	
						Total	IFM	Otras sociedades financieras		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
2000	69,2	2,7	13,2	3,7	49,6	43,9	22,1	12,3	9,5	25,3
2001	68,2	2,8	12,4	4,0	48,9	42,1	20,7	11,0	10,4	26,1
2002	67,9	2,7	11,8	4,6	48,9	40,6	19,5	10,5	10,6	27,3
2003	69,1	2,1	12,4	5,0	49,6	39,8	19,7	11,0	9,1	29,2
2004	69,5	2,2	12,0	5,0	50,3	38,4	18,6	10,7	9,0	31,1
2005	70,3	2,4	12,1	4,7	51,1	36,5	17,4	11,1	8,0	33,8
2006	68,4	2,4	11,7	4,1	50,2	34,6	17,5	9,3	7,8	33,8
2007	66,1	2,2	11,1	4,2	48,7	32,7	16,9	8,6	7,3	33,4
2008	69,8	2,3	11,3	6,7	49,5	32,7	17,4	7,8	7,5	37,1
2009	79,2	2,4	12,3	8,6	55,9	36,8	20,2	8,9	7,7	42,4

2. Zona del euro – Por emisor, plazo y moneda

	Total	Emitido por ⁴⁾				Plazo a la emisión			Vida residual			Moneda	
		Admones. Centrales	Admones. Regionales	Admones. Locales	Admones. Seguridad Social	Hasta un año	Más de un año	Tipo de interés variable	Hasta un año	Entre uno y cinco años	Más de cinco años	Euro o monedas participantes	Otras monedas
2000	69,2	58,1	5,8	4,8	0,4	6,5	62,7	6,2	13,4	27,8	28,0	67,4	1,8
2001	68,2	57,0	6,0	4,7	0,4	7,0	61,1	5,3	13,7	26,6	27,9	66,6	1,5
2002	67,9	56,6	6,2	4,7	0,4	7,6	60,3	5,2	15,5	25,3	27,2	66,7	1,3
2003	69,1	56,9	6,5	5,1	0,6	7,8	61,3	5,0	14,9	26,0	28,2	68,1	0,9
2004	69,5	57,3	6,6	5,1	0,4	7,8	61,6	4,6	14,8	26,2	28,5	68,6	0,9
2005	70,3	57,8	6,7	5,2	0,5	7,9	62,4	4,6	14,9	25,6	29,8	69,3	1,0
2006	68,4	56,1	6,5	5,3	0,5	7,4	61,0	4,4	14,4	24,1	29,9	67,9	0,6
2007	66,1	54,1	6,2	5,2	0,5	7,4	58,7	4,4	14,6	23,5	28,0	65,6	0,5
2008	69,8	57,5	6,6	5,2	0,4	10,2	59,6	4,5	17,8	23,3	28,6	68,9	0,9
2009	79,2	65,3	7,6	5,7	0,6	12,2	66,9	4,6	19,6	27,1	32,4	78,0	1,2

3. Países de la zona del euro

	BE	DE	EE	IE	GR	ES	FR	IT	CY	LU	MT	NL	AT	PT	SI	SK	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
2006	88,1	67,6	4,4	24,8	106,1	39,6	63,7	106,6	64,6	6,7	63,4	47,4	62,1	63,9	26,7	30,5	39,7
2007	84,2	64,9	3,7	25,0	105,0	36,1	63,8	103,6	58,3	6,7	61,7	45,3	59,3	62,7	23,4	29,6	35,2
2008	89,6	66,3	4,6	44,3	110,3	39,8	67,5	106,3	48,3	13,6	63,1	58,2	62,5	65,3	22,5	27,8	34,1
2009	96,2	73,4	7,2	65,5	126,8	53,2	78,1	116,0	58,0	14,5	68,6	60,8	67,5	76,1	35,4	35,4	43,8

Fuentes: BCE, para los agregados de la zona del euro; Comisión Europea, para los datos relativos a la deuda por países.

- Los datos se refieren al Euro-16. Deuda bruta consolidada de los distintos sectores de las AAPP en valor nominal. Las tenencias en poder de Administraciones no residentes no están consolidadas. Los datos son estimaciones parciales.
- Tenedores que residen en el país cuya Administración ha emitido la deuda.
- Incluye residentes de países de la zona del euro distintos del país cuya Administración ha emitido la deuda.
- Excluye la deuda en poder de las AAPP del país cuya Administración ha emitido la deuda.

6.3 Variaciones de la deuda ¹⁾

(porcentaje del PIB)

1. Zona del euro – Por origen, instrumento financiero y sector tenedor

	Total	Origen de la variación			Instrumentos financieros				Sectores tenedores			
		Necesidad de financiación ²⁾	Efectos de valoración ³⁾	Otras variaciones en volumen ⁴⁾	Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores a corto plazo	Valores a largo plazo	Acreedores residentes ⁵⁾	IFM	Otras sociedades financieras	Otros acreedores ⁶⁾
2001	1,9	1,9	-0,1	0,1	0,2	-0,2	0,5	1,5	0,0	-0,5	-0,8	1,9
2002	2,1	2,7	-0,5	-0,1	0,0	-0,2	0,7	1,6	0,0	-0,5	-0,1	2,1
2003	3,1	3,3	-0,2	0,0	-0,6	0,9	0,6	2,1	0,4	0,8	0,8	2,7
2004	3,1	3,2	-0,1	0,0	0,2	0,1	0,1	2,7	0,1	-0,3	0,1	3,0
2005	3,3	3,0	0,2	0,0	0,3	0,5	-0,1	2,6	-0,5	-0,6	0,8	3,8
2006	1,6	1,5	0,1	0,0	0,2	0,2	-0,4	1,5	-0,1	1,0	-1,2	1,7
2007	1,1	1,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,3	1,0	-0,2	0,2	-0,3	1,3
2008	5,2	5,1	0,1	0,0	0,1	0,4	2,6	2,0	0,7	0,9	-0,5	4,5
2009	7,1	7,3	-0,2	0,0	0,1	0,6	1,6	4,8	3,0	2,2	0,8	4,1

2. Zona del euro – Ajuste entre déficit y deuda

Variaciones de la deuda	Déficit (-)/superávit (+) ⁷⁾	Ajuste entre déficit y deuda ⁸⁾											Otros ⁹⁾	
		Total	Operaciones en los principales instrumentos financieros mantenidos por las AAPP							Efectos de valoración	Efectos tipo de cambio	Otras variaciones en volumen		
			Total	Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores ¹⁰⁾	Acciones y otras particip.	Privatizaciones	Inyecciones de capital					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2001	1,9	-1,9	0,0	-0,5	-0,6	0,1	0,1	-0,1	-0,3	0,1	-0,1	0,0	0,1	0,6
2002	2,1	-2,6	-0,5	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,4	0,1	-0,5	-0,1	-0,1	0,0
2003	3,1	-3,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	-0,2	0,1	-0,2	-0,1	0,0	0,1
2004	3,1	-3,0	0,2	0,2	0,2	0,0	0,1	0,0	-0,5	0,2	-0,1	0,0	0,0	0,1
2005	3,3	-2,6	0,7	0,6	0,3	0,1	0,1	0,1	-0,3	0,2	0,2	0,0	0,0	-0,1
2006	1,6	-1,4	0,2	0,3	0,3	-0,1	0,3	-0,2	-0,4	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,2
2007	1,1	-0,7	0,5	0,6	0,2	0,0	0,3	0,1	-0,2	0,2	0,0	0,0	0,0	-0,2
2008	5,2	-2,0	3,2	3,0	0,8	0,7	0,7	0,8	-0,1	0,5	0,1	0,0	0,0	0,1
2009	7,1	-6,3	0,9	1,0	0,3	0,0	0,3	0,4	-0,3	0,5	-0,2	0,0	0,0	0,0

Fuente: BCE.

- Los datos se refieren al Euro-16 y son estimaciones parciales. La variación interanual de la deuda bruta nominal consolidada se expresa en porcentaje del PIB [deuda (t) - deuda (t-1)] ÷ PIB (t).
- La necesidad de financiación es, por definición, equivalente a las operaciones de deuda.
- Incluye, además del impacto de los movimientos del tipo de cambio, los efectos derivados de la valoración por el nominal (por ej., primas o descuentos en la emisión de valores).
- Incluye, en particular, el impacto de la reclasificación de unidades y determinados tipos de asunción de deuda.
- Tenedores que residen en el país cuya Administración ha emitido la deuda.
- Incluye residentes de países de la zona del euro distintos del país cuya Administración ha emitido la deuda.
- Incluye los ingresos por ventas de licencias UMTS.
- Diferencia entre la variación interanual de la deuda bruta nominal consolidada y el déficit expresado en porcentaje del PIB.
- Incluye principalmente operaciones con otros activos y pasivos (créditos comerciales, otras cuentas pendientes de cobro/pago y derivados financieros).
- Excluye los derivados financieros.

6.4 Recursos, empleos y déficit/superávit; datos trimestrales ¹⁾

(porcentaje del PIB)

1. Zona del euro – Recursos (datos trimestrales)

	Total		Recursos corrientes					Recursos de capital		Pro memoria: carga fiscal ²⁾
	1	2	Impuestos directos	Impuestos indirectos	Cotizaciones sociales	Ventas	Rentas de la propiedad	8	Impuestos sobre el capital	
2004 III	42,7	42,3	10,7	12,8	15,3	1,9	0,7	0,5	0,3	39,1
IV	48,9	48,0	12,9	14,2	16,2	2,9	0,7	1,0	0,4	43,7
2005 I	42,0	41,5	10,0	13,0	15,3	1,7	0,6	0,5	0,3	38,5
II	44,3	43,7	11,5	13,2	15,1	2,0	1,1	0,6	0,3	40,1
III	43,4	42,7	11,1	13,0	15,1	1,9	0,7	0,7	0,3	39,6
IV	49,0	48,3	13,3	14,2	16,1	3,0	0,8	0,7	0,3	43,9
2006 I	42,4	42,0	10,3	13,4	15,1	1,7	0,8	0,4	0,3	39,0
II	45,3	44,9	12,2	13,5	15,1	1,9	1,3	0,5	0,3	41,0
III	43,7	43,2	11,6	12,9	15,1	2,0	0,8	0,5	0,3	39,9
IV	49,3	48,7	14,0	14,3	15,8	2,9	0,9	0,6	0,3	44,4
2007 I	42,2	41,8	10,2	13,5	14,8	1,7	0,9	0,4	0,3	38,7
II	45,5	45,1	12,7	13,5	15,0	1,8	1,4	0,4	0,3	41,4
III	43,5	43,1	12,1	12,8	14,8	1,9	0,8	0,5	0,3	40,0
IV	49,7	49,1	14,4	14,1	15,7	3,0	0,9	0,6	0,3	44,6
2008 I	42,3	42,0	10,7	12,9	14,8	1,7	1,1	0,3	0,2	38,7
II	44,9	44,6	12,6	12,8	15,0	1,9	1,5	0,4	0,3	40,7
III	43,2	42,8	11,9	12,4	15,0	1,9	0,8	0,3	0,3	39,6
IV	49,0	48,5	13,6	13,6	16,3	3,0	1,1	0,5	0,3	43,8
2009 I	42,0	41,9	10,2	12,5	15,4	1,8	1,1	0,1	0,2	38,4
II	44,4	43,8	11,5	12,6	15,5	2,0	1,4	0,6	0,5	40,2
III	42,5	42,1	10,9	12,3	15,4	2,0	0,7	0,3	0,3	38,9
IV	48,8	48,1	12,7	13,7	16,4	3,2	1,0	0,7	0,5	43,4
2010 I	41,8	41,6	10,1	12,4	15,4	1,8	0,9	0,2	0,2	38,2
II	44,2	43,8	11,5	12,7	15,3	2,0	1,3	0,5	0,3	39,8
III	42,8	42,5	10,8	12,8	15,2	2,0	0,8	0,3	0,3	39,1

2. Zona del euro – Empleos y déficit/superávit (datos trimestrales)

	Total		Empleos corrientes					Empleos de capital			Déficit (-)/ superávit (+)	Déficit (-)/ superávit (+) primario	
	Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Intereses	Transf. corrientes	Prestaciones sociales	Subvenciones	Inversión	Transf. de capital				
2004 III	45,9	42,6	9,9	4,7	3,1	24,8	21,4	1,3	3,4	2,4	1,0	-3,2	-0,1
IV	50,9	45,6	11,0	5,7	2,9	26,1	22,6	1,4	5,2	3,1	2,1	-1,9	1,0
2005 I	46,8	43,1	10,2	4,7	3,1	25,1	21,4	1,2	3,7	1,9	1,8	-4,8	-1,7
II	46,2	42,8	10,2	4,9	3,2	24,5	21,3	1,1	3,4	2,3	1,1	-1,8	1,3
III	45,7	42,2	9,9	4,8	3,0	24,6	21,3	1,2	3,4	2,5	1,0	-2,2	0,8
IV	50,5	45,7	11,1	5,8	2,7	26,1	22,5	1,3	4,8	3,1	1,7	-1,5	1,2
2006 I	45,3	42,2	10,0	4,6	3,0	24,6	21,1	1,2	3,1	1,9	1,2	-2,9	0,0
II	45,5	42,2	10,2	4,9	3,1	24,0	21,0	1,1	3,2	2,3	1,0	-0,1	2,9
III	45,2	41,8	9,8	4,7	2,9	24,4	21,0	1,2	3,4	2,4	1,0	-1,5	1,4
IV	50,4	45,0	10,7	5,8	2,7	25,9	22,2	1,4	5,3	3,2	2,2	-1,1	1,6
2007 I	44,3	41,1	9,8	4,5	2,9	23,9	20,5	1,2	3,2	2,0	1,2	-2,1	0,8
II	44,6	41,4	9,9	4,8	3,2	23,5	20,5	1,1	3,2	2,3	0,8	0,9	4,1
III	44,4	41,0	9,5	4,7	2,9	23,8	20,6	1,2	3,4	2,5	0,9	-0,9	2,1
IV	50,3	45,2	10,7	5,8	2,8	26,0	22,2	1,5	5,1	3,4	1,7	-0,7	2,1
2008 I	44,7	41,5	9,8	4,6	3,0	24,2	20,5	1,2	3,2	2,0	1,2	-2,4	0,6
II	45,3	42,0	10,1	5,0	3,2	23,7	20,7	1,1	3,3	2,3	1,0	-0,4	2,8
III	45,5	41,9	9,6	4,8	3,1	24,4	21,2	1,2	3,5	2,5	1,0	-2,3	0,8
IV	52,0	47,0	11,0	6,1	2,8	27,1	23,1	1,4	5,1	3,4	1,6	-3,0	-0,3
2009 I	48,4	45,0	10,5	5,2	2,9	26,4	22,5	1,3	3,4	2,2	1,1	-6,4	-3,6
II	50,0	46,0	10,9	5,5	3,0	26,6	23,1	1,3	4,0	2,7	1,2	-5,6	-2,6
III	49,3	45,4	10,3	5,2	2,9	26,9	23,3	1,4	3,9	2,6	1,2	-6,8	-3,9
IV	55,2	49,8	11,5	6,5	2,6	29,2	24,9	1,5	5,4	3,4	1,9	-6,3	-3,7
2010 I	49,7	46,1	10,6	5,1	2,8	27,6	23,3	1,4	3,7	2,1	1,6	-8,0	-5,2
II	49,0	45,5	10,7	5,4	3,0	26,4	22,9	1,3	3,5	2,5	1,2	-4,8	-1,8
III	48,7	44,7	10,0	5,2	2,8	26,7	23,1	1,3	4,0	2,5	1,4	-5,9	-3,1

Fuentes: Cálculos del BCE basados en datos nacionales y de Eurostat.

- Los conceptos «recursos», «empleos» y «déficit/superávit» se basan en el SEC 95. No se incluyen las operaciones entre el presupuesto de la UE y las unidades institucionales que no forman parte de las Administraciones Públicas. Por lo demás, y excepto en caso de que los plazos para la transmisión de los datos sean diferentes, las cifras trimestrales son acordes con los datos anuales. Datos sin desestacionalizar.
- La carga fiscal incluye impuestos y cotizaciones sociales.

6.5 Deuda trimestral y variaciones de la deuda (porcentaje del PIB)

1. Zona del euro – Deuda según los criterios de Maastricht por instrumento financiero ¹⁾

	Total 1	Instrumentos financieros			
		Efectivo y depósitos 2	Préstamos 3	Valores a corto plazo 4	Valores a largo plazo 5
2007 IV	66,1	2,2	11,1	4,2	48,7
2008 I	67,1	2,1	11,3	5,0	48,6
II	67,4	2,1	11,3	4,9	49,0
III	67,5	2,1	11,2	5,5	48,7
IV	69,8	2,3	11,3	6,7	49,5
2009 I	73,2	2,3	11,6	7,9	51,4
II	76,5	2,4	11,9	8,5	53,8
III	78,3	2,3	12,1	9,2	54,7
IV	79,2	2,4	12,3	8,6	55,9
2010 I	81,0	2,4	12,5	8,4	57,7
II	82,5	2,4	13,2	8,1	58,8
III	82,7	2,3	13,2	8,2	58,9

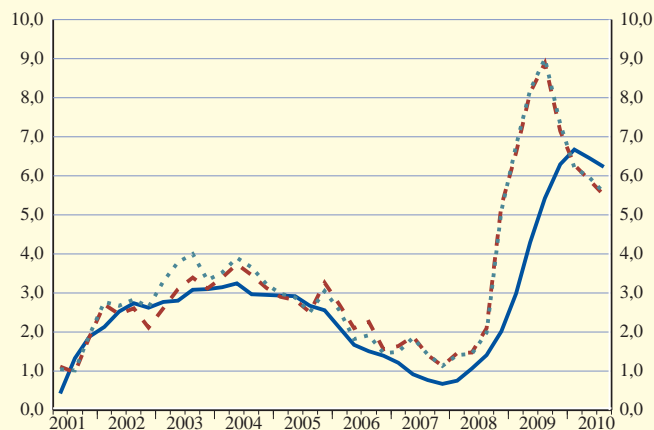
2. Zona del euro – Ajuste entre déficit y deuda

	Variaciones de la deuda 1	Deficit (-)/ superávit (+) 2	Ajuste entre déficit y deuda								Pro memoria: Necesidad de financiación 11
			Total 3	Operaciones de las AAPP con los principales activos financieros					Efectos de valoración y otros cambios en el volumen 9	Otros 10	
				Total 4	Efectivo y depósitos 5	Préstamos 6	Valores 7	Acciones y otras participaciones 8			
2007 IV	-3,3	-0,7	-4,0	-2,8	-2,1	0,0	-0,6	-0,2	0,0	-1,1	-3,3
2008 I	6,1	-2,4	3,7	3,1	1,9	-0,1	0,9	0,3	0,0	0,6	6,1
II	3,7	-0,4	3,3	3,9	1,9	0,3	1,3	0,5	0,1	-0,6	3,7
III	2,0	-2,3	-0,3	-0,8	-1,6	0,0	0,3	0,5	0,4	0,2	1,6
IV	9,0	-3,0	5,9	5,8	0,8	2,5	0,5	1,9	0,0	0,1	9,0
2009 I	11,9	-6,4	5,4	6,7	5,2	-0,1	0,9	0,7	-1,3	0,0	13,2
II	9,9	-5,6	4,3	3,1	2,3	-0,6	0,2	1,2	0,5	0,6	9,3
III	4,8	-6,8	-2,0	-2,9	-3,2	0,7	0,0	-0,4	0,2	0,7	4,6
IV	2,3	-6,3	-4,0	-2,5	-2,7	-0,1	0,1	0,2	-0,2	-1,3	2,5
2010 I	8,3	-8,0	0,3	0,8	0,8	-0,1	-0,3	0,3	-0,3	-0,2	8,6
II	8,3	-4,8	3,5	4,4	2,3	1,9	-0,2	0,5	0,0	-1,0	8,3
III	3,3	-5,9	-2,6	-2,5	-2,3	-0,3	0,0	0,1	0,2	-0,3	3,1

G30 Déficit, necesidad de financiación y variaciones de la deuda

(suma móvil de cuatro trimestres en porcentaje del PIB)

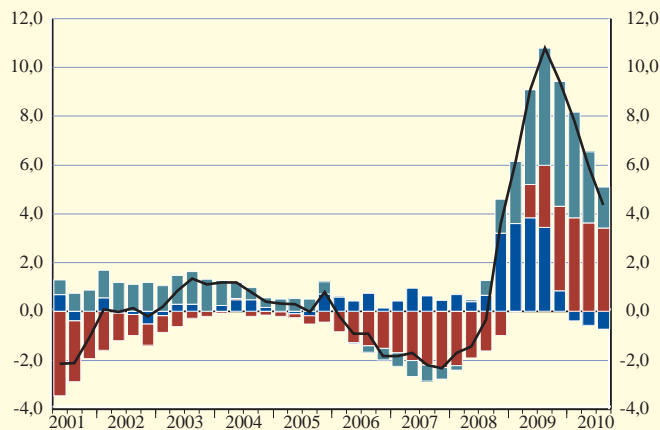
- Déficit
- - - Variaciones de la deuda
- ... Necesidad de financiación



G31 Deuda según los criterios de Maastricht

(tasa de variación de la deuda en relación con el PIB y factores subyacentes)

- Ajuste entre déficit y deuda
- Déficit/superávit primario
- Diferencial entre crecimiento y tipos de interés
- Variación de la deuda en relación con el PIB



Fuentes: Cálculos del BCE basados en datos nacionales y de Eurostat.

1) Los saldos en el trimestre t se expresan en porcentaje de la suma del PIB en t y los tres trimestres anteriores.



TRANSACCIONES Y POSICIONES FRENTE AL EXTERIOR

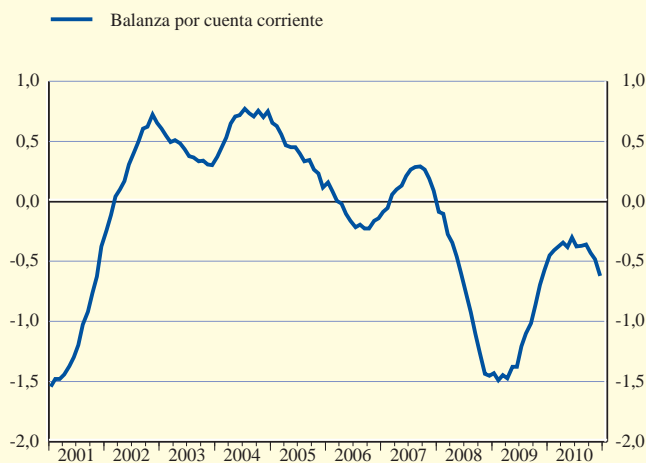
7.1 Resumen de la balanza de pagos ¹⁾

(mm de euros; transacciones netas)

	Cuenta corriente					Cuenta de capital	Capacidad/necesidad de financiación frente al resto del mundo (columnas 1+6)	Cuenta financiera						Errores y omisiones
	Total	Bienes	Servicios	Rentas	Transf. corrientes			Total	Inversiones directas	Inversiones de cartera	Derivados financieros	Otras inversiones	Activos de reserva	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2008	-133,9	-18,3	42,1	-58,3	-99,4	9,8	-124,2	116,8	-240,3	303,8	-75,0	131,7	-3,4	7,3
2009	-49,8	39,4	32,2	-28,7	-92,6	6,1	-43,7	31,0	-74,5	264,8	51,5	-215,4	4,6	12,6
2010	-58,1	24,2	32,8	-9,9	-105,2	9,0	-49,1	67,8	-85,9	197,1	1,9	-35,2	-10,1	-18,7
2009 IV	11,7	19,9	9,1	2,3	-19,6	1,0	12,7	-12,0	11,6	30,7	8,6	-62,9	0,0	-0,7
2010 I	-21,8	2,7	3,7	7,1	-35,3	2,5	-19,3	22,1	-40,3	16,6	3,9	46,5	-4,6	-2,8
II	-20,4	3,4	11,8	-16,5	-19,0	1,6	-18,8	27,4	-38,4	110,7	1,9	-47,8	1,0	-8,6
III	-8,3	8,3	13,9	0,6	-31,1	1,5	-6,8	-7,9	-37,4	-13,9	0,3	48,2	-4,9	14,7
IV	-7,6	9,8	3,4	-1,1	-19,7	3,4	-4,2	26,1	30,3	83,7	-4,2	-82,1	-1,5	-21,9
2009 Dic	11,8	6,2	5,0	1,2	-0,5	0,4	12,2	-22,3	9,1	24,9	6,1	-61,6	-0,8	10,2
2010 Ene	-13,6	-7,6	0,7	2,0	-8,6	1,5	-12,1	22,2	-5,0	26,9	3,9	-5,2	1,5	-10,1
Feb	-7,2	4,3	1,2	3,6	-16,3	0,8	-6,4	-0,5	-3,3	-6,6	0,3	12,8	-3,6	6,9
Mar	-1,0	6,0	1,8	1,5	-10,4	0,2	-0,8	0,4	-32,0	-3,6	-0,3	38,9	-2,5	0,4
Abr	-4,6	1,4	3,1	-1,7	-7,5	-0,6	-5,2	6,5	-17,7	53,1	-4,4	-24,3	-0,1	-1,3
May	-17,1	-1,5	3,5	-13,5	-5,6	1,8	-15,3	20,6	-6,6	63,4	0,0	-36,1	-0,1	-5,3
Jun	1,3	3,4	5,2	-1,3	-6,0	0,5	1,7	0,3	-14,1	-5,8	6,4	12,7	1,1	-2,0
Jul	4,5	7,2	5,2	1,8	-9,7	1,6	6,1	-4,2	-3,2	-28,4	-1,5	30,0	-1,2	-1,8
Ago	-7,5	-3,8	3,9	2,3	-10,0	0,4	-7,1	-8,9	-28,4	6,7	2,5	12,6	-2,4	16,1
Sep	-5,2	4,9	4,7	-3,5	-11,4	-0,5	-5,8	5,3	-5,8	7,7	-0,8	5,5	-1,4	0,5
Oct	-2,1	6,2	1,7	1,1	-11,1	0,0	-2,1	5,6	-12,0	20,6	-7,3	4,6	-0,2	-3,5
Nov	-5,4	0,8	2,8	-2,1	-7,0	0,9	-4,5	11,3	23,4	25,6	0,5	-38,2	0,0	-6,7
Dic	-0,1	2,8	-1,0	-0,2	-1,7	2,5	2,4	9,3	19,0	37,5	2,7	-48,5	-1,3	-11,8
<i>transacciones acumuladas de 12 meses</i>														
2010 Dic	-58,1	24,2	32,8	-9,9	-105,2	9,0	-49,1	67,8	-85,9	197,1	1,9	-35,2	-10,1	-18,7
<i>transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB</i>														
2010 Dic	-0,6	0,3	0,4	-0,1	-1,2	0,1	-0,5	0,7	-0,9	2,2	0,0	-0,4	-0,1	-0,2

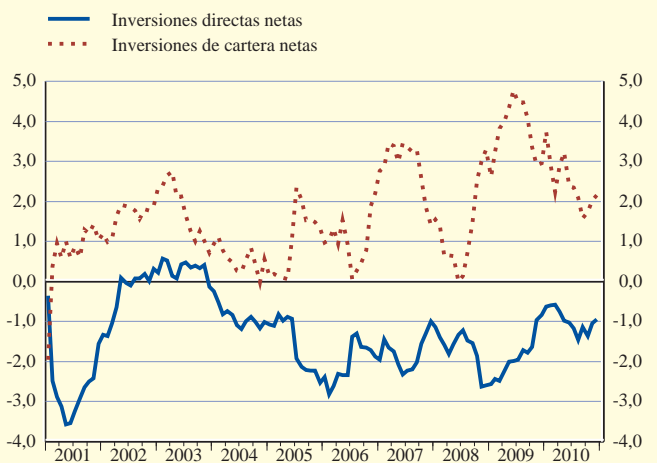
G32 Balanza de pagos de la zona del euro: cuenta corriente

(datos desestacionalizados; transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB)



G33 Balanza de pagos de la zona del euro: inversiones directas y de cartera

(transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB)



Fuente: BCE.

1) Las convenciones de signos se explican en las Notas Generales.

7.2 Cuenta corriente y cuenta de capital

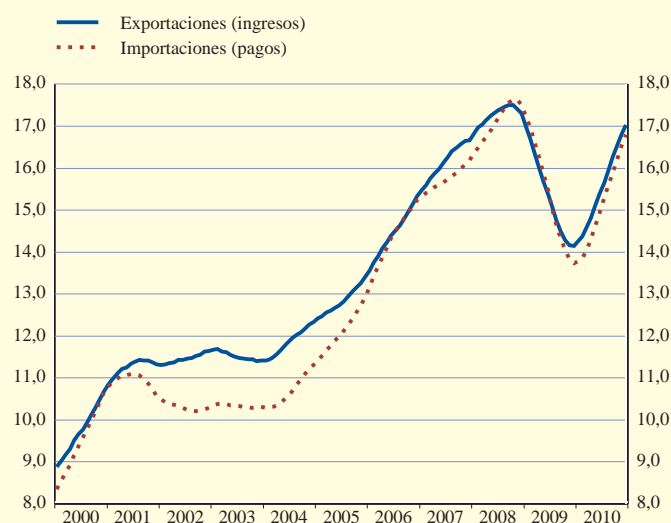
(mm de euros; transacciones)

1. Resumen de la cuenta corriente y de la cuenta de capital

	Cuenta corriente												Cuenta de capital		
	Total			Bienes		Servicios		Rentas		Transferencias corrientes			Ingresos	Pagos	
	Ingresos	Pagos	Neto	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Remesas de trabajadores	11	12	13	14	15
2008	2.728,6	2.862,5	-133,9	1.580,9	1.599,2	513,0	470,9	546,0	604,3	88,6	6,8	188,1	21,6	24,4	14,7
2009	2.259,1	2.308,9	-49,8	1.291,3	1.251,9	469,0	436,8	405,8	434,6	93,0	6,0	185,6	22,4	19,6	13,5
2010	2.561,2	2.619,3	-58,1	1.560,7	1.536,5	508,1	475,3	411,0	420,9	81,4	.	186,6	.	22,1	13,0
2009 IV	599,2	587,5	11,7	348,6	328,7	120,8	111,7	97,8	95,5	32,0	1,5	51,6	5,8	6,0	5,0
2010 I	580,0	601,8	-21,8	348,6	345,9	111,0	107,3	99,2	92,0	21,3	1,4	56,6	5,2	5,3	2,8
II	642,5	662,9	-20,4	387,3	383,9	128,3	116,6	108,5	125,1	18,3	1,6	37,3	5,2	4,7	3,1
III	659,0	667,3	-8,3	402,8	394,5	138,5	124,6	102,6	102,0	15,2	1,6	46,2	5,6	4,8	3,3
IV	679,7	687,3	-7,6	422,0	412,2	130,2	126,8	100,8	101,9	26,7	.	46,4	.	7,3	3,8
2010 Oct	220,9	223,0	-2,1	142,4	136,2	42,2	40,6	31,6	30,5	4,7	.	15,8	.	1,1	1,1
Nov	224,6	230,1	-5,4	142,9	142,1	42,9	40,1	31,9	34,0	6,8	.	13,8	.	1,7	0,8
Dic	234,1	234,2	-0,1	136,6	133,9	45,1	46,1	37,2	37,4	15,2	.	16,8	.	4,5	2,0
	Datos desestacionalizados														
2010 II	641,7	648,4	-6,7	388,4	382,3	128,6	118,7	103,7	103,3	21,0	.	44,2	.	.	.
III	652,6	667,0	-14,4	393,7	388,2	128,7	119,1	107,2	108,7	23,1	.	50,9	.	.	.
IV	652,8	686,2	-33,4	404,2	410,3	127,5	122,6	98,2	108,7	22,9	.	44,6	.	.	.
2010 Oct	216,0	225,6	-9,6	133,5	135,8	41,5	39,8	33,1	35,1	7,9	.	14,8	.	.	.
Nov	221,5	232,1	-10,5	136,3	140,4	44,9	40,5	33,0	37,3	7,3	.	13,8	.	.	.
Dic	215,3	228,6	-13,3	134,5	134,1	41,1	42,2	32,0	36,4	7,7	.	15,9	.	.	.
	<i>transacciones acumuladas de 12 meses</i>														
2010 Dic	2.555,2	2.611,7	-56,4	1.551,3	1.530,5	506,7	473,8	411,5	420,9	85,7	.	186,4	.	.	.
	<i>transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB</i>														
2010 Dic	28,0	28,7	-0,6	17,0	16,8	5,6	5,2	4,5	4,6	0,9	.	2,0	.	.	.

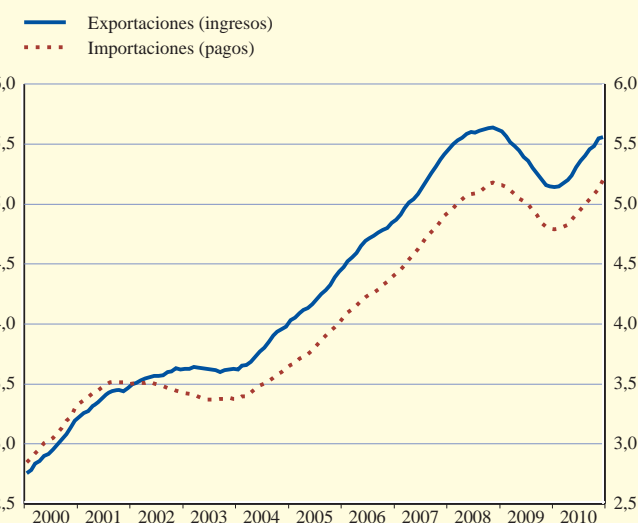
G34 Balanza de pagos de la zona del euro: bienes

(datos desestacionalizados; transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB)



G35 Balanza de pagos de la zona del euro: servicios

(datos desestacionalizados; transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB)



Fuente: BCE.

7.2 Cuenta corriente y cuenta de capital

(mm de euros)

2. Cuenta de rentas

(transacciones)

	Rentas del trabajo		Rentas de la inversión													
	Ingresos	Pagos	Total		Inversiones directas						Inversiones de cartera				Otras inversiones	
			Ingresos	Pagos	Acciones y participaciones			Valores distintos de acciones			Acciones y participaciones		Valores distintos de acciones		Ingresos	Pagos
	Ingresos	Pagos			Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos		
			Beneficios reinvertidos	Beneficios reinvertidos												
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2007	18,8	11,2	585,2	586,4	212,4	71,3	137,2	42,8	28,6	26,8	45,3	113,8	118,7	110,6	180,3	197,9
2008	19,1	11,8	526,9	592,5	155,5	12,6	127,1	27,0	30,7	25,9	43,2	120,5	125,0	123,7	172,5	195,2
2009	19,2	12,9	386,7	421,7	133,9	8,5	100,5	17,4	20,3	22,3	27,3	76,7	102,3	129,0	102,9	93,2
2009 III	4,7	3,8	88,6	92,9	30,1	6,2	24,2	5,7	4,4	4,6	6,4	13,3	25,7	32,1	21,9	18,7
IV	5,1	3,9	92,8	91,7	35,4	0,0	24,5	0,6	5,3	5,1	6,0	13,9	24,5	30,0	21,6	18,2
2010 I	4,9	2,2	94,3	89,8	39,0	-1,4	25,0	3,4	4,5	4,3	6,0	12,0	25,0	32,3	19,8	16,2
II	5,4	3,1	103,2	122,0	42,4	-9,8	28,9	-3,0	5,1	5,2	9,8	38,4	26,1	32,9	19,8	16,5
III	5,4	3,9	97,1	98,1	39,5	8,4	28,6	7,8	4,6	4,8	7,6	16,4	26,5	32,6	19,0	15,7

3. Desagregación geográfica

(transacciones acumuladas)

IV 2009 a III 2010	Total	Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro						Brasil	Canadá	China	India	Japón	Rusia	Suiza	Estados Unidos	Otros
	1	Total	Dina-marca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE	Instituciones de la UE	8	9	10	11	12	13	14	15	16
		Ingresos														
Cuenta corriente	2.480,7	833,7	46,3	74,8	398,3	256,3	58,0	44,6	32,3	108,7	35,2	51,8	84,0	186,5	333,4	770,5
Bienes	1.487,3	478,1	29,0	48,5	200,0	200,4	0,2	25,5	17,5	89,2	26,0	33,2	61,5	94,2	176,3	485,8
Servicios	498,7	161,1	10,6	13,3	103,3	27,9	5,9	7,9	7,3	13,9	7,2	11,5	15,0	53,5	74,0	147,3
Rentas	408,1	134,0	6,0	11,7	84,3	24,6	7,5	10,8	6,6	5,2	1,8	6,6	7,1	31,1	77,7	127,1
Rentas de la inversión	387,4	127,5	5,9	11,5	82,7	23,9	3,5	10,8	6,5	5,2	1,8	6,5	7,0	22,3	75,9	123,8
Transferencias corrientes	86,7	60,4	0,7	1,3	10,8	3,4	44,3	0,4	0,9	0,3	0,2	0,6	0,4	7,8	5,3	10,3
Cuenta de capital	20,8	17,7	0,0	0,0	1,0	0,4	16,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,4	0,4	2,1
		Pagos														
Cuenta corriente	2.519,5	788,7	40,7	70,0	341,5	233,2	103,5	-	27,6	-	-	89,7	-	167,8	324,2	-
Bienes	1.453,0	407,8	26,6	42,6	153,6	184,9	0,0	24,0	11,8	187,9	21,7	47,7	99,4	79,9	125,5	447,4
Servicios	460,2	134,5	7,4	10,4	83,3	33,2	0,2	5,6	6,2	11,8	4,8	8,9	9,4	44,2	95,4	139,4
Rentas	414,5	129,6	6,0	15,7	91,8	10,7	5,3	-	7,5	-	-	32,7	-	36,4	96,4	-
Rentas de la inversión	401,4	122,1	5,9	15,6	90,3	5,0	5,3	-	7,4	-	-	32,6	-	35,9	95,4	-
Transferencias corrientes	191,8	116,8	0,7	1,2	12,6	4,4	98,0	1,4	2,0	2,8	0,7	0,4	0,6	7,2	6,8	52,8
Cuenta de capital	14,2	2,3	0,1	0,1	0,9	0,2	0,9	0,2	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,5	1,2	9,5
		Neto														
Cuenta corriente	-38,8	45,0	5,6	4,9	56,9	23,1	-45,5	-	4,7	-	-	-37,8	-	18,7	9,2	-
Bienes	34,3	70,4	2,4	5,9	46,3	15,5	0,2	1,5	5,6	-98,7	4,3	-14,5	-37,8	14,3	50,8	38,4
Servicios	38,5	26,5	3,2	2,9	20,0	-5,3	5,7	2,4	1,1	2,1	2,3	2,6	5,6	9,2	-21,4	7,9
Rentas	-6,4	4,5	0,0	-4,1	-7,5	13,9	2,2	-	-0,9	-	-	-26,1	-	-5,4	-18,7	-
Rentas de la inversión	-14,1	5,4	-0,1	-4,1	-7,6	19,0	-1,8	-	-0,8	-	-	-26,0	-	-13,6	-19,6	-
Transferencias corrientes	-105,1	-56,4	0,0	0,1	-1,9	-1,0	-53,6	-1,0	-1,1	-2,5	-0,5	0,2	-0,2	0,5	-1,5	-42,6
Cuenta de capital	6,6	15,4	0,0	0,0	0,1	0,2	15,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	-0,8	-7,4

Fuente: BCE.

7.3 Cuenta financiera

(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; transacciones y otros flujos en el período)

1. Resumen de la cuenta financiera

	Total ¹⁾			Total en porcentaje del PIB			Inversiones directas		Inversiones de cartera		Derivados financieros netos	Otras inversiones		Activos de reserva
	Activos	Pasivos	Neto	Activos	Pasivos	Neto	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos		Activos	Pasivos	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Saldos vivos (posición de inversión internacional)														
2006	12.384,3	13.399,8	-1.015,5	144,7	156,5	-11,9	3.153,4	2.729,4	4.372,1	5.950,0	-20,8	4.553,8	4.720,4	325,8
2007	13.994,5	15.268,8	-1.274,3	155,2	169,3	-14,1	3.725,2	3.215,5	4.630,1	6.541,2	-28,9	5.321,0	5.512,2	347,2
2008	13.344,9	14.985,6	-1.640,7	144,3	162,1	-17,7	3.888,0	3.313,4	3.727,4	5.941,5	-29,8	5.385,1	5.730,6	374,2
2009	13.760,1	15.208,0	-1.447,8	153,6	169,8	-16,2	4.261,0	3.472,5	4.225,8	6.741,2	-45,4	4.856,4	4.994,2	462,4
2010 II	14.965,4	16.002,8	-1.037,4	165,3	176,8	-11,5	4.540,4	3.541,2	4.621,6	7.083,1	-45,0	5.265,2	5.378,4	583,3
III	14.777,0	15.961,1	-1.184,1	162,0	175,0	-13,0	4.506,6	3.509,1	4.628,6	7.207,4	-52,6	5.142,2	5.244,6	552,2
Variaciones de los saldos vivos														
2006	1.545,8	1.845,7	-299,9	18,0	21,5	-3,5	362,6	285,1	484,6	892,2	0,6	692,3	668,4	5,7
2007	1.610,2	1.869,0	-258,8	17,8	20,7	-2,9	571,8	486,1	258,0	591,2	-8,2	767,2	791,8	21,4
2008	-649,6	-283,2	-366,4	-7,0	-3,1	-4,0	162,9	98,0	-902,7	-599,6	-0,9	64,1	218,5	27,0
2009	415,2	222,3	192,9	4,6	2,5	2,2	372,9	159,1	498,4	799,6	-15,6	-528,7	-736,4	88,2
2010 II	552,3	265,1	287,2	24,0	11,5	12,5	164,5	54,7	128,2	34,8	-6,0	181,1	175,5	84,6
III	-188,4	-41,7	-146,8	-8,2	-1,8	-6,4	-33,8	-32,1	7,0	124,3	-7,6	-123,0	-133,9	-31,0
Transacciones														
2006	1.728,6	1.719,1	9,4	20,2	20,1	0,1	417,6	257,4	519,8	708,5	0,6	789,3	753,2	1,3
2007	1.942,6	1.940,0	2,6	21,5	21,5	0,0	511,5	421,4	438,9	566,1	66,9	920,2	952,6	5,1
2008	407,8	524,7	-116,8	4,4	5,7	-1,3	333,7	93,4	-15,0	288,9	75,0	10,8	142,4	3,4
2009	-213,4	-182,3	-31,0	-2,4	-2,0	-0,3	288,3	213,8	78,6	343,4	-51,5	-524,2	-739,6	-4,6
2010 II	87,2	114,6	-27,4	3,8	5,0	-1,2	63,6	25,2	-18,3	92,4	-1,9	44,8	-3,0	-1,0
III	78,5	70,6	7,9	3,4	3,1	0,3	22,8	-14,6	51,4	37,4	-0,3	-0,4	47,8	4,9
IV	-16,6	9,6	-26,1	.	.	.	-39,3	-9,0	22,1	105,8	4,2	-5,1	-87,2	1,5
2010 Ago	96,3	87,3	8,9	.	.	.	5,8	-22,6	19,3	26,1	-2,5	71,2	83,8	2,4
Sep	-7,9	-2,6	-5,3	.	.	.	5,8	0,1	14,9	22,5	0,8	-30,8	-25,2	1,4
Oct	67,5	73,0	-5,6	.	.	.	-17,3	-29,3	45,6	66,2	7,3	31,6	36,2	0,2
Nov	41,1	52,3	-11,3	.	.	.	-3,4	19,9	-5,2	20,4	-0,5	50,2	12,1	0,0
Dic	-125,1	-115,8	-9,3	.	.	.	-18,6	0,4	-18,3	19,3	-2,7	-86,9	-135,4	1,3
Otros flujos														
2006	-182,7	126,6	-309,3	-2,1	1,5	-3,6	-55,0	27,7	-35,2	183,7	0,0	-97,0	-84,8	4,4
2007	-332,4	-71,0	-261,4	-3,7	-0,8	-2,9	60,3	64,7	-180,9	25,1	-75,1	-153,0	-160,8	16,3
2008	-1.057,4	-807,8	-249,6	-11,4	-8,7	-2,7	-170,8	4,6	-887,8	-888,5	-75,8	53,3	76,0	23,7
2009	628,6	404,7	223,9	7,0	4,5	2,5	84,7	-54,7	419,8	456,2	35,9	-4,5	3,2	92,7
Otros flujos debidos a variaciones de tipo de cambio														
2006	-343,3	-228,5	-114,8	-4,0	-2,7	-1,3	-72,1	-4,2	-151,6	-101,1	.	-105,7	-123,2	-13,9
2007	-521,9	-339,5	-182,4	-5,8	-3,8	-2,0	-104,1	-17,1	-217,4	-146,9	.	-186,7	-175,5	-13,7
2008	-39,4	55,1	-94,5	-0,4	0,6	-1,0	-20,1	-9,6	6,8	47,4	.	-35,4	17,3	9,2
2009	-45,8	-49,7	3,9	-0,5	-0,6	0,0	-4,8	1,7	-28,4	-27,5	.	-10,1	-23,9	-2,5
Otros flujos debidos a variaciones de los precios														
2006	288,6	298,4	-9,8	3,4	3,5	-0,1	45,4	33,5	226,0	264,9	0,0	.	.	17,1
2007	78,7	113,4	-34,7	0,9	1,3	-0,4	45,2	5,8	77,3	107,6	-75,1	.	.	31,3
2008	-1.021,5	-1.018,4	-3,1	-11,0	-11,0	0,0	-154,5	-94,8	-812,8	-923,6	-75,8	.	.	21,5
2009	622,1	494,0	128,1	6,9	5,5	1,4	137,9	44,5	402,2	449,5	35,9	.	.	46,1
Otros flujos debidos a otros ajustes														
2006	-128,1	56,7	-184,7	-1,5	0,7	-2,2	-28,3	-1,6	-109,6	19,8	.	8,7	38,4	1,2
2007	110,8	155,1	-44,3	1,2	1,7	-0,5	119,2	76,0	-40,8	64,4	.	33,7	14,7	-1,3
2008	3,5	155,5	-152,0	0,0	1,7	-1,6	3,8	109,0	-81,8	-12,3	.	88,7	58,8	-7,1
2009	52,3	-39,6	91,9	0,6	-0,4	1,0	-48,5	-100,9	46,0	34,3	.	5,6	27,0	49,2
Tasas de crecimiento de los saldos vivos														
2006	16,1	14,8	-	.	.	.	15,0	10,5	13,6	13,7	.	20,5	18,7	0,3
2007	15,6	14,3	-	.	.	.	15,8	15,1	10,0	9,4	.	20,3	20,2	1,6
2008	2,9	3,4	-	.	.	.	9,1	2,9	-0,6	4,6	.	0,2	2,7	1,0
2009	-1,6	-1,2	-	.	.	.	7,4	6,6	2,0	5,8	.	-9,7	-12,8	-1,2
2010 II	2,4	2,2	-	.	.	.	5,2	3,7	3,4	5,4	.	-0,2	-2,4	0,7
III	2,8	2,7	-	.	.	.	4,1	2,0	3,0	4,0	.	1,9	1,5	1,7
IV	2,4	2,6	-	.	.	.	2,0	0,0	2,6	4,5	.	2,5	1,7	1,9

Fuente: BCE.

1) Los derivados financieros netos se incluyen en los activos.

7.3 Cuenta financiera

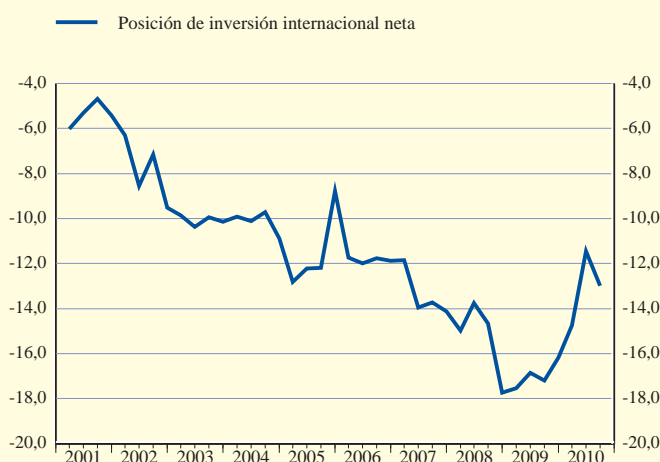
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; transacciones realizadas en el período)

2. Inversiones directas

	Por residentes en el exterior							Por no residentes en la zona del euro						
	Total	Acciones y participaciones de capital y beneficios reinvertidos			Otro capital (princip. préstamos entre empresas relacionadas)			Total	Acciones y particip. de capital y beneficios reinvertidos			Otro capital (principalmente préstamos entre empresas relacionadas)		
		Total	IFM	No IFM	Total	IFM	No IFM		Total	En IFM	En no IFM	Total	A IFM	A no IFM
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Saldos vivos (posición de inversión internacional)														
2008	3.888,0	3.015,7	213,1	2.802,6	872,3	13,0	859,4	3.313,4	2.354,7	64,5	2.290,1	958,8	18,3	940,4
2009	4.261,0	3.290,8	227,5	3.063,3	970,2	14,4	955,8	3.472,5	2.526,0	76,3	2.449,7	946,6	17,8	928,8
2010 II	4.540,4	3.494,5	255,1	3.239,4	1.045,9	16,5	1.029,4	3.541,2	2.629,8	80,3	2.549,4	911,5	16,1	895,4
III	4.506,6	3.473,4	246,7	3.226,8	1.033,1	15,8	1.017,3	3.509,1	2.641,0	80,5	2.560,5	868,1	15,8	852,3
Transacciones														
2008	333,7	214,3	20,4	193,9	119,4	-0,3	119,7	93,4	70,0	-1,2	71,2	23,4	1,6	21,8
2009	288,3	215,7	15,4	200,3	72,6	3,4	69,2	213,8	214,9	7,4	207,5	-1,1	-0,6	-0,5
2010	85,9	-9,6	8,9	-18,5	95,4	1,3	94,1	0,0	65,2	7,5	57,8	-65,2	-5,7	-59,5
2010 II	63,6	16,1	-0,5	16,6	47,5	0,5	47,0	25,2	13,8	2,0	11,8	11,4	-2,4	13,8
III	22,8	25,3	1,2	24,0	-2,5	0,3	-2,7	-14,6	21,5	2,2	19,3	-36,2	0,1	-36,3
IV	-39,3	-59,8	2,1	-61,9	20,4	0,3	20,1	-9,0	-30,8	1,8	-32,6	21,7	-3,3	25,0
2010 Ago	5,8	16,1	0,4	15,7	-10,3	-0,1	-10,2	-22,6	15,8	0,2	15,6	-38,3	0,6	-39,0
Sep	5,8	0,3	0,3	-0,1	5,6	0,1	5,5	0,1	-8,1	1,0	-9,1	8,1	-0,1	8,2
Oct	-17,3	-35,6	-1,6	-34,0	18,3	0,1	18,2	-29,3	-35,9	0,2	-36,2	6,6	0,3	6,3
Nov	-3,4	-9,2	2,9	-12,1	5,7	0,1	5,6	19,9	1,1	0,9	0,2	18,8	0,1	18,7
Dic	-18,6	-15,0	0,8	-15,8	-3,6	0,1	-3,7	0,4	4,0	0,7	3,3	-3,7	-3,6	-0,1
Tasas de crecimiento														
2008	9,1	7,3	9,1	7,2	15,9	-1,0	16,2	2,9	2,9	-1,7	3,1	2,9	9,2	2,8
2009	7,4	7,1	7,3	7,1	8,3	26,3	8,1	6,6	9,3	11,3	9,2	-0,1	-3,2	-0,1
2010 II	5,2	3,9	1,9	4,1	9,7	19,0	9,6	3,7	7,4	12,3	7,3	-5,8	-19,3	-5,5
III	4,1	3,2	2,9	3,2	7,0	18,9	6,8	2,0	6,8	11,7	6,6	-10,1	-14,0	-10,0
IV	2,0	-0,3	3,8	-0,6	9,9	8,7	9,9	0,0	2,6	9,7	2,4	-6,8	-31,5	-6,3

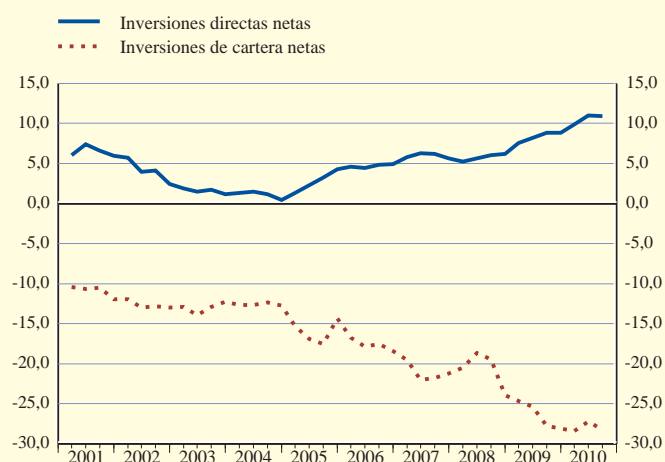
G36 Posición de inversión internacional de la zona del euro

(saldos vivos a fin de período; porcentaje del PIB)



G37 Posición de inversiones directas y de cartera de la zona del euro

(saldos vivos a fin de período; porcentaje del PIB)



Fuente: BCE.

7.3 Cuenta financiera

(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; transacciones realizadas en el período)

3. Inversiones de cartera: Activos

	Total	Acciones y participaciones					Valores distintos de acciones									
		Total	IFM	No IFM		Total	IFM	No IFM		Total	IFM	No IFM				
				Euro-sistema	AAPP			Euro-sistema	AAPP			Euro-sistema	AAPP			
														AAPP	AAPP	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
Saldos vivos (posición de inversión internacional)																
2008	3.727,4	1.128,6	68,4	3,0	1.060,1	27,1	2.164,2	965,0	20,0	1.199,2	18,4	434,6	358,0	61,6	76,6	1,3
2009	4.225,8	1.488,5	76,2	3,4	1.412,3	34,4	2.339,3	917,5	17,0	1.421,8	36,4	398,0	327,2	44,9	70,8	2,0
2010 II	4.621,6	1.654,1	82,8	3,5	1.571,3	43,6	2.541,4	931,3	16,9	1.610,1	43,2	426,0	336,2	43,6	89,9	0,3
III	4.628,6	1.695,2	89,1	3,4	1.606,2	42,0	2.542,8	892,4	17,0	1.650,4	40,5	390,5	316,6	49,0	73,9	0,6
Transacciones																
2008	-15,0	-106,5	-36,0	0,6	-70,5	-0,2	81,2	40,9	3,2	40,3	2,6	10,3	35,1	15,1	-24,8	0,4
2009	78,6	45,5	-3,6	-0,2	49,1	1,5	24,7	-99,9	-3,4	124,7	17,6	8,4	11,7	-12,7	-3,3	1,0
2010	116,1	74,3	7,9	-0,2	66,4	.	93,4	-119,9	-7,3	213,3	.	-51,5	-63,4	-4,6	11,8	.
2010 II	-18,3	-8,0	-5,9	-0,2	-2,1	2,7	-4,4	-36,0	-0,7	31,6	0,0	-5,9	-17,1	-2,6	11,2	-0,3
III	51,4	7,7	2,0	0,0	5,7	-1,3	60,7	6,2	0,0	54,5	-1,9	-17,0	-7,6	7,3	-9,4	0,3
IV	22,1	38,2	2,2	0,0	36,0	.	-9,3	-93,2	-6,6	83,8	.	-6,8	-19,6	-3,2	12,8	.
2010 Ago	19,3	0,5	-1,3	0,0	1,9	.	23,0	3,7	0,1	19,2	.	-4,1	15,5	5,8	-19,6	.
Sep	14,9	14,2	6,5	0,0	7,7	.	1,7	-16,9	0,0	18,6	.	-1,0	0,9	5,1	-1,9	.
Oct	45,6	13,4	0,8	0,0	12,6	.	24,4	-46,2	-0,5	70,5	.	7,9	1,6	-3,0	6,3	.
Nov	-5,2	14,4	3,4	0,0	11,0	.	-17,0	-31,6	1,2	14,6	.	-2,6	-7,2	0,1	4,6	.
Dic	-18,3	10,5	-2,0	0,1	12,4	.	-16,7	-15,4	-7,3	-1,3	.	-12,0	-13,9	-0,3	1,9	.
Tasas de crecimiento																
2008	-0,6	-6,4	-27,8	24,6	-4,8	-0,4	3,6	4,2	20,3	3,1	15,7	2,8	12,0	41,9	-27,7	71,1
2009	2,0	3,3	-5,6	-7,2	3,8	5,4	1,0	-10,2	-17,1	10,2	95,3	1,4	2,6	-22,0	-4,5	73,1
2010 II	3,4	8,2	11,3	-11,0	8,1	12,3	4,2	-6,0	-10,0	11,4	-10,1	-14,8	-17,5	-34,3	-2,2	-81,4
III	3,0	5,0	7,6	-12,0	4,9	8,3	5,1	-4,8	-6,2	11,8	-11,7	-14,9	-17,4	-2,7	-2,0	-58,6
IV	2,6	4,7	10,5	-5,1	4,4	.	3,9	-13,0	-41,4	14,3	.	-12,1	-18,0	-11,6	17,0	.

4. Inversiones de cartera: Pasivos

	Total	Acciones y participaciones			Valores distintos de acciones							
		Total	IFM	No IFM	Bonos y obligaciones				Instrumentos del mercado monetario			
					Total	IFM	No IFM	AAPP	Total	IFM	No IFM	AAPP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Saldos vivos (posición de inversión internacional)												
2008	5.941,5	2.186,0	616,9	1.569,1	3.373,3	1.198,2	2.175,1	1.428,2	382,3	62,0	320,3	271,7
2009	6.741,2	2.752,2	686,6	2.065,6	3.461,6	1.132,1	2.329,5	1.478,0	527,3	67,8	459,5	425,0
2010 II	7.083,1	2.753,0	675,6	2.077,4	3.832,4	1.180,2	2.652,3	1.737,0	497,6	80,8	416,9	377,3
III	7.207,4	2.857,7	666,3	2.191,4	3.824,0	1.171,1	2.652,8	1.743,5	525,7	98,8	426,9	383,7
Transacciones												
2008	288,9	-101,1	84,4	-185,6	209,2	7,3	202,0	185,6	180,7	-33,4	214,1	191,4
2009	343,4	82,7	3,6	79,0	141,8	6,0	135,8	98,0	119,0	-14,9	133,8	157,5
2010	313,2	116,5	0,0	116,5	175,2	31,1	144,1	.	21,5	46,8	-25,3	.
2010 II	92,4	11,0	2,1	8,9	89,2	-6,0	95,2	101,5	-7,8	-9,1	1,3	-6,0
III	37,4	47,7	15,1	32,6	-39,2	8,2	-47,4	-26,7	28,9	20,9	8,0	10,6
IV	105,8	57,5	-0,5	57,9	54,8	14,2	40,6	.	-6,5	-2,0	-4,5	.
2010 Ago	26,1	41,3	16,8	24,5	-20,6	5,4	-26,0	.	5,4	-0,4	5,8	.
Sep	22,5	3,1	-6,5	9,7	15,4	5,6	9,8	.	4,0	12,9	-8,9	.
Oct	66,2	50,3	6,9	43,4	12,3	4,3	8,0	.	3,5	0,1	3,4	.
Nov	20,4	5,2	3,8	1,4	11,1	-6,4	17,5	.	4,0	3,6	0,4	.
Dic	19,3	2,0	-11,1	13,0	31,3	16,3	15,0	.	-14,0	-5,7	-8,4	.
Tasas de crecimiento												
2008	4,6	-4,2	14,9	-8,6	7,0	0,7	11,0	16,8	75,6	-24,9	207,5	255,5
2009	5,8	3,6	0,6	4,7	4,2	0,5	6,2	6,9	31,2	-32,0	41,6	58,2
2010 II	5,4	4,7	-2,1	7,3	5,0	2,0	6,4	12,3	13,7	73,6	4,8	9,3
III	4,0	3,4	-1,0	4,9	3,9	1,7	4,8	11,0	9,6	148,4	-4,0	-3,1
IV	4,5	4,2	0,0	5,5	4,9	2,7	6,0	.	4,3	73,1	-5,5	.

Fuente: BCE.

7.3 Cuenta financiera

(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; transacciones realizadas en el período)

5. Otras inversiones: Activos

	Total	Eurosistema			IFM (excluido Eurosistema)			AAPP				Otros sectores			
		Total	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros activos	Total	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros activos	Créditos comerciales	Préstamos/efectivo y depósitos	Efectivo y depósitos	Créditos comerciales	Préstamos/efectivo y depósitos	Efectivo y depósitos		
														1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Saldos vivos (posición de inversión internacional)															
2008	5.385,1	28,8	27,7	1,0	3.273,5	3.214,3	59,2	90,7	12,3	42,6	8,8	1.992,1	188,5	1.610,1	432,1
2009	4.856,4	29,7	29,4	0,3	2.837,3	2.806,8	30,5	109,0	8,4	63,6	11,3	1.880,4	192,0	1.504,1	398,5
2010 II	5.265,2	24,3	24,0	0,3	3.082,0	3.047,7	34,3	114,5	8,6	65,7	13,0	2.044,3	213,4	1.626,9	436,2
III	5.142,2	24,5	24,3	0,2	2.964,8	2.932,3	32,5	116,1	8,3	69,5	11,1	2.036,8	216,8	1.625,3	434,3
Transacciones															
2008	10,8	-9,3	-9,3	0,0	-42,1	-58,7	16,6	-5,7	-1,1	-6,0	-4,8	67,9	0,2	62,1	-61,7
2009	-524,2	-0,3	-0,3	0,0	-421,6	-401,2	-20,5	10,9	-0,4	9,5	1,3	-113,2	-1,4	-115,6	-55,7
2010	121,7	-5,1	.	.	20,6	.	.	39,1	.	.	4,6	67,1	.	.	13,4
2010 II	44,8	-3,4	-3,4	0,0	2,3	-5,1	7,4	6,4	0,0	6,1	5,8	39,4	9,6	33,0	13,1
III	-0,4	1,5	1,5	-0,1	-17,5	-16,3	-1,2	4,8	-0,1	4,7	-2,3	11,0	4,0	10,9	3,3
IV	-5,1	3,8	.	.	-19,9	.	.	34,8	.	.	4,8	-23,8	.	.	-4,3
2010 Ago	71,2	-0,8	.	.	73,8	.	.	0,5	.	.	0,9	-2,3	.	.	7,4
Sep	-30,8	0,4	.	.	-38,8	.	.	-1,9	.	.	-1,6	9,6	.	.	-3,2
Oct	31,6	-2,1	.	.	14,5	.	.	25,9	.	.	-0,6	-6,6	.	.	16,0
Nov	50,2	-0,6	.	.	46,3	.	.	5,1	.	.	3,7	-0,6	.	.	-7,5
Dic	-86,9	6,5	.	.	-80,6	.	.	3,8	.	.	1,7	-16,6	.	.	-12,8
Tasas de crecimiento															
2008	0,2	-26,0	-26,7	5,0	-1,3	-1,8	23,5	-6,1	-8,9	-12,3	-35,2	3,7	0,1	4,2	-14,0
2009	-9,7	-1,8	-2,7	0,2	-12,8	-12,4	-36,9	11,4	-3,4	19,5	12,9	-5,7	-0,8	-7,3	-13,3
2010 II	-0,2	-36,7	-37,0	-2,5	-1,0	-1,2	17,7	7,2	-3,9	11,4	-9,5	1,2	5,6	0,3	-6,8
III	1,9	-13,6	-13,6	-19,6	1,1	0,9	21,4	10,1	-3,1	15,5	6,8	2,8	7,9	2,0	-3,6
IV	2,5	-19,6	.	.	0,8	.	.	34,4	.	.	39,0	3,5	.	.	3,3

6. Otras inversiones: Pasivos

	Total	Eurosistema			IFM (excluido Eurosistema)			AAPP				Otros sectores			
		Total	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros pasivos	Total	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros pasivos	Total	Créditos comerciales	Préstamos	Otros pasivos	Total	Créditos comerciales	Préstamos	Otros pasivos
Saldos vivos (posición de inversión internacional)															
2008	5.730,6	497,5	497,2	0,3	3.756,8	3.702,9	53,9	62,0	0,0	58,0	4,0	1.414,3	177,8	1.058,0	178,5
2009	4.994,2	267,2	266,8	0,3	3.392,6	3.354,1	38,5	71,1	0,0	67,1	4,0	1.263,3	175,0	909,9	178,5
2010 II	5.378,4	260,0	259,3	0,7	3.727,3	3.677,3	50,0	88,2	0,0	82,5	5,6	1.303,0	183,8	944,3	174,9
III	5.244,6	249,1	247,4	1,7	3.598,9	3.554,1	44,8	91,3	0,0	86,0	5,3	1.305,3	186,1	942,1	177,1
Transacciones															
2008	142,4	282,3	282,2	0,1	-174,9	-186,1	11,2	9,4	0,0	10,8	-1,4	25,6	9,5	16,1	-0,1
2009	-739,6	-232,5	-232,6	0,2	-353,5	-342,1	-11,3	11,4	0,0	11,6	-0,1	-165,1	-2,3	-147,9	-14,9
2010	86,5	8,9	.	.	0,0	.	.	63,1	.	.	.	14,5	.	.	.
2010 II	-3,0	-0,6	-0,6	0,0	-12,9	-15,1	2,3	8,3	0,0	7,4	0,9	2,2	5,3	-2,5	-0,7
III	47,8	-2,6	-3,6	1,0	1,8	6,1	-4,3	4,8	0,0	5,2	-0,4	43,9	0,9	32,2	10,8
IV	-87,2	17,4	.	.	-93,0	.	.	45,6	.	.	.	-57,1	.	.	.
2010 Ago	83,8	-2,1	.	.	77,1	.	.	0,2	.	.	.	8,5	.	.	.
Sep	-25,2	1,0	.	.	-37,6	.	.	4,3	.	.	.	7,0	.	.	.
Oct	36,2	0,5	.	.	38,7	.	.	7,0	.	.	.	-10,0	.	.	.
Nov	12,1	4,0	.	.	18,5	.	.	15,8	.	.	.	-26,1	.	.	.
Dic	-135,4	12,9	.	.	-150,2	.	.	22,9	.	.	.	-20,9	.	.	.
Tasas de crecimiento															
2008	2,7	132,9	133,0	20,8	-4,4	-4,7	17,9	18,1	-17,8	23,0	-24,7	1,9	5,6	1,6	-0,7
2009	-12,8	-46,5	-46,6	42,3	-9,4	-9,2	-20,3	18,3	-148,2	19,7	-3,9	-11,5	-1,3	-13,8	-7,9
2010 II	-2,4	-19,6	-19,7	106,2	-1,9	-2,2	22,7	11,1	-140,6	11,0	11,2	-0,5	2,6	-0,7	-2,7
III	1,5	-7,7	-8,1	189,0	0,3	0,1	10,4	16,4	-113,6	16,5	18,6	6,2	3,9	6,1	9,1
IV	1,7	3,6	.	.	0,1	.	.	86,0	.	.	.	1,0	.	.	.

Fuente: BCE.

7.3 Cuenta financiera

(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; transacciones realizadas en el período)

7. Activos de reserva ¹⁾

	Activos de reserva													Pro memoria			
	Total	Oro monetario		Tenencias de DEG	Posición de reserva en el FMI	Divisas convertibles								Otros activos	Otros activos en moneda extranjera	Drenajes netos de liquidez a corto plazo en moneda extranjera. Predeterminados	Asignación de DEG
		En mm de euros	En onzas troy de oro fino (millones)			Total	Efectivo y depósitos		Valores				Derivados financieros				
							En las autoridades monetarias y el BPI	En bancos	Total	Acc. y particip.	Bonos y obligaciones	Instrumentos del mercado monetario					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	
Saldos vivos (posición de inversión internacional)																	
2007	347,2	201,0	353,688	4,6	3,6	138,0	7,2	22,0	108,5	0,4	87,8	20,3	0,3	0,0	44,3	-38,5	5,3
2008	374,2	217,0	349,207	4,7	7,3	145,1	7,6	8,1	129,5	0,6	111,3	17,6	0,0	0,0	262,8	-245,7	5,5
2009	462,4	266,1	347,180	50,8	10,5	134,9	11,7	8,1	115,2	0,5	92,0	22,7	-0,1	0,0	32,1	-24,2	51,2
2010 II	583,3	351,9	347,156	56,3	16,3	158,8	9,2	13,0	136,8	0,6	110,8	25,5	-0,3	0,0	32,7	-24,2	56,7
III	552,2	332,3	346,994	53,3	15,3	151,3	7,9	15,7	127,2	0,5	106,9	19,8	0,4	0,0	26,2	-22,6	53,7
2010 Dic	591,2	366,2	346,962	54,2	15,7	155,1	7,8	16,0	131,3	-	-	-	0,0	0,0	26,3	-24,4	54,5
2011 Ene	562,3	336,3	346,987	53,5	16,8	155,7	6,8	17,4	131,3	-	-	-	0,2	0,0	24,1	-26,9	53,7
Transacciones																	
2007	5,1	-3,2	-	0,3	-0,9	8,8	1,0	1,6	6,2	0,0	14,5	-8,3	0,0	0,0	-	-	-
2008	3,4	-2,7	-	-0,1	3,8	2,4	5,0	-15,7	11,8	0,1	15,8	-4,1	1,3	0,0	-	-	-
2009	-4,6	-2,0	-	0,5	3,4	-6,4	3,1	-1,2	-9,5	0,0	-14,1	4,6	1,2	0,0	-	-	-
2010 II	-1,0	0,0	-	0,1	3,0	-4,0	-2,0	1,3	-3,2	0,0	0,0	-3,1	-0,1	0,0	-	-	-
III	4,9	0,0	-	0,0	-0,1	5,1	-0,5	3,9	1,6	0,0	5,6	-4,0	0,1	0,0	-	-	-
IV	1,5	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Tasas de crecimiento																	
2007	1,6	-1,7	-	7,3	-18,3	6,3	14,9	6,4	5,7	1,1	18,6	-27,6	-	-	-	-	-
2008	1,0	-1,3	-	-2,5	105,4	1,7	67,7	-68,9	10,8	28,0	17,9	-20,6	-	-	-	-	-
2009	-1,2	-0,9	-	-2,6	45,4	-4,4	41,1	-21,4	-7,3	1,0	-12,8	25,5	-	-	-	-	-
2010 II	0,7	-0,1	-	8,1	34,9	-0,7	-28,0	56,1	-1,7	-6,1	-3,6	8,2	-	-	-	-	-
III	1,7	0,0	-	1,0	27,8	3,1	-45,3	93,8	2,7	-6,1	9,0	-21,4	-	-	-	-	-
IV	1,9	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

8. Deuda externa bruta

	Total	Por instrumentos					Por sectores (excluidas inversiones directas)				
		Préstamos, efectivo y depósitos	Instrumentos del mercado monetario	Bonos y obligaciones	Créditos comerciales	Otros pasivos en forma de deuda	Inversiones directas: préstamos entre empresas relacionadas	AAPP	Eurosistema	IFM (excluido Eurosistema)	Otros sectores
Saldos vivos (posición de inversión internacional)											
2007	9.997,1	5.150,5	242,0	2.997,1	172,3	189,4	1.245,8	1.238,2	215,4	5.222,1	2.075,7
2008	10.924,1	5.316,1	382,3	3.373,3	177,8	236,7	1.437,9	1.762,0	497,5	5.017,0	2.209,7
2009	10.422,5	4.597,9	527,3	3.461,6	175,0	221,3	1.439,3	1.974,1	267,2	4.592,6	2.149,3
2010 I	10.808,7	4.785,3	535,8	3.683,2	177,4	240,2	1.386,9	2.091,1	267,1	4.837,4	2.226,2
II	11.155,8	4.963,4	497,6	3.832,4	183,8	231,3	1.447,3	2.202,4	260,0	4.988,2	2.257,9
III	10.981,5	4.829,5	525,7	3.824,0	186,1	229,0	1.387,3	2.218,6	249,1	4.868,8	2.257,8
Saldos vivos en porcentaje del PIB											
2007	110,8	57,1	2,7	33,2	1,9	2,1	13,8	13,7	2,4	57,9	23,0
2008	118,2	57,5	4,1	36,5	1,9	2,6	15,6	19,1	5,4	54,3	23,9
2009	116,4	51,4	5,9	38,7	2,0	2,5	16,1	22,1	3,0	51,3	24,0
2010 I	120,4	53,3	6,0	41,0	2,0	2,7	15,4	23,3	3,0	53,9	24,8
II	123,4	54,9	5,5	42,4	2,0	2,6	16,0	24,4	2,9	55,2	25,0
III	120,5	53,0	5,8	42,0	2,0	2,5	15,2	24,3	2,7	53,4	24,8

Fuente: BCE.

1) Los datos se refieren a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas, de conformidad con el enfoque adoptado para los activos de reserva del Eurosistema. Para más información, véanse las Notas Generales.

7.3 Cuenta financiera

(mm de euros; saldos vivos a fin de período; transacciones realizadas en el período)

9. Desagregación geográfica

	Total	Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro						Canadá	China	Japón	Suiza	Estados Unidos	Centros financieros extra-territoriales	Organizaciones internacionales	Otros países
		Total	Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE	Instituciones de la UE								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2009	Saldos vivos (posición de inversión internacional)														
Inversiones directas	788,4	120,6	2,5	-13,0	-125,4	256,8	-0,3	45,7	44,2	-28,9	129,8	-42,0	77,7	-0,3	441,6
En el exterior	4.261,0	1.427,8	34,5	123,7	988,9	280,7	0,0	119,6	48,3	77,7	423,5	784,3	540,9	0,0	838,9
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	3.290,8	1.073,9	29,1	79,8	735,3	229,7	0,0	95,2	39,1	58,9	349,5	559,7	484,7	0,0	629,9
Otro capital	970,2	353,9	5,3	43,9	253,6	51,0	0,0	24,4	9,1	18,8	74,1	224,6	56,2	0,0	209,1
En la zona del euro	3.472,5	1.307,2	32,0	136,7	1.114,3	23,9	0,3	73,9	4,1	106,6	293,7	826,3	463,2	0,4	397,3
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	2.526,0	1.073,2	22,6	120,9	922,4	7,1	0,3	60,9	1,1	85,5	200,9	613,2	245,2	0,2	245,8
Otro capital	946,6	234,0	9,4	15,8	191,9	16,8	0,1	13,0	3,0	21,1	92,8	213,1	218,0	0,2	151,4
Inversiones de cartera: Activos	4.225,8	1.424,6	79,0	156,4	1.000,8	89,3	99,2	95,4	47,5	181,9	107,0	1.349,1	434,1	29,3	556,8
Acc. y participaciones	1.488,5	296,9	8,8	28,8	245,2	13,4	0,6	28,6	45,3	85,7	92,4	468,9	193,3	1,5	275,8
Valores distintos de acciones	2.737,3	1.127,7	70,2	127,6	755,5	75,9	98,5	66,8	2,2	96,2	14,6	880,1	240,8	27,8	281,1
Bonos y obligaciones	2.339,3	979,0	62,9	108,0	635,5	74,2	98,4	63,3	1,5	38,1	10,6	739,5	225,5	27,2	254,7
Instrum. mercado monetario	398,0	148,7	7,3	19,6	120,0	1,7	0,1	3,5	0,7	58,1	4,0	140,7	15,4	0,6	26,3
Otras inversiones	-137,9	-104,4	50,0	11,4	-96,8	89,8	-159,0	0,2	-8,7	17,0	-118,6	-106,5	-3,8	14,1	172,8
Activos	4.856,4	2.247,1	108,6	84,7	1.847,0	190,5	16,3	26,8	31,5	95,0	238,7	687,1	599,3	61,3	869,6
AAPP	109,0	23,1	0,1	5,4	6,8	0,2	10,4	0,0	3,1	0,2	0,2	3,5	1,9	27,3	49,7
IFM	2.867,0	1.540,4	90,9	50,5	1.240,1	156,3	2,6	15,2	9,3	64,4	125,5	352,9	329,8	20,4	409,3
Otros sectores	1.880,4	683,6	17,5	28,8	600,1	34,0	3,3	11,5	19,1	30,4	113,1	330,8	267,6	13,6	410,6
Pasivos	4.994,2	2.351,5	58,6	73,3	1.943,8	100,7	175,2	26,5	40,3	78,0	357,2	793,6	603,1	47,1	696,8
AAPP	71,1	28,8	0,1	0,4	4,4	0,1	23,9	0,1	0,1	0,5	0,2	22,1	0,3	16,9	2,2
IFM	3.659,8	1.746,1	47,2	39,7	1.486,2	76,5	96,6	19,4	19,1	45,6	270,3	500,1	498,5	27,6	533,1
Otros sectores	1.263,3	576,5	11,2	33,2	453,2	24,1	54,8	7,1	21,2	32,0	86,7	271,3	104,3	2,6	161,6
IV 2009 a III 2010	Transacciones acumuladas														
Inversiones directas	104,5	25,0	-0,6	5,3	4,5	15,9	0,0	4,9	3,3	-2,0	7,1	34,6	11,4	-0,2	20,3
En el exterior	173,4	62,6	2,3	5,9	37,3	17,0	0,0	12,3	2,6	-0,5	23,0	27,4	-4,0	0,0	50,1
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	105,4	36,9	1,8	3,1	18,2	13,8	0,0	10,5	0,6	0,1	4,8	38,4	-20,6	0,0	34,7
Otro capital	68,0	25,7	0,5	2,8	19,2	3,3	0,0	1,8	2,0	-0,6	18,2	-11,0	16,5	0,0	15,3
En la zona del euro	68,8	37,5	3,0	0,6	32,9	1,1	0,0	7,4	-0,8	1,5	15,9	-7,2	-15,5	0,2	29,8
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	165,9	30,8	1,5	4,1	28,7	-3,6	0,0	7,4	0,3	2,2	14,5	29,8	65,2	0,2	15,5
Otro capital	-97,0	6,7	1,5	-3,5	4,1	4,7	0,0	-0,1	-1,1	-0,7	1,4	-37,0	-80,7	0,0	14,3
Inversiones de cartera: Activos	127,0	13,8	-0,2	10,1	-21,1	13,7	11,4	-3,2	6,7	-3,1	3,9	3,1	-13,8	-0,7	120,4
Acc. y participaciones	70,9	18,4	1,5	4,9	10,6	1,4	0,2	1,2	6,7	-0,6	2,6	11,2	4,6	0,1	26,5
Valores distintos de acciones	56,1	-4,6	-1,6	5,2	-31,7	12,3	11,2	-4,5	-0,1	-2,6	1,3	-8,2	-18,5	-0,8	93,9
Bonos y obligaciones	121,5	53,7	-1,8	8,1	24,7	11,2	11,6	-2,6	-0,2	-3,7	0,6	-0,5	-6,3	-0,7	81,2
Instrum. mercado monetario	-65,4	-58,3	0,2	-2,9	-56,4	1,2	-0,4	-1,9	0,1	1,1	0,8	-7,7	-12,1	-0,1	12,7
Otras inversiones	16,0	-42,0	-9,3	-12,4	1,4	-7,9	-13,8	-0,1	14,9	-7,0	42,9	-23,9	83,8	-7,2	-45,4
Activos	94,9	57,1	-4,7	-1,6	61,8	-1,1	2,8	-2,2	12,2	6,2	-24,1	-20,8	66,6	-4,5	4,3
AAPP	11,0	3,7	0,1	0,0	3,1	0,3	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0	3,6	0,5	0,9	2,1
IFM	27,8	35,6	-5,4	-5,3	44,7	-0,4	2,1	-1,5	9,9	6,2	-2,8	-30,6	25,9	-5,4	-9,5
Otros sectores	56,1	17,9	0,6	3,7	14,0	-0,9	0,5	-0,8	2,3	0,0	-21,3	6,1	40,2	0,0	11,6
Pasivos	78,9	99,1	4,6	10,8	60,4	6,8	16,6	-2,1	-2,7	13,2	-67,0	3,1	-17,2	2,7	49,7
AAPP	12,9	8,4	0,0	0,0	3,1	0,0	5,4	0,1	0,0	-0,1	0,3	-3,0	0,0	7,3	-0,2
IFM	-12,2	83,5	5,3	7,0	61,2	4,1	5,9	-1,6	-5,2	11,9	-68,8	-23,8	-21,7	-4,6	18,1
Otros sectores	78,2	7,2	-0,7	3,8	-3,9	2,7	5,3	-0,6	2,4	1,4	1,5	29,9	4,6	0,1	31,8

Fuente: BCE.

7.4 Presentación monetaria de la balanza de pagos ¹⁾

(mm de euros; transacciones)

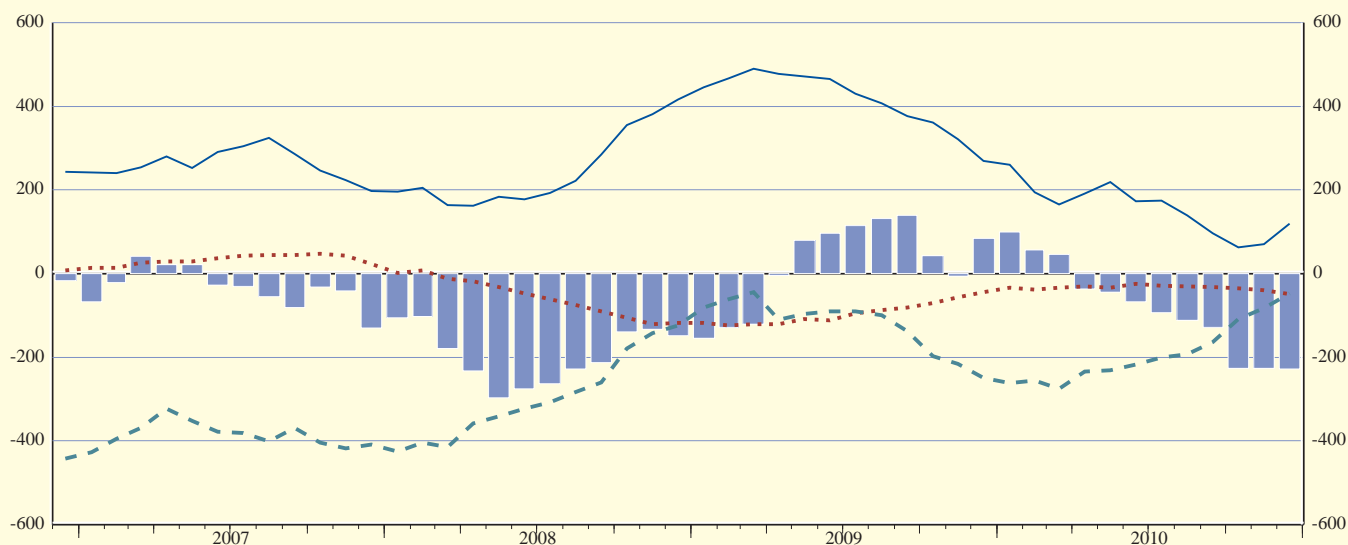
Balanza de pagos: Contrapartidas de las operaciones exteriores netas de las IFM

	Total	Cuenta corriente y cuenta de capital	Operaciones de instituciones distintas de IFM								Derivados financieros	Errores y omisiones
			Inversiones directas		Inversiones de cartera				Otras inversiones			
			Por residentes en el exterior	Por no residentes en la zona del euro	Activos		Pasivos		Activos	Pasivos		
					Acciones y participaciones	Valores distintos de acciones	Acciones y participaciones	Valores distintos de acciones				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2008	-148,2	-117,1	-314,1	92,7	70,4	-15,0	-185,8	416,7	-62,9	35,5	-74,9	6,3
2009	84,8	-43,7	-269,5	207,0	-49,1	-121,4	79,0	269,6	102,3	-153,6	51,5	12,6
2010	-228,0	-49,1	-75,6	-1,7	-66,4	-225,1	116,5	118,8	-106,1	77,6	1,9	-18,7
2009 IV	42,1	12,7	-46,7	56,9	-34,9	-35,6	38,8	13,0	28,1	2,0	8,6	-0,7
2010 I	-81,8	-19,3	-32,5	-2,8	-26,8	-40,5	17,0	25,6	-33,6	30,0	3,9	-2,8
II	-34,1	-18,8	-63,6	25,6	2,1	-42,9	8,9	96,5	-45,8	10,5	1,9	-8,6
III	-54,8	-6,8	-21,3	-16,9	-5,7	-45,1	32,6	-39,4	-15,7	48,6	0,3	14,7
IV	-57,3	-4,2	41,7	-7,6	-36,0	-96,6	57,9	36,1	-11,0	-11,5	-4,2	-21,9
2009 Dic	39,0	12,2	-16,4	21,1	-14,1	-13,8	60,2	-41,3	50,1	-35,2	6,1	10,2
2010 Ene	-28,3	-12,1	-6,4	3,4	-11,5	-11,1	-3,0	29,7	-9,1	-2,0	3,9	-10,1
Feb	-11,9	-6,4	3,7	-7,3	-1,3	-5,2	17,9	-11,1	-13,9	4,5	0,3	6,9
Mar	-41,6	-0,8	-29,8	1,2	-14,0	-24,2	2,2	6,9	-10,7	27,5	-0,3	0,4
Abr	-43,8	-5,2	-19,7	1,2	-3,4	-14,0	0,5	45,6	-24,4	-18,6	-4,4	-1,3
May	6,3	-15,3	-27,5	20,5	11,1	-21,8	0,0	61,6	-36,2	19,1	0,0	-5,3
Jun	3,3	1,7	-16,5	3,9	-5,6	-7,0	8,4	-10,8	14,7	10,0	6,4	-2,0
Jul	-28,4	6,1	-10,4	7,3	3,9	-28,8	-1,5	-20,2	-9,9	28,5	-1,5	-1,8
Ago	-4,0	-7,1	-5,5	-23,4	-1,9	0,4	24,5	-20,2	1,8	8,8	2,5	16,1
Sep	-22,4	-5,8	-5,4	-0,8	-7,7	-16,7	9,7	1,0	-7,7	11,3	-0,8	0,5
Oct	-83,8	-2,1	15,8	-29,8	-12,6	-76,8	43,4	11,5	-19,3	-3,0	-7,3	-3,5
Nov	-11,1	-4,5	6,4	18,9	-11,0	-19,2	1,4	18,0	-4,5	-10,4	0,5	-6,7
Dic	37,6	2,4	19,5	3,3	-12,4	-0,6	13,0	6,7	12,8	1,9	2,7	-11,8
<i>transacciones acumuladas de 12 meses</i>												
2010 Dic	-228,0	-49,1	-75,6	-1,7	-66,4	-225,1	116,5	118,8	-106,1	77,6	1,9	-18,7

G38 Balanza de pagos: Principales contrapartidas de las operaciones exteriores netas de las IFM ¹⁾

(mm de euros; transacciones acumuladas de 12 meses)

- Operaciones exteriores netas de las IFM
- Cuenta corriente y cuenta de capital
- Inversiones directas y de cartera en acciones y participaciones de instituciones distintas de IFM
- Pasivos de las inversiones de cartera en forma de distintos de acciones de instituciones distintas de IFM



Fuente: BCE.

1) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, veáanse las Notas Generales.

7.5 Comercio exterior de bienes

1. Comercio en términos nominales y reales por grupos de productos ¹⁾

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

	Total (s.d.)		Exportaciones (FOB)					Importaciones (CIF)					
	Expor- taciones	Impor- taciones	Total			Pro memoria: Manufacturas	Total			Pro memoria: Manufacturas	Petróleo		
			Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo		Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
En términos nominales (mm de euros; tasas de variación interanual para las columnas 1 y 2)													
2009	-18,1	-21,7	1.277,0	627,4	264,2	354,8	1.062,6	1.264,3	732,8	193,6	315,6	838,9	180,1
2010	20,1	21,6	1.526,4	.	.	.	1.269,6	1.530,3	.	.	.	1.009,4	.
2010 I	12,9	9,1	355,1	176,5	68,9	98,7	292,9	350,8	209,7	52,2	82,0	232,7	53,1
II	22,3	26,8	378,0	188,2	75,8	103,8	316,1	382,3	232,6	56,8	85,1	252,5	59,8
III	22,8	25,8	394,4	196,4	80,1	107,7	329,2	396,0	240,5	59,5	88,1	262,4	59,4
IV	21,8	24,9	398,9	.	.	.	331,3	401,3	.	.	.	261,8	.
2010 Jul	17,4	25,3	130,9	64,8	26,3	35,7	109,1	131,4	79,7	20,2	29,0	87,0	20,3
Ago	29,9	32,2	131,5	65,7	26,5	35,7	109,5	133,8	81,6	20,1	29,7	88,6	20,6
Sep	22,5	21,0	132,1	65,9	27,3	36,3	110,6	130,7	79,3	19,2	29,4	86,8	18,5
Oct	21,1	21,7	133,1	66,2	28,0	36,0	111,1	130,1	79,9	19,2	29,3	86,9	19,7
Nov	24,2	28,6	133,2	67,1	28,1	36,5	111,3	136,4	84,6	19,6	29,8	89,0	21,6
Dic	20,2	24,3	132,6	.	.	.	108,9	134,9	.	.	.	85,9	.
En términos reales (2000 = 100; tasas de variación interanual para las columnas 1 y 2)													
2008	1,4	0,1	143,4	136,8	154,2	147,0	142,3	126,9	119,2	140,4	144,5	133,4	108,1
2009	-16,6	-14,0	119,3	115,1	119,2	127,5	115,8	109,4	100,7	114,9	136,1	110,5	100,9
2009 IV	-6,7	-7,4	123,2	120,4	121,2	132,6	120,1	111,4	102,6	116,9	138,9	114,6	97,1
2010 I	11,5	4,1	130,3	126,5	124,1	138,7	126,4	116,2	107,4	122,7	140,8	121,8	95,0
II	16,3	13,5	135,0	130,9	134,8	141,6	133,4	119,6	110,9	129,1	140,8	126,8	95,7
III	15,7	11,9	139,0	134,5	142,1	144,4	136,9	120,8	111,9	131,7	141,4	128,5	95,6
2010 Jun	19,3	17,6	139,0	134,9	142,9	144,5	138,6	122,4	114,2	137,3	141,3	130,8	96,1
Jul	10,5	10,1	137,9	133,3	139,9	141,9	135,5	119,8	111,0	133,2	139,0	127,3	97,6
Ago	22,8	18,7	139,4	134,8	141,0	145,7	137,3	122,4	113,4	134,8	143,0	130,8	99,6
Sep	15,4	8,0	139,6	135,4	145,3	145,7	137,9	120,2	111,4	127,0	142,3	127,4	89,5
Oct	13,4	7,1	141,0	135,9	150,2	144,8	139,3	119,8	112,1	129,4	142,4	128,8	95,0
Nov	17,1	14,0	141,5	137,6	150,9	148,9	140,2	125,9	118,5	135,1	145,6	133,3	102,3

2. Precios ²⁾

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Precios industriales de exportación (FOB) ³⁾							Precios industriales de importación (CIF)						
	Total (índice: 2005 = 100)	Total				Pro me- moria: Manufac- turas	Total (índice: 2005 = 100)	Total				Pro me- moria: Manufac- turas		
		Bienes intermedios	Bienes de capital	Bienes de consumo	Energía			Bienes intermedios	Bienes de capital	Bienes de consumo	Energía			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
% del total	100,0	100,0	33,1	44,5	17,9	4,5	99,2	100,0	100,0	28,4	27,9	22,1	21,6	81,1
2009	102,4	-2,6	-4,0	0,5	0,5	-23,7	-2,5	100,4	-8,3	-5,0	2,6	0,9	-28,3	-2,2
2010	106,4	3,9	4,8	1,1	2,2	26,3	3,9	110,2	9,8	9,9	1,5	2,8	27,9	6,0
2010 II	106,7	4,3	5,4	0,9	2,4	30,9	4,3	110,8	11,0	10,9	1,6	2,3	33,1	6,7
III	107,1	4,6	6,7	1,6	2,8	19,6	4,4	111,4	10,8	12,0	2,9	4,1	25,9	7,3
IV	107,5	5,0	7,1	2,0	2,9	21,5	4,9	112,8	11,6	13,5	2,3	5,4	25,6	8,0
2010 Ago	107,1	4,2	6,5	1,6	2,7	14,4	4,1	111,6	10,1	12,0	2,7	4,2	21,5	6,9
Sep	107,2	4,9	6,9	1,8	2,9	21,7	4,7	111,3	11,2	12,4	2,9	4,7	27,1	7,6
Oct	106,9	4,7	6,9	1,6	2,8	18,9	4,6	110,9	10,2	12,5	1,9	4,6	21,5	7,0
Nov	107,3	4,7	7,0	1,9	2,8	18,2	4,6	112,2	10,9	13,2	2,5	5,6	23,1	7,9
Dic	108,3	5,7	7,5	2,3	3,1	27,4	5,6	115,4	13,6	14,8	2,6	6,0	32,0	9,1
2011 Ene	109,1	5,7	8,6	2,4	.	21,2	5,5	.	.	.	-0,4	.	.	.

Fuente: Eurostat.

- 1) Grupos de productos según la clasificación por destino económico de los bienes. A diferencia de los grupos de productos que figuran en el cuadro 2, los bienes intermedios y los bienes de consumo incluyen productos agrícolas y energéticos.
- 2) Grupos de productos según la clasificación por grandes sectores industriales. A diferencia de los grupos de productos que figuran en el cuadro 1, los bienes intermedios y los bienes de consumo no incluyen los productos agrícolas y energéticos. Las manufacturas tienen una composición distinta de la que figura en las columnas 7 y 12 del cuadro 1. Los datos corresponden a índices de precios que recogen la variación del precio de una cesta de productos y no son simples ratios de las cifras relativas al comercio en términos nominales y reales del cuadro 1, que se ven afectadas por cambios en la composición y la calidad de los bienes comerciables. Estos índices difieren de los deflatores del PIB para las exportaciones y las importaciones, que figuran en el cuadro 3 de la sección 5.1, debido principalmente a que estos deflatores se refieren a todos los bienes y servicios, incluido el comercio transfronterizo dentro de la zona del euro.
- 3) Los precios industriales de exportación se refieren a las transacciones directas entre productores de la zona del euro y clientes de fuera de la zona. A diferencia de las cifras relativas al comercio en términos nominales y reales que figuran en el cuadro 1, aquí no están incluidas las exportaciones de los mayoristas ni las reexportaciones.

7.5 Comercio exterior de bienes

(mm de euros; salvo indicación en contrario; datos desestacionalizados)

3. Detalle por área geográfica

	Total	Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro				Rusia	Suiza	Turquía	Estados Unidos	Asia		África	América Latina	Otros países	
		Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE					China	Japón				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Exportaciones (fob)															
2009	1.277,0	27,1	40,8	175,1	176,1	49,4	78,8	34,7	152,7	283,8	68,8	28,8	91,8	54,3	112,5
2010	1.526,4	.	.	.	.	63,3	92,7	47,3	180,9	353,9	94,5	34,7	104,3	73,1	.
2009 III	320,5	6,7	10,4	44,4	44,4	12,0	19,7	9,3	36,8	71,8	17,8	7,2	22,7	14,4	27,9
2009 IV	328,4	6,6	10,6	44,9	45,7	12,5	19,7	9,2	38,0	74,7	18,8	7,3	23,0	14,3	29,0
2010 I	355,1	7,0	11,7	46,6	48,3	13,6	21,4	10,7	41,1	81,8	22,3	8,1	24,9	16,8	31,3
2010 II	378,0	7,4	13,0	47,9	51,8	15,6	22,9	11,4	45,3	88,0	23,4	8,7	25,6	18,6	30,5
2010 III	394,4	7,6	13,1	50,2	54,6	17,1	23,8	12,0	47,9	91,4	23,7	8,9	26,6	18,8	31,3
2010 IV	398,9	.	.	.	.	17,0	24,6	13,0	46,6	92,7	25,2	9,0	27,2	18,9	.
2010 Jul	130,9	2,5	4,4	16,5	17,9	5,5	7,9	4,1	15,9	30,6	7,9	3,0	8,7	6,2	10,6
2010 Ago	131,5	2,5	4,3	16,8	18,3	5,8	7,9	3,8	16,0	29,9	7,8	3,0	8,9	6,3	10,8
2010 Sep	132,1	2,5	4,4	16,9	18,4	5,7	7,9	4,2	16,0	30,9	8,0	3,0	9,0	6,3	9,9
2010 Oct	133,1	2,5	4,5	16,8	18,6	5,7	8,2	4,3	15,6	30,9	8,3	3,0	9,0	6,2	10,9
2010 Nov	133,2	2,5	4,4	16,9	18,8	5,7	8,1	4,4	15,6	31,4	8,6	3,0	9,1	6,6	9,6
2010 Dic	132,6	.	.	.	.	5,6	8,3	4,3	15,5	30,4	8,3	3,0	9,2	6,1	.
Porcentaje del total de exportaciones															
2010	100,0	.	.	.	.	4,1	6,1	3,1	11,8	23,2	6,2	2,3	6,8	4,8	.
Importaciones (cif)															
2009	1.264,3	26,9	37,5	126,8	161,9	83,2	65,2	26,3	115,5	379,2	157,9	43,8	94,6	59,5	87,6
2010	1.530,3	.	.	.	.	106,8	74,0	30,3	127,1	486,0	209,1	50,4	117,2	75,4	.
2009 III	314,1	6,8	9,6	31,8	41,2	22,3	16,2	6,6	25,8	93,1	38,8	10,9	22,8	14,9	23,1
2009 IV	322,1	6,7	9,6	32,4	42,7	24,0	16,1	6,7	27,8	94,6	39,4	10,7	24,6	15,5	21,2
2010 I	350,8	6,6	10,3	35,0	45,3	24,5	17,1	7,4	29,4	109,9	45,9	11,7	26,9	16,5	22,0
2010 II	382,3	6,8	11,6	36,4	48,9	27,3	19,5	7,5	32,8	124,2	52,3	12,9	29,3	18,1	19,7
2010 III	396,0	7,0	12,1	37,8	50,5	26,6	19,1	7,5	31,8	127,9	56,7	13,1	28,9	19,7	27,0
2010 IV	401,3	.	.	.	.	28,4	18,3	8,0	33,1	124,0	54,2	12,7	32,0	21,1	.
2010 Jul	131,4	2,3	4,1	12,6	16,5	9,1	6,6	2,5	10,5	42,6	18,6	4,4	9,5	6,5	8,8
2010 Ago	133,8	2,3	4,1	13,0	17,0	8,9	6,4	2,5	10,6	43,3	19,2	4,3	10,0	6,6	9,1
2010 Sep	130,7	2,4	3,9	12,2	17,0	8,6	6,2	2,5	10,8	42,0	18,8	4,4	9,4	6,6	9,1
2010 Oct	130,1	2,4	4,1	12,8	17,4	9,1	6,1	2,7	10,9	41,2	17,7	4,3	8,8	6,8	7,8
2010 Nov	136,4	2,2	4,2	13,2	17,5	9,4	6,1	2,6	11,2	42,1	17,7	4,5	11,5	7,0	9,3
2010 Dic	134,9	.	.	.	.	9,9	6,1	2,7	11,0	40,8	18,8	3,9	11,7	7,2	.
Porcentaje del total de importaciones															
2010	100,0	.	.	.	.	7,0	4,8	2,0	8,3	31,7	13,6	3,3	7,7	4,9	.
Saldo															
2009	12,6	0,2	3,3	48,2	14,2	-33,8	13,6	8,4	37,2	-95,4	-89,0	-15,0	-2,9	-5,2	24,9
2010	-3,9	.	.	.	.	-43,4	18,7	16,9	53,8	-132,2	-114,6	-15,6	-12,9	-2,3	.
2009 III	6,3	0,0	0,8	12,6	3,2	-10,3	3,5	2,7	11,0	-21,3	-21,0	-3,7	-0,1	-0,5	4,8
2009 IV	6,3	-0,1	1,0	12,5	3,0	-11,5	3,6	2,5	10,2	-19,9	-20,7	-3,4	-1,6	-1,2	7,8
2010 I	4,3	0,4	1,4	11,6	3,0	-10,9	4,3	3,4	11,7	-28,2	-23,6	-3,7	-2,0	0,3	9,3
2010 II	-4,3	0,6	1,3	11,5	2,9	-11,7	3,3	3,9	12,5	-36,2	-28,9	-4,2	-3,8	0,5	10,8
2010 III	-1,5	0,6	1,0	12,4	4,0	-9,5	4,7	4,5	16,0	-36,5	-33,0	-4,1	-2,3	-0,8	4,3
2010 IV	-2,5	.	.	.	.	-11,4	6,3	5,1	13,5	-31,3	-29,1	-3,7	-4,8	-2,2	.
2010 Jul	-0,5	0,3	0,3	3,8	1,4	-3,5	1,4	1,6	5,5	-12,0	-10,7	-1,4	-0,8	-0,2	1,7
2010 Ago	-2,4	0,2	0,2	3,8	1,3	-3,1	1,6	1,3	5,4	-13,4	-11,4	-1,3	-1,1	-0,3	1,7
2010 Sep	1,4	0,2	0,5	4,7	1,3	-2,8	1,8	1,6	5,1	-11,1	-10,8	-1,4	-0,5	-0,3	0,8
2010 Oct	3,1	0,2	0,3	4,0	1,2	-3,4	2,1	1,7	4,6	-10,2	-9,4	-1,3	0,2	-0,6	3,0
2010 Nov	-3,2	0,3	0,3	3,8	1,3	-3,7	2,0	1,8	4,3	-10,7	-9,1	-1,5	-2,4	-0,5	0,3
2010 Dic	-2,3	.	.	.	.	-4,3	2,2	1,6	4,5	-10,3	-10,5	-0,9	-2,5	-1,1	.

Fuente: Eurostat.



TIPOS DE CAMBIO

8.1 Tipos de cambio efectivos ¹⁾

(medias del período; índice: I 1999 = 100)

	TCE-20						TCE-40		
	Nominal	Real, IPC	Real, IPRI	Real, deflactor del PIB	Real, CLUM	Real, CLUT	Nominal	Real, IPC	
	1	2	3	4	5	6	7	8	
2008	110,4	109,9	107,6	105,1	114,7	104,1	117,9	107,1	
2009	111,7	110,6	104,9	106,2	120,5	106,1	120,6	108,0	
2010	104,6	103,0	98,8	.	.	.	112,3	99,3	
2009 IV	113,7	112,1	106,5	107,6	121,3	108,2	122,6	109,0	
2010 I	108,7	106,9	102,2	102,5	114,2	102,6	116,9	103,5	
II	103,1	101,8	97,4	97,4	108,6	97,4	110,4	97,9	
III	102,3	100,8	96,9	96,6	106,8	96,0	109,8	97,2	
IV	104,4	102,4	98,7	.	.	.	112,1	98,7	
2010 Feb	108,0	106,0	101,6	-	-	-	116,3	102,7	
Mar	107,4	105,9	101,0	-	-	-	115,2	102,2	
Abr	106,1	104,6	100,0	-	-	-	113,5	100,7	
May	102,8	101,4	97,0	-	-	-	109,9	97,5	
Jun	100,6	99,4	95,2	-	-	-	107,7	95,6	
Jul	102,5	101,0	97,0	-	-	-	109,9	97,5	
Ago	102,1	100,5	96,6	-	-	-	109,5	97,0	
Sep	102,5	100,8	97,2	-	-	-	110,0	97,3	
Oct	106,0	104,1	100,4	-	-	-	113,8	100,3	
Nov	104,7	102,7	98,9	-	-	-	112,5	99,0	
Dic	102,6	100,5	96,8	-	-	-	110,1	96,8	
2011 Ene	102,4	100,2	96,3	-	-	-	110,1	96,7	
Feb	103,4	101,2	97,3	-	-	-	111,4	97,8	
	<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>								
2011 Feb	1,0	0,9	1,0	-	-	-	1,2	1,1	
	<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>								
2011 Feb	-4,2	-4,5	-4,3	-	-	-	-4,2	-4,8	

G39 Tipos de cambio efectivos

(medias mensuales; índice: I 1999 = 100)

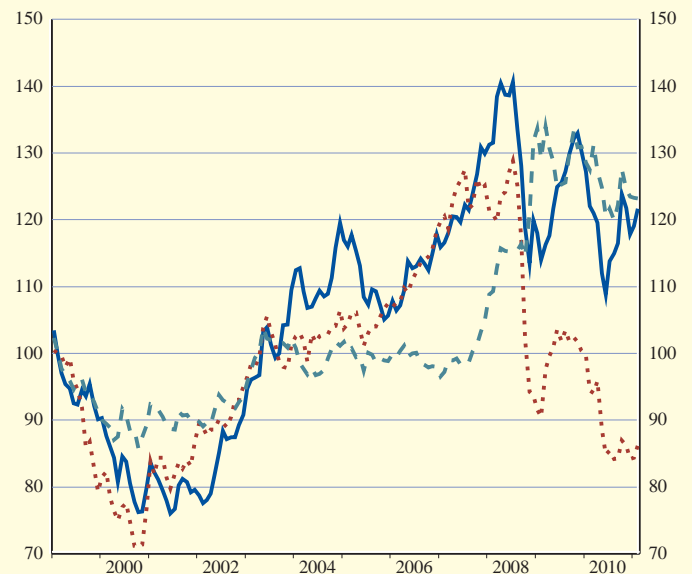
- TCE-20 nominal
- TCE-20 real deflactado por el IPC



G40 Tipos de cambio bilaterales

(medias mensuales; índice: I 1999 = 100)

- USD/EUR
- JPY/EUR
- - - GBP/EUR



Fuente: BCE.

1) Véanse las Notas Generales para una definición de los grupos de socios comerciales y otras informaciones.

8.2 Tipos de cambio bilaterales

(medias del período; unidades de moneda nacional por euro)

	Lev búlgaro	Corona checa	Corona danesa	Lats letón	Litas lituano	Forint húngaro	Zloty polaco	Nuevo leu rumano	Corona sueca	Libra esterlina	Kuna croata	Nueva lira turca
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2008	1,9558	24,946	7,4560	0,7027	3,4528	251,51	3,5121	3,6826	9,6152	0,79628	7,2239	1,9064
2009	1,9558	26,435	7,4462	0,7057	3,4528	280,33	4,3276	4,2399	10,6191	0,89094	7,3400	2,1631
2010	1,9558	25,284	7,4473	0,7087	3,4528	275,48	3,9947	4,2122	9,5373	0,85784	7,2891	1,9965
2010 II	1,9558	25,591	7,4416	0,7078	3,4528	274,85	4,0171	4,1854	9,6313	0,85239	7,2477	1,9560
2010 III	1,9558	24,928	7,4498	0,7089	3,4528	282,44	4,0087	4,2553	9,3804	0,83305	7,2532	1,9560
2010 IV	1,9558	24,789	7,4547	0,7095	3,4528	275,77	3,9666	4,2888	9,2139	0,85944	7,3683	1,9897
2010 Ago	1,9558	24,806	7,4495	0,7085	3,4528	281,45	3,9899	4,2396	9,4216	0,82363	7,2525	1,9484
2010 Sep	1,9558	24,651	7,4476	0,7091	3,4528	282,10	3,9548	4,2655	9,2241	0,83987	7,2874	1,9528
2010 Oct	1,9558	24,531	7,4567	0,7094	3,4528	274,01	3,9496	4,2787	9,2794	0,87638	7,3277	1,9800
2010 Nov	1,9558	24,633	7,4547	0,7094	3,4528	275,51	3,9520	4,2940	9,3166	0,85510	7,3830	1,9717
2010 Dic	1,9558	25,174	7,4528	0,7096	3,4528	277,62	3,9962	4,2929	9,0559	0,84813	7,3913	2,0159
2011 Ene	1,9558	24,449	7,4518	0,7034	3,4528	275,33	3,8896	4,2624	8,9122	0,84712	7,4008	2,0919
2011 Feb	1,9558	24,277	7,4555	0,7037	3,4528	271,15	3,9264	4,2457	8,7882	0,84635	7,4149	2,1702
	<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>											
2011 Feb	0,0	-0,7	0,0	0,1	0,0	-1,5	0,9	-0,4	-1,4	-0,1	0,2	3,7
	<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>											
2011 Feb	0,0	-6,6	0,2	-0,7	0,0	0,0	-2,2	3,1	-11,7	-3,4	1,5	4,6
	Dólar australiano	Real brasileño	Dólar canadiense	Yuan renminbi chino	Dólar de Hong Kong	Corona islandesa ¹⁾	Rupia india ²⁾	Rupia indonesia	Shequel israelí	Yen japonés	Ringgit malasio	
	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	
2008	1,7416	2,6737	1,5594	10,2236	11,4541	143,83	63,6143	14,165,16	5,2561	152,45	4,8893	
2009	1,7727	2,7674	1,5850	9,5277	10,8114	-	67,3611	14,443,74	5,4668	130,34	4,9079	
2010	1,4423	2,3314	1,3651	8,9712	10,2994	-	60,5878	12,041,70	4,9457	116,24	4,2668	
2010 II	1,4403	2,2762	1,3054	8,6717	9,8857	-	57,9879	11,581,24	4,8110	117,15	4,1172	
2010 III	1,4289	2,2589	1,3416	8,7388	10,0324	-	59,9818	11,612,07	4,8978	110,68	4,0716	
2010 IV	1,3747	2,3037	1,3757	9,0405	10,5441	-	60,9153	12,178,16	4,9154	112,10	4,2304	
2010 Ago	1,4337	2,2691	1,3411	8,7520	10,0193	-	60,0584	11,573,26	4,8906	110,04	4,0654	
2010 Sep	1,3943	2,2476	1,3515	8,8104	10,1470	-	60,0771	11,716,16	4,8792	110,26	4,0570	
2010 Oct	1,4164	2,3378	1,4152	9,2665	10,7835	-	61,7399	12,407,16	5,0192	113,67	4,3092	
2010 Nov	1,3813	2,3391	1,3831	9,0895	10,5941	-	61,4539	12,224,00	4,9770	112,69	4,2588	
2010 Dic	1,3304	2,2387	1,3327	8,7873	10,2776	-	59,6472	11,925,21	4,7618	110,11	4,1313	
2011 Ene	1,3417	2,2371	1,3277	8,8154	10,3945	-	60,7161	12,077,47	4,7909	110,38	4,0895	
2011 Feb	1,3543	2,2765	1,3484	8,9842	10,6312	-	62,0142	12,165,92	4,9939	112,77	4,1541	
	<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>											
2011 Feb	0,9	1,8	1,6	1,9	2,3	-	2,1	0,7	4,2	2,2	1,6	
	<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>											
2011 Feb	-12,3	-9,8	-6,7	-3,9	0,0	-	-2,2	-4,9	-2,6	-8,7	-11,1	
	Peso mexicano	Dólar neozelandés	Corona noruega	Peso filipino	Rublo ruso	Dólar singapurense	Rand sudafricano	Won surcoreano	Franco suizo	Baht tailandés	Dólar estadounidense	
	24	25	26	27	28	29	30	31	32	33	34	
2008	16,2911	2,0770	8,2237	65,172	36,4207	2,0762	12,0590	1,606,09	1,5874	48,475	1,4708	
2009	18,7989	2,2121	8,7278	66,338	44,1376	2,0241	11,6737	1,772,90	1,5100	47,804	1,3948	
2010	16,7373	1,8377	8,0043	59,739	40,2629	1,8055	9,6984	1,531,82	1,3803	42,014	1,3257	
2010 II	15,9583	1,8145	7,9093	57,848	38,5027	1,7674	9,5974	1,481,01	1,4086	41,152	1,2708	
2010 III	16,5210	1,7979	7,9561	58,363	39,5260	1,7503	9,4593	1,526,12	1,3321	40,825	1,2910	
2010 IV	16,8206	1,7915	8,0499	59,240	41,7192	1,7693	9,3785	1,538,70	1,3225	40,728	1,3583	
2010 Ago	16,4571	1,8059	7,9325	58,245	39,1898	1,7482	9,4192	1,522,39	1,3413	40,937	1,2894	
2010 Sep	16,7361	1,7955	7,9156	57,772	40,2564	1,7439	9,3236	1,517,10	1,3089	40,264	1,3067	
2010 Oct	17,2845	1,8498	8,1110	60,285	42,1471	1,8116	9,6165	1,560,30	1,3452	41,636	1,3898	
2010 Nov	16,8386	1,7703	8,1463	59,485	42,3360	1,7739	9,5320	1,544,16	1,3442	40,826	1,3661	
2010 Dic	16,3797	1,7587	7,9020	58,050	40,7385	1,7262	9,0143	1,513,74	1,2811	39,805	1,3220	
2011 Ene	16,1926	1,7435	7,8199	59,089	40,2557	1,7193	9,2652	1,495,50	1,2779	40,827	1,3360	
2011 Feb	16,4727	1,7925	7,8206	59,558	39,9469	1,7421	9,8126	1,524,99	1,2974	41,918	1,3649	
	<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>											
2011 Feb	1,7	2,8	0,0	0,8	-0,8	1,3	5,9	2,0	1,5	2,7	2,2	
	<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>											
2011 Feb	-7,0	-8,6	-3,4	-5,9	-3,2	-9,9	-6,5	-3,6	-11,6	-7,6	-0,3	

Fuente: BCE.

1) El último tipo de cambio de la corona islandesa se refiere al 3 de diciembre de 2008.

2) Desde el 1 de enero de 2009, el BCE calcula y publica los tipos de cambio de referencia de esta moneda frente al euro. Los datos anteriores son indicativos.



EVOLUCIÓN FUERA DE LA ZONA DEL EURO

9.1 Evolución económica y financiera en otros Estados miembros de la UE

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Bulgaria	República Checa	Dinamarca	Letonia	Lituania	Hungría	Polonia	Rumanía	Suecia	Reino Unido
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
IAPC										
2009	2,5	0,6	1,1	3,3	4,2	4,0	4,0	5,6	1,9	2,2
2010	3,0	1,2	2,2	-1,2	1,2	4,7	2,7	6,1	1,9	3,3
2010 III	3,3	1,6	2,3	-0,3	1,8	3,6	2,1	7,5	1,3	3,1
IV	4,0	2,0	2,5	1,7	2,9	4,3	2,7	7,8	1,8	3,4
2010 Nov	4,0	1,9	2,5	1,7	2,5	4,0	2,6	7,7	1,7	3,3
Dic	4,4	2,3	2,8	2,4	3,6	4,6	2,9	7,9	2,1	3,7
2011 Ene	4,3	1,9	2,6	3,5	2,8	4,0	3,5	7,0	1,4	4,0
Déficit (-)/superávit (+) de las AAPP en porcentaje del PIB										
2007	1,1	-0,7	4,8	-0,3	-1,0	-5,0	-1,9	-2,6	3,6	-2,7
2008	1,7	-2,7	3,4	-4,2	-3,3	-3,7	-3,7	-5,7	2,2	-5,0
2009	-4,7	-5,8	-2,7	-10,2	-9,2	-4,4	-7,2	-8,6	-0,9	-11,4
Deuda bruta de las AAPP en porcentaje del PIB										
2007	17,2	29,0	27,4	9,0	16,9	66,1	45,0	12,6	40,0	44,5
2008	13,7	30,0	34,2	19,7	15,6	72,3	47,1	13,4	38,2	52,1
2009	14,7	35,3	41,4	36,7	29,5	78,4	50,9	23,9	41,9	68,2
Rendimientos de la deuda pública a largo plazo en porcentaje; media del período										
2010 Ago	5,99	3,56	2,45	10,00	5,15	7,07	5,62	7,15	2,45	2,68
Sep	5,90	3,34	2,40	9,97	5,15	7,04	5,49	7,14	2,53	2,84
Oct	5,82	3,43	2,46	9,24	5,15	6,87	5,53	7,02	2,64	2,80
Nov	5,74	3,59	2,65	8,99	5,15	7,38	5,82	7,04	2,86	3,03
Dic	5,76	3,89	3,01	7,55	5,15	7,92	5,98	7,09	3,21	3,34
2011 Ene	5,56	3,98	3,05	5,38	5,15	7,70	6,26	6,66	3,28	3,82
Tipo de interés a tres meses en porcentaje; media del período										
2010 Ago	4,04	1,24	1,14	1,28	1,70	5,82	3,82	6,46	0,99	0,73
Sep	3,94	1,22	1,15	1,19	1,65	6,41	3,82	6,48	1,16	0,73
Oct	3,99	1,20	1,19	1,22	1,61	5,90	3,83	6,44	1,37	0,74
Nov	3,99	1,22	1,24	0,95	1,59	5,87	3,86	6,35	1,59	0,74
Dic	3,93	1,22	1,21	0,83	1,56	6,17	3,92	6,00	1,86	0,75
2011 Ene	3,91	1,20	1,22	0,85	1,36	6,13	4,01	5,03	2,02	0,77
PIB real										
2008	6,2	2,5	-1,1	-4,2	2,9	0,8	5,1	7,4	-0,6	-0,1
2009	-4,9	-4,1	-5,2	-18,0	-14,7	-6,7	1,7	-7,1	-5,3	-4,9
2010 II	-0,3	2,3	2,9	-2,6	1,2	0,8	3,7	-0,4	4,4	1,5
III	0,5	2,8	3,6	2,5	1,6	2,2	4,6	-2,2	6,8	2,5
IV	.	.	2,7	.	4,6	2,4	3,9	-0,6	7,2	1,5
Cuenta corriente y de capital en porcentaje del PIB										
2008	-22,3	0,2	2,7	-11,6	-11,3	-6,3	-3,7	-11,1	8,6	-1,3
2009	-8,6	0,1	3,5	11,0	7,7	0,8	-0,5	-3,6	7,4	-1,5
2010 II	-4,3	-2,4	5,1	7,3	7,8	4,0	-0,9	-7,9	6,5	-1,1
III	14,6	-6,8	7,1	3,2	0,6	3,7	-2,7	-1,8	6,2	-2,7
IV	.	.	6,4	.	.	.	-1,9	-2,5	4,8	.
Deuda externa bruta en porcentaje del PIB										
2008	104,7	50,0	177,7	129,2	71,3	122,3	57,0	56,0	204,4	441,4
2009	107,9	50,8	189,8	156,3	87,2	141,2	59,6	69,0	205,0	416,6
2010 I	106,2	49,0	201,4	162,4	91,1	143,9	57,8	71,5	206,3	436,7
II	107,3	52,7	202,1	164,9	89,8	153,8	63,2	76,6	216,6	428,2
III	103,5	52,4	201,5	162,6	88,7	142,8	65,9	74,9	202,2	429,3
Costes laborales unitarios										
2009	12,8	3,5	4,7	-7,0	-2,8	1,9	1,6	7,2	4,8	5,8
2010	.	.	-1,4	.	.	.	.	.	-1,6	.
2010 II	0,4	-0,4	-2,4	-14,5	-8,8	-2,5	5,9	.	-1,7	1,5
III	-1,2	1,3	-2,5	-7,3	-5,5	-0,7	4,8	.	-2,6	1,3
IV	.	.	-0,7	.	.	.	.	.	-1,6	0,8
Tasa de paro normalizada en porcentaje de la población activa (d.)										
2009	6,9	6,7	6,0	17,1	13,7	10,0	8,2	6,9	8,3	7,6
2010	9,9	7,4	7,4	.	17,8	11,2	9,6	.	8,4	.
2010 III	10,0	7,1	7,4	18,3	18,3	11,2	9,6	7,3	8,3	7,7
IV	10,1	7,4	7,7	.	17,4	11,5	9,7	.	7,9	.
2010 Nov	10,1	7,3	7,7	.	17,4	11,5	9,7	.	7,8	7,8
Dic	10,1	7,7	7,8	.	17,4	11,8	9,7	.	7,8	.
2011 Ene	10,2	7,5	.	.	.	12,6	9,7	.	7,9	.

Fuentes: BCE, Comisión Europea (D.G. de Asuntos Económicos y Financieros y Eurostat); datos nacionales, Reuters y cálculos del BCE.

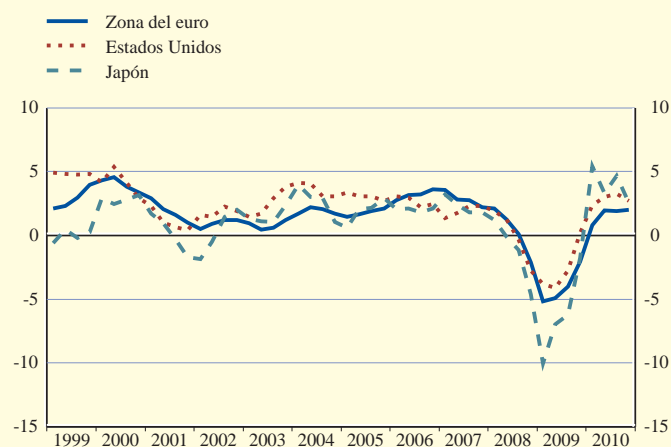
9.2 Evolución económica y financiera en Estados Unidos y Japón

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Índice de precios de consumo	Costes laborales unitarios ¹⁾	PIB a precios constantes	Índice de producción industrial (manufacturas)	Tasa de desempleo en % de la población activa (d.)	Agregado monetario amplio ²⁾	Tipos de depósitos interbancarios a 3 meses ³⁾	Rendimiento de la deuda pública a 10 años (cupón cero); ³⁾ fin de período	Tipo de cambio en moneda nacional por euro ⁴⁾	Déficit (-)/superávit (+) presupuestario en % del PIB	Deuda pública bruta en % del PIB ⁵⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Estados Unidos											
2007	2,9	2,4	1,9	3,2	4,6	6,3	5,30	4,81	1,3705	-2,9	48,4
2008	3,8	2,2	0,0	-4,4	5,8	7,1	2,93	2,70	1,4708	-6,3	56,7
2009	-0,4	-1,6	-2,6	-10,9	9,3	7,9	0,69	4,17	1,3948	-11,3	68,6
2010	1,6	-1,5	2,8	6,6	9,6	2,3	0,34	3,57	1,3257	.	.
2009 IV	1,4	-3,4	0,2	-3,7	10,0	5,0	0,27	4,17	1,4779	-11,1	68,6
2010 I	2,4	-2,9	2,4	3,9	9,7	1,9	0,26	4,01	1,3829	-10,7	71,7
II	1,8	-1,9	3,0	8,8	9,6	1,7	0,44	3,13	1,2708	-11,1	73,3
III	1,2	-1,1	3,2	7,2	9,6	2,6	0,39	2,69	1,2910	-10,4	75,3
IV	1,3	-0,2	2,7	6,5	9,6	3,2	0,29	3,57	1,3583	.	.
2010 Oct	1,2	-	-	6,7	9,7	3,1	0,29	2,82	1,3898	-	-
Nov	1,1	-	-	6,0	9,8	3,2	0,29	3,12	1,3661	-	-
Dic	1,5	-	-	6,9	9,4	3,4	0,30	3,57	1,3220	-	-
2011 Ene	1,6	-	-	6,0	9,0	4,3	0,30	3,68	1,3360	-	-
Feb	.	-	-	.	.	.	0,31	3,73	1,3649	-	-
Japón											
2007	0,1	-2,3	2,3	2,8	3,8	1,6	0,79	1,70	161,25	-2,4	156,2
2008	1,4	1,7	-1,2	-3,4	4,0	2,1	0,93	1,21	152,45	-2,2	162,0
2009	-1,4	1,3	-6,3	-21,9	5,1	2,7	0,47	1,42	130,34	-8,7	180,4
2010	-0,7	.	4,0	16,0	5,1	2,8	0,23	1,18	116,24	.	.
2009 IV	-2,0	-3,1	-1,8	-4,2	5,2	3,3	0,31	1,42	132,69	.	.
2010 I	-1,2	-4,5	5,4	27,6	4,9	2,8	0,25	1,48	125,48	.	.
II	-0,9	-2,1	3,3	21,0	5,2	3,0	0,24	1,18	117,15	.	.
III	-0,8	-3,3	4,7	13,6	5,1	2,8	0,24	1,03	110,68	.	.
IV	0,1	.	2,6	5,0	5,0	2,6	0,19	1,18	112,10	.	.
2010 Oct	0,2	-	-	4,3	5,1	2,8	0,20	1,01	113,67	-	-
Nov	0,1	-	-	5,8	5,1	2,6	0,19	1,27	112,69	-	-
Dic	0,0	-	-	4,9	4,9	2,4	0,18	1,18	110,11	-	-
2011 Ene	0,0	-	-	4,7	.	2,3	0,19	1,29	110,38	-	-
Feb	.	-	-	.	.	.	0,19	1,35	112,77	-	-

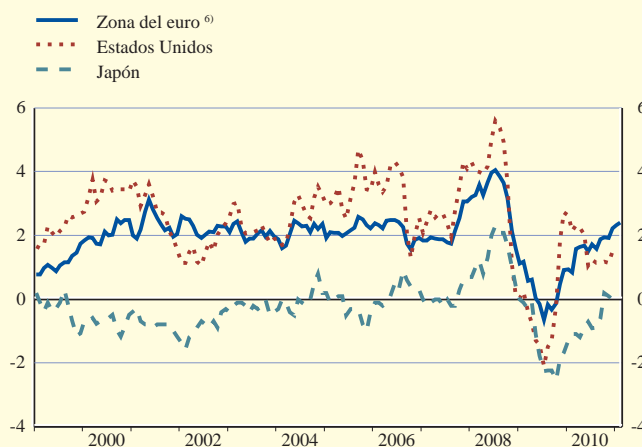
G41 Producto interior bruto a precios constantes

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



G42 Índices de precios de consumo

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuentes: Datos nacionales [columnas 1, 2 (Estados Unidos), 3, 4, 5 (Estados Unidos), 6, 9 y 10]; OCDE [columna 2 (Japón)]; Eurostat [columna 5 (Japón)]; datos de la zona del euro en el gráfico; Reuters (columnas 7 y 8) y cálculos del BCE (columna 11).

1) Los datos de Estados Unidos están desestacionalizados y se refieren al sector privado no agrícola.

2) Medias del período; M2 para Estados Unidos y M2+certificados de depósito para Japón.

3) En porcentaje. Para más información sobre los tipos de interés de los depósitos interbancarios a tres meses, véase la sección 4.6.

4) Para más información, véase sección 8.2.

5) Deuda bruta consolidada del sector Administraciones Públicas (fin de período).

6) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.



LISTA DE GRÁFICOS

G1	Agregados monetarios	S12
G2	Contrapartidas	S12
G3	Componentes de los agregados monetarios	S13
G4	Componentes de los pasivos financieros a más largo plazo	S13
G5	Préstamos a otros intermediarios financieros y sociedades no financieras	S14
G6	Préstamos a hogares	S14
G7	Préstamos a las AAPP	S16
G8	Préstamos a no residentes en la zona del euro	S16
G9	Depósitos totales por sector	S17
G10	Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector	S17
G11	Depósitos totales por sector	S18
G12	Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector	S18
G13	Depósitos de las AAPP y de no residentes en la zona del euro	S19
G14	Detalle de los valores en poder de las IFM	S20
G15	Saldo vivo total y emisiones brutas de valores distintos de acciones por residentes en la zona del euro	S35
G16	Emisiones netas de valores distintos de acciones: desestacionalizadas y sin desestacionalizar	S37
G17	Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a largo plazo por sector emisor en todas las monedas	S38
G18	Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a corto plazo por sector emisor en todas las monedas	S39
G19	Tasas de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro	S40
G20	Emisiones brutas de acciones cotizadas por sector emisor	S41
G21	Nuevos depósitos a plazo	S43
G22	Nuevos préstamos sin fijación inicial del tipo y con período inicial de fijación hasta un año	S43
G23	Tipos de interés del mercado monetario de la zona del euro	S44
G24	Tipos a tres meses del mercado monetario	S44
G25	Curvas de tipos al contado de la zona del euro	S45
G26	Tipos al contado y diferenciales de la zona del euro	S45
G27	Índice Dow Jones EURO STOXX amplio, Standard & Poor's 500 y Nikkei 225	S46
G28	Empleo – personas ocupadas y horas trabajadas	S55
G29	Desempleo y tasas de vacantes	S55
G30	Déficit, necesidad de financiación y variaciones de la deuda	S60
G31	Deuda según los criterios de Maastricht	S60
G32	Balanza de pagos de la zona del euro: cuenta corriente	S61
G33	Balanza de pagos de la zona del euro: inversiones directas y de cartera	S61
G34	Balanza de pagos de la zona del euro: bienes	S62
G35	Balanza de pagos de la zona del euro: servicios	S62
G36	Posición de inversión internacional de la zona del euro	S65
G37	Posición de inversiones directas y de cartera de la zona del euro	S65
G38	Balanza de pagos: Principales rúbricas que reflejan la evolución de las operaciones exteriores netas de las IFM	S70
G39	Tipos de cambio efectivos	S73
G40	Tipos de cambio bilaterales	S73
G41	Producto interior bruto a precios constantes	S76
G42	Índices de precios de consumo	S76



NOTAS TÉCNICAS

PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LA EVOLUCIÓN MONETARIA

La tasa media de crecimiento del trimestre que finaliza en el mes t se calcula como:

$$a) \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0,5I_{t-3}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-12} + 0,5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

donde I_t es el índice de saldos ajustados del mes t (véase también más abajo). Del mismo modo, la tasa media de crecimiento del año que finaliza en el mes t se calcula como:

$$b) \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

SECCIONES 2.1 A 2.6

CÁLCULO DE LAS OPERACIONES

Las operaciones mensuales se calculan a partir de las diferencias mensuales de los saldos ajustados por reclasificaciones, otras revalorizaciones, variaciones del tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones.

Si L_t representa el saldo vivo a fin del mes t ; C_t^M , el ajuste por reclasificaciones en el mes t ; E_t^M , el ajuste por variaciones del tipo de cambio, y V_t^M , otros ajustes por revalorizaciones, las operaciones F_t^M del mes t se definen como:

$$c) F_t^M = (L_t - L_{t-1}) - C_t^M - E_t^M - V_t^M$$

Del mismo modo, las operaciones trimestrales F_t^Q del trimestre que finaliza en el mes t se definen como:

$$d) F_t^Q = (L_t - L_{t-3}) - C_t^Q - E_t^Q - V_t^Q$$

donde L_{t-3} es el saldo vivo a fin del mes $t-3$ (el final del trimestre anterior) y, por ejemplo, C_t^Q es el ajuste por reclasificaciones en el trimestre que termina en el mes t .

En el caso de las series trimestrales para las que ahora se dispone de datos mensuales (véase más abajo), las operaciones trimestrales pueden calcularse como la suma de las operaciones mensuales de los tres meses del trimestre.

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LAS SERIES MENSUALES

Las tasas de crecimiento se pueden calcular a partir de las operaciones o del índice de saldos ajustados. Si F_t^M y L_t se definen como se ha indicado más arriba, el índice I_t de saldos ajustados del mes t queda definido como:

$$e) I_t = I_{t-1} \times \left(1 + \frac{F_t^M}{L_{t-1}} \right)$$

Actualmente, la base del índice (de las series sin desestacionalizar) es igual a 100 en diciembre de 2006. Las series temporales del índice de saldos ajustados están disponibles en el apartado «Monetary and financial statistics», de la sección «Statistics», de la dirección del BCE en Internet (www.ecb.europa.eu).

La tasa de crecimiento interanual a_t del mes t —es decir, la variación en los 12 meses que finalizan en el mes t — se puede calcular utilizando cualquiera de las dos fórmulas siguientes:

$$f) a_t = \left[\prod_{i=0}^{11} \left(1 + \frac{F_{t-i}^M}{L_{t-i-1}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$g) a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

Salvo indicación en contrario, las tasas de crecimiento interanual corresponden al final del pe-

rído indicado. Por ejemplo, la tasa de variación interanual para el año 2002 se calcula en la fórmula g) dividiendo el índice de diciembre de 2002 por el índice de diciembre de 2001.

Las tasas de crecimiento para períodos inferiores al anual pueden obtenerse adaptando la fórmula g). Por ejemplo, la tasa de crecimiento intermensual a_t^M se puede calcular como:

$$h) \quad a_t^M = \left(\frac{I_t}{I_{t-1}} - 1 \right) \times 100$$

Por último, la media móvil de tres meses centrada de la tasa de crecimiento interanual de M3 se calcula como $(a_{t+1} + a_t + a_{t-1})/3$, donde a_t se define igual que en las fórmulas f) o g).

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LAS SERIES TRIMESTRALES

Si F_t^Q y L_{t-3} se definen como se ha indicado más arriba, el índice I_t de saldos ajustados del trimestre que finaliza en el mes t queda definido como:

$$i) \quad I_t = I_{t-3} \times \left(1 + \frac{F_t^Q}{L_{t-3}} \right)$$

La tasa de crecimiento interanual de los cuatro trimestres que terminan en el mes t , es decir, a_t , se puede calcular utilizando la fórmula g).

DESESTACIONALIZACIÓN DE LAS ESTADÍSTICAS MONETARIAS DE LA ZONA DEL EURO¹

El procedimiento se basa en una descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12-ARIMA². La desestacionalización puede incluir ajustes por día de la semana y, en el caso de algunas series, se lleva a cabo indirectamente mediante una combinación lineal de los componentes. Este es el caso de M3, que se obtiene agregando las series desestacionalizadas de M1, M2 menos M1, y M3 menos M2.

Los procedimientos de desestacionalización se aplican, en primer lugar, al índice de saldos ajustados³. Las estimaciones de los factores estacionales resultantes se aplican posteriormente a los saldos y a los ajustes que se deriven de las reclasificaciones y las revalorizaciones, que, a su vez, producen operaciones desestacionalizadas. Los factores estacionales y efectos de calendario se revisan anualmente o cuando proceda.

SECCIONES 3.1 A 3.5

IDENTIDAD DE EMPLEOS Y RECURSOS

En la sección 3.1, los datos se ajustan a una identidad contable básica. En el caso de las operaciones no financieras, el total de los empleos es igual al total de los recursos en cada una de las categorías. Esta identidad contable también se refleja en la cuenta financiera, es decir, para cada categoría de instrumento financiero, el total de las operaciones de activos financieros es igual al total de las operaciones de pasivos. En la cuenta de otras variaciones de activos y en los balances financieros, el total de activos financieros es igual al total de pasivos en cada categoría de instrumento financiero, salvo en el caso del oro monetario y los derechos especiales de giro, que, por definición, no constituyen un pasivo de ningún sector.

CÁLCULO DE LOS SALDOS CONTABLES

Los saldos contables al final de cada cuenta de las secciones 3.1, 3.2 y 3.3 se calculan de la manera siguiente:

- 1 Para más información, véanse «Seasonal adjustment of monetary aggregates and HIPC for the euro area», BCE (agosto de 2000), y la dirección del BCE en Internet (www.ecb.europa.eu), sección «Statistics», apartado «Monetary and financial statistics».
- 2 Para más información, véanse D. Findley, B. Monsell, W. Bell, M. Otto y B. C. Chen (1998), «New Capabilities and Methods of the X-12-ARIMA Seasonal Adjustment Program», *Journal of Business and Economic Statistics*, 16, 2, pp. 127-152, o «X-12-ARIMA Reference Manual», Time Series Staff, Bureau of the Census, Washington, D. C. A efectos internos, también se utiliza el procedimiento, basado en modelos de TRAMO-SEATS. Para más información sobre TRAMO-SEATS, véase V. Gómez y A. Maravall (1996), «Programs TRAMO and SEATS: Instructions for the user», Documento de Trabajo n.º 9628, Banco de España, Madrid.
- 3 De lo que resulta que, para las series desestacionalizadas, el nivel del índice del período base, es decir, diciembre de 2001, difiere, en general, de 100, como reflejo de la estacionalidad del mes.

El saldo comercial es la diferencia entre las importaciones y las exportaciones de bienes y servicios de la zona del euro frente al resto del mundo. El excedente neto de explotación y la renta mixta solo se definen para los sectores residentes y se calculan por diferencia entre el valor añadido bruto (producto interior bruto a precios de mercado de la zona del euro) y la suma de las siguientes partidas: remuneración de los asalariados (empleos), otros impuestos menos subvenciones sobre la producción (empleos) y consumo de capital fijo (empleos).

La renta nacional neta solo se define para los sectores residentes y se calcula como la suma del excedente neto de explotación y la renta mixta, más la remuneración de los asalariados (recursos), más los impuestos menos subvenciones sobre la producción (recursos), más las rentas de la propiedad netas (recursos menos empleos).

La renta disponible neta también se define solo para los sectores residentes y es igual a la renta nacional neta más los impuestos corrientes netos sobre la renta y el patrimonio (recursos menos empleos), más las cotizaciones sociales netas (recursos menos empleos), más las prestaciones sociales netas distintas de transferencias sociales en especie (recursos menos empleos), más otras transferencias corrientes netas (recursos menos empleos).

El ahorro neto se define para los sectores residentes y se calcula como la suma de la renta disponible neta, más el ajuste por la variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones (recursos menos empleos), menos el gasto en consumo final (empleos). Para el resto del mundo, la cuenta de operaciones corrientes con el exterior se calcula sumando al saldo de la balanza comercial todas las rentas netas (recursos menos empleos).

La capacidad/necesidad de financiación se calcula a partir de la cuenta de capital como la diferencia entre la suma del ahorro neto y las transferencias de capital netas (recursos menos empleos), menos la formación bruta de capital (em-

pleos) y las adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos (empleos), más el consumo de capital fijo (recursos). También puede calcularse en la cuenta financiera por la diferencia entre el total de operaciones de activos financieros y el total de operaciones de pasivos [lo que se conoce también como variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto derivadas de operaciones]. En los sectores hogares y sociedades no financieras existe una discrepancia estadística entre los saldos contables calculados a partir de la cuenta de capital y aquellos que se obtienen a partir de la cuenta financiera.

Las variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto derivadas de operaciones se calculan como el total de operaciones de activos financieros menos el total de operaciones de pasivos, mientras que otras variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto se calculan como (el total de otras variaciones de los activos financieros menos (el total) de otras variaciones de pasivos).

El patrimonio (riqueza) financiero neto se calcula por la diferencia entre el total de activos financieros y el total de pasivos, mientras que las variaciones de dicho patrimonio (riqueza) son iguales a la suma de las variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto derivadas de operaciones (capacidad/necesidad de financiación obtenida a partir de la cuenta financiera) y de las otras variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto.

Las variaciones del patrimonio (riqueza) neta se calculan como las variaciones del patrimonio (riqueza) neto atribuibles al ahorro y a las transferencias de capital más otras variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto y otras variaciones de activos no financieros.

El patrimonio (riqueza) neto de los hogares se calcula como la suma de los activos no financieros y el patrimonio (riqueza) financiero neto de los hogares.

SECCIONES 4.3 Y 4.4

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LOS VALORES DISTINTOS DE ACCIONES Y LAS ACCIONES COTIZADAS

Las tasas de crecimiento se calculan a partir de las operaciones financieras y, por lo tanto, excluyen las reclasificaciones, las revalorizaciones, las variaciones del tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones. Se pueden calcular a partir de los flujos o del índice de saldos nominales. Si N_t^M representa el flujo (emisiones netas) en el mes t y L_t el saldo vivo a fin del mes t , el índice I_t de los saldos nominales en el mes t queda definido como:

$$j) \quad I_t = I_{t-1} \times \left(1 + \frac{N_t}{L_{t-1}} \right)$$

Como base, se fija el índice igual a 100 en diciembre de 2001. La tasa de crecimiento a_t del mes t correspondiente a la variación de los 12 meses que terminan en el mes t se puede calcular utilizando cualquiera de las dos fórmulas siguientes:

$$k) \quad a_t = \left[\prod_{i=0}^{11} \left(1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$l) \quad a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

El método para calcular las tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones es el mismo que se emplea para los agregados monetarios. La única diferencia estriba en que aquí se usa una «N» en lugar de una «F», con el fin de mostrar que el método utilizado para obtener las «emisiones netas» de las estadísticas de emisiones de valores es distinto del utilizado para calcular las «operaciones» equivalentes de los agregados monetarios.

La tasa media de crecimiento del trimestre que finaliza en el mes t se calcula como:

$$m) \quad \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0,5I_{t-3}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-12} + 0,5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

donde I_t es el índice de saldos nominales del mes t . Del mismo modo, la tasa media de crecimiento del año que finaliza en el mes t se calcula como:

$$n) \quad \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

La fórmula de cálculo que se emplea en la sección 4.3 también se usa en la sección 4.4, y se basa, igualmente, en la utilizada en el caso de los agregados monetarios. La sección 4.4 se basa en valores de mercado, y los cálculos se basan en operaciones financieras que excluyen las reclasificaciones, las revalorizaciones y otros cambios que no se deriven de operaciones. Las variaciones del tipo de cambio no se incluyen, pues todas las acciones cotizadas cubiertas están denominadas en euros.

DESESTACIONALIZACIÓN DE LAS ESTADÍSTICAS DE EMISIONES DE VALORES⁴

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12 ARIMA. La desestacionalización del total de valores emitidos se realiza indirectamente mediante la combinación lineal del detalle por sector y por plazo a la emisión.

Los procedimientos de desestacionalización se aplican al índice de saldos nominales. Las esti-

4 Para más información, véanse «Seasonal adjustment of monetary aggregates and HIPC for the euro area», BCE (agosto de 2000), y la dirección del BCE en Internet (www.ecb.europa.eu), sección «Statistics», apartado «Monetary and financial statistics».

maciones resultantes de los factores estacionales se aplican posteriormente a los saldos vivos, de donde se obtienen las emisiones netas desestacionalizadas. Los factores estacionales se revisan anualmente o cuando proceda.

Al igual que en las fórmulas k) y l), la tasa de crecimiento a_t del mes t correspondiente a la variación en los seis meses que terminan en el mes t se puede calcular utilizando cualquiera de las dos fórmulas siguientes:

$$o) \quad a_t = \left[\prod_{i=0}^5 \left(1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$p) \quad a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-6}} - 1 \right) \times 100$$

CUADRO 1 DE LA SECCIÓN 5.1

DESESTACIONALIZACIÓN DEL IAPC⁴

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12-ARIMA (véase nota 2 de la página S78). La desestacionalización del IAPC general de la zona del euro se realiza indirectamente agregando las series desestacionalizadas de la zona del euro correspondientes a los alimentos elaborados, los alimentos no elaborados y los bienes industriales, excluida la energía, y los servicios. Se añade la energía sin ajustar, dado que no existe evidencia estadística de su carácter estacional. Los factores estacionales se revisan anualmente o cuando proceda.

CUADRO 2 DE LA SECCIÓN 7.1

DESESTACIONALIZACIÓN DE LA BALANZA POR CUENTA CORRIENTE DE LA BALANZA DE PAGOS

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12-ARIMA o TRAMO-SEATS, dependiendo de las balanzas. En los datos originales de la balanza de bienes, servicios, rentas y transferencias corrientes se realiza un ajuste previo para tener en cuenta efectos de días laborables significativos. El ajuste por días laborables en la balanza de bienes y servicios está corregido por días festivos nacionales. La desestacionalización de ambas balanzas se lleva a cabo utilizando estas series ajustadas previamente. La desestacionalización del total de la balanza por cuenta corriente se realiza agregando las series desestacionalizadas para las balanzas de bienes, servicios, rentas y transferencias corrientes. Los factores estacionales y efectos de calendario se revisan semestralmente o cuando proceda.

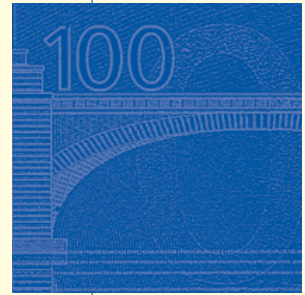
SECCIÓN 7.3

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LAS SERIES TRIMESTRALES Y ANUALES

La tasa de crecimiento interanual para el trimestre t se calcula a partir de las transacciones (F_t) y las posiciones (L_t) trimestrales de la siguiente manera:

$$q) \quad a_t = \left[\prod_{i=t-3}^t \left(1 + \frac{F_i}{L_{i-1}} \right) - 1 \right] \times 100$$

La tasa de crecimiento de las series anuales es igual a la del último trimestre del año.



NOTAS GENERALES

Las estadísticas para la zona del euro en su conjunto se incluyen en la sección «Estadísticas de la zona del euro», del Boletín Mensual. En la sección «Statistics», que figura en la dirección del BCE en Internet (www.ecb.europa.eu), pueden consultarse series de datos más largas y detalladas, así como notas explicativas. Se puede acceder fácilmente a los datos a través de la «Statistical Data Warehouse» (SDW) del BCE (<http://sdw.ecb.europa.eu>), que permite realizar búsquedas y descargas de datos. Entre los servicios disponibles en el apartado «Data services», se encuentran la posibilidad de suscribirse a distintos conjuntos de datos y un repositorio de ficheros comprimidos en formato CSV (*comma separated values*). Puede solicitarse más información a través de statistics@ecb.europa.eu.

Como norma general, la fecha de cierre de las estadísticas incluidas en el Boletín Mensual es el día anterior a la primera reunión mantenida en el mes por el Consejo de Gobierno del BCE. Para esta edición, la fecha de cierre ha sido el 2 de marzo de 2011.

Salvo indicación en contrario, todas las series de datos con observaciones para 2011 se refieren al Euro-17 (es decir, la zona del euro incluida Estonia) para las series temporales completas. En lo que se refiere a los tipos de interés, las estadísticas monetarias, el IAPC y los activos de reserva (y, por motivos de coherencia, los componentes y las contrapartidas de M3 y los componentes del IAPC), las series estadísticas de la zona del euro tienen en cuenta la composición por países de la zona del euro.

La composición de la zona del euro ha cambiado en diversas ocasiones a lo largo de los años. Cuando el euro se introdujo en 1999, la zona del euro estaba integrada por 11 países (el Euro-11): Bélgica, Alemania, Irlanda, España, Francia, Italia, Luxemburgo, Países Bajos, Austria, Portugal y Finlandia. Grecia se incorporó en 2001, dando lugar al Euro-12; Eslovenia en 2007, conformando el Euro-13; Chipre y Malta en 2008, apareciendo el Euro-15; y Eslovaquia en 2009, constituyendo el Euro-16. Por último, Estonia se incorporó en 2011, con lo que el número de países de la zona del euro se elevó a 17.

SERIES DE LA ZONA DEL EURO CON UNA COMPOSICIÓN FIJA

Las series estadísticas agregadas correspondientes a las composiciones fijas de la zona del euro se refieren a una composición fija dada para las series temporales completas, independientemente de la composición existente en el momento al que se refieren las estadísticas. Por ejemplo, las series agregadas se calculan para el Euro-17 (es decir, agregando los datos de los 17 países que integran actualmente la zona del euro) para todos los años, a pesar de que la zona del euro solo ha tenido esa composición desde enero de 2011. Salvo indicación en contrario, en el Boletín Mensual se publican series estadísticas correspondientes a la composición actual.

SERIES DE LA ZONA DEL EURO CON UNA COMPOSICIÓN VARIABLE

Las series estadísticas agregadas con una composición variable tienen en cuenta la composición de la zona del euro en el momento al que se refieren las estadísticas. Por ejemplo, estas series estadísticas agregan los datos del Euro-11 hasta el período que finaliza el 31 de diciembre de 2000, los del Euro-12, desde 2001 hasta el final de 2006, y así sucesivamente. Con este enfoque, cada serie estadística individual incluye las distintas composiciones que ha tenido la zona del euro.

En el caso del IAPC y de los agregados monetarios y sus contrapartidas, las tasas de variación interanual se calculan a partir de índices encadenados, encadenándose las series con los países que se acaban de incorporar a la zona del euro en el dato correspondiente a diciembre. Por lo tanto, si un país se incorpora a la zona del euro en enero de un año dado, las tasas de variación interanual se refieren a la composición anterior de la zona del euro hasta diciembre del año precedente, dicho mes incluido, y, a partir de entonces, a la composición ampliada de la zona del euro. Las variaciones porcentuales se calculan a partir de un índice encadenado, que toma en consideración la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Las variaciones absolutas de los agregados

monetarios y de sus contrapartidas (operaciones) se refieren a la composición de la zona del euro en el momento al que se refieren las estadísticas.

Dado que la composición de la unidad de cuenta europea (ECU) no coincide con las antiguas monedas de los países que han adoptado la moneda única, los importes anteriores a 1999, expresados originalmente en las monedas nacionales participantes y convertidos a ECU al tipo de cambio vigente, resultan afectados por los movimientos de los tipos de cambio de las monedas de los Estados miembros de la UE que no han adoptado el euro. Para evitar este efecto en las estadísticas monetarias, los datos anteriores a 1999¹ se expresan en unidades resultantes de la conversión de las monedas nacionales a los tipos de cambio irrevocables fijados el 31 de diciembre de 1998. Salvo indicación en contrario, las estadísticas de precios y costes anteriores a 1999 se basan en datos expresados en monedas nacionales.

Cuando ha sido necesario, se han utilizado métodos de agregación y de consolidación (incluida la consolidación entre países).

Los últimos datos suelen ser provisionales y pueden ser objeto de revisión. Cabe la posibilidad de que se produzcan discrepancias entre los totales y sus componentes debido al redondeo.

El grupo de «Otros Estados miembros de la UE» comprende Bulgaria, la República Checa, Dinamarca, Letonia, Lituania, Hungría, Polonia, Rumanía, Suecia y Reino Unido.

En la mayoría de las ocasiones, la terminología utilizada en los cuadros sigue estándares internacionales, como los del Sistema Europeo de Cuentas 1995 y los del Manual de Balanza de Pagos del FMI. Las operaciones se refieren a intercambios voluntarios (medidos directamente u obtenidos a partir de otros datos), mientras que los flujos también incluyen los cambios en los saldos vivos debidos a variaciones de precios, de tipo de cambio, saneamientos y otras variaciones.

En los cuadros, «hasta (x) años» quiere decir «inferior o igual a (x) años».

PANORÁMICA GENERAL

La evolución de los principales indicadores de la zona del euro se resume en un cuadro general.

ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA

En la sección 1.4 se recogen estadísticas de reservas mínimas y de liquidez. Los períodos de mantenimiento de reservas comienzan todos los meses el día en que se liquida la operación principal de financiación (OPF) posterior a la reunión del Consejo de Gobierno en la que esté previsto efectuar la valoración de la orientación de la política monetaria y terminan el día anterior a la fecha de liquidación correspondiente del mes siguiente. Los datos anuales y trimestrales se refieren a las medias del último período de mantenimiento del año/trimestre.

En el cuadro 1 de la sección 1.4 figuran los componentes de la base de reservas de las entidades de crédito sujetas a reservas mínimas. Los pasivos frente a otras entidades de crédito sujetas al sistema de reservas mínimas del SEBC, el BCE y los bancos centrales nacionales participantes quedan excluidos de la base de reservas. Cuando una entidad de crédito no pueda justificar el importe de sus emisiones de valores distintos de acciones hasta dos años mantenidos por las instituciones mencionadas, puede deducirse un determinado porcentaje de estos pasivos de su base de reservas. El porcentaje utilizado para calcular la base de reservas fue del 10% hasta noviembre de 1999 y del 30% a partir de esa fecha.

El cuadro 2 de la sección 1.4 contiene los datos medios de períodos de mantenimiento completos. En primer lugar, el importe de las reservas obligatorias de cada entidad de crédito se calcula aplicando los coeficientes de reservas de las categorías de pasivos correspondientes a los pasivos computables, utilizando los datos del balance a fin de cada mes. Poste-

¹ Las estadísticas monetarias de las secciones 2.1 a 2.8 para los períodos anteriores a enero de 1999 pueden consultarse en la dirección del BCE en Internet (<http://www.ecb.europa.eu/stats/services/downloads/html/index.en.html>) y en la SDW (<http://sdw.ecb.europa.eu/browse.do?node=2018811>).

riormente, cada entidad de crédito deduce de esta cifra una franquicia de 100.000 euros. Las reservas mínimas resultantes se agregan a nivel de la zona del euro (columna 1). Los saldos en cuentas corrientes (columna 2) son los saldos diarios medios agregados de las entidades de crédito, incluidos aquellos que sirven para cumplir las reservas mínimas. El exceso de reservas (columna 3) corresponde a los saldos medios en cuentas corrientes durante el período de mantenimiento que exceden las reservas obligatorias. Los incumplimientos (columna 4) son los saldos medios en cuentas corrientes durante el período de mantenimiento inferiores a las reservas obligatorias, calculados sobre la base de aquellas entidades de crédito que no han cumplido con las exigencias de reservas. El tipo de interés de las reservas mínimas (columna 5) es igual a la media, durante el período de mantenimiento, del tipo aplicado por el BCE (ponderado según el número de días naturales) a las OPF del Eurosistema (véase sección 1.3).

El cuadro 3 de la sección 1.4 muestra la liquidez del sistema bancario, que se define como los saldos en cuentas corrientes de las entidades de crédito de la zona del euro con el Eurosistema, en euros. Todos los importes se obtienen a partir del estado financiero consolidado del Eurosistema. Las otras operaciones de absorción de liquidez (columna 7) excluyen la emisión de certificados de deuda iniciada por los BCN en la segunda fase de la UEM. El saldo de otros factores (columna 10) representa las partidas restantes, en cifras netas, del estado financiero consolidado del Eurosistema. Las cuentas corrientes de entidades de crédito (columna 11) equivalen a la diferencia entre la suma de los factores de inyección de liquidez (columnas 1 a 5) y la suma de los factores de absorción de liquidez (columnas 6 a 10). La base monetaria (columna 12) se calcula como la suma de la facilidad de depósito (columna 6), los billetes en circulación (columna 8) y los saldos en cuentas corrientes de las entidades de crédito (columna 11).

DINERO, SISTEMA BANCARIO Y FONDOS DE INVERSIÓN

En la sección 2.1 se presenta el balance agregado del sector de las instituciones financieras moneta-

rias, es decir, la suma de los balances armonizados de todas las IFM residentes en la zona del euro. Las IFM comprenden bancos centrales, entidades de crédito definidas según el derecho comunitario, fondos del mercado monetario y otras entidades cuyo negocio es recibir depósitos y/o sustitutos próximos de los depósitos de entidades distintas de IFM y, por cuenta propia (al menos, en términos económicos), otorgar créditos y/o realizar inversiones en valores. En la dirección del BCE en Internet se publica una lista completa de las IFM.

La sección 2.2 recoge el balance consolidado del sector IFM, obtenido de la compensación de las posiciones del balance agregado de las IFM de la zona del euro. Debido a ligeras diferencias en las prácticas de registro, la suma de posiciones de las distintas IFM no es necesariamente cero; el saldo aparece en la columna 10 del pasivo de la sección 2.2. En la sección 2.3 figuran los agregados monetarios de la zona del euro y sus contrapartidas, que se obtienen del balance consolidado de las IFM y que incluyen posiciones de no IFM residentes en la zona del euro mantenidas en IFM residentes en la zona y también algunos activos/pasivos monetarios de la Administración Central. Las series estadísticas relativas a los agregados monetarios y a las contrapartidas están ajustadas de efectos estacionales y de calendario. En la partida otros pasivos frente a no residentes de las secciones 2.1 y 2.2 figuran las tenencias en poder de no residentes en la zona del euro de: (i) participaciones emitidas por fondos del mercado monetario radicados en la zona del euro, y (ii) valores distintos de acciones hasta dos años emitidos por IFM de la zona. Sin embargo, en la sección 2.3 los agregados monetarios excluyen estas tenencias, que contribuyen a la rúbrica «activos netos frente a no residentes».

La sección 2.4 ofrece un análisis de los préstamos concedidos por IFM distintas del Eurosistema residentes en la zona del euro (es decir, el sistema bancario) por sector, finalidad y plazo inicial. En la sección 2.5 se presenta un análisis de los depósitos mantenidos en el sistema bancario de la zona del euro por sector e instrumento. En la sección

2.6 figuran los valores mantenidos por el sistema bancario de la zona del euro por tipo de emisor.

Las secciones 2.2 a 2.6 recogen los datos de operaciones obtenidos a partir de las diferencias en los saldos ajustados por reclasificaciones, revalorizaciones, variaciones de tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones. La sección 2.7 incluye algunas revalorizaciones utilizadas en el cálculo de las operaciones. Las secciones 2.2 a 2.6 presentan también las tasas de crecimiento basadas en las operaciones, en términos de variaciones interanuales. En la sección 2.8 se muestra un detalle trimestral, por monedas, de algunas partidas del balance de las IFM.

En la tercera edición del manual «Monetary financial institutions and markets statistics sector manual – Guidance for the statistical classification of customers» (BCE, marzo de 2007) se detallan las definiciones de los sectores. En la publicación «Guidance Notes to Regulation ECB/2001/13 on MFI Balance Sheet Statistics» (BCE, noviembre de 2002) se explican las prácticas que se recomienda seguir a los BCN. A partir del 1 de enero de 1999, la información estadística se recopiló de conformidad con diversos Reglamentos del BCE sobre el balance del sector de instituciones financieras monetarias. A partir de julio de 2010 se recopila de conformidad con el Reglamento BCE/2008/32².

De acuerdo con este Reglamento, la rúbrica del balance «instrumentos del mercado monetario» queda englobada en la rúbrica «valores distintos de acciones», tanto en el activo como en el pasivo del balance de las IFM.

En la sección 2.9 figuran los saldos vivos y las operaciones registradas en el balance de los fondos de inversión de la zona del euro (distintos de los fondos del mercado monetario, que se incluyen en las estadísticas del balance de las IFM). Un fondo de inversión es una institución de inversión colectiva que invierte el capital obtenido del público en activos financieros o no financieros. En la dirección del BCE en Internet se publica una lista completa de los fondos de inversión de la zona del euro. El ba-

lance es agregado, de tal modo que los activos de los fondos de inversión incluyen sus participaciones en otros fondos de inversión. Las participaciones de los fondos de inversión también se detallan por política de inversión [es decir, fondos de renta fija, fondos de renta variable, fondos mixtos, fondos inmobiliarios; fondos de inversión libre (*hedge fund*) y otros fondos] y por tipo de fondo (es decir, fondos de inversión de capital variable y de capital fijo). En la sección 2.10 se presenta más información sobre los principales tipos de activos mantenidos por los fondos de inversión de la zona del euro. En esta sección se incluye el detalle geográfico de los emisores de los valores mantenidos por los fondos de inversión, desagregados por sector económico cuando son residentes en la zona del euro.

En el «Manual on investment fund statistics» figura más información sobre estas estadísticas de fondos de inversión. Desde diciembre de 2008, la información estadística armonizada se recopila con arreglo al Reglamento BCE/2007/8 relativo a las estadísticas sobre activos y pasivos de fondos de inversión.

CUENTAS DE LA ZONA DEL EURO

En la sección 3.1 se presentan datos relativos a las cuentas trimestrales integradas de la zona del euro, que ofrecen información completa sobre la actividad económica de los hogares (incluidas las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares), las sociedades no financieras, las instituciones financieras y las Administraciones Públicas, y sobre la interacción entre estos sectores y la zona del euro y el resto del mundo. Los datos no desestacionalizados sobre precios corrientes corresponden al último trimestre disponible, siguiendo una secuencia simplificada de cuentas, de conformidad con el marco metodológico del Sistema Europeo de Cuentas 1995.

Expresado en forma sucinta, la secuencia de cuentas (operaciones) comprende: (1) la cuenta de ex-

2 DO L 15, de 20.01.2009, p. 14.

plotación, que indica cómo se materializan las actividades de producción en diversas categorías de renta; (2) la cuenta de asignación de la renta primaria, que registra los ingresos y gastos relacionados con diversas formas de rentas de la propiedad (para el total de la economía, el saldo contable de la cuenta de renta primaria es la renta nacional); (3) la cuenta de distribución secundaria de la renta, que muestra cómo varía la renta nacional de un sector institucional como consecuencia de las transferencias corrientes; (4) la cuenta de utilización de la renta, que permite observar cómo se distribuye la renta disponible entre consumo y ahorro; (5) la cuenta de capital, que muestra cómo se dedican el ahorro y las transferencias de capital netas a la adquisición de activos no financieros (el saldo contable de la cuenta de capital es la capacidad o necesidad de financiación), y (6) la cuenta financiera, que registra las adquisiciones netas de activos financieros y los pasivos netos contraídos. Como cada operación no financiera tiene su reflejo en una operación financiera, el saldo contable de la cuenta financiera también es igual, conceptualmente, a la capacidad o necesidad de financiación, calculada a partir de la cuenta de capital.

Además, se presentan los balances financieros correspondientes al inicio y al final del período, lo que permite observar la riqueza financiera de cada sector en un momento dado. Finalmente, se incluyen también otras variaciones de los activos financieros y de los pasivos (por ejemplo, las resultantes del impacto de las variaciones de los precios de los activos).

La cobertura por sectores de la cuenta financiera y de los balances financieros es más detallada en el caso de las instituciones financieras, pues presentan el detalle por IFM, otros intermediarios financieros (incluidos los auxiliares financieros) y empresas de seguros y fondos de pensiones.

En la sección 3.2 se presentan los flujos (operaciones) acumulados de cuatro trimestres de las «cuentas no financieras» de la zona del euro [es decir, las cuentas (1) a (5) descritas anteriormente], siguiendo igualmente la secuencia simplificada de cuentas.

En la sección 3.3 se muestran los flujos (operaciones y otras variaciones) acumulados de cuatro trimestres de las cuentas de renta, gasto y acumulación de los hogares, así como los saldos vivos de los balances financieros y no financieros conforme a una presentación más analítica de los datos. Las operaciones específicas de cada sector y los saldos contables se presentan de tal manera que se facilita una descripción más clara de las decisiones de los hogares en materia de financiación e inversión, respetando al mismo tiempo las identidades contables que se presentan en las secciones 3.1 y 3.2.

En la sección 3.4 se muestran los flujos (operaciones) acumulados de cuatro trimestres de las cuentas de renta y acumulación de las sociedades no financieras, así como los saldos vivos del balance financiero, conforme a una presentación más analítica de los datos.

En la sección 3.5 se presentan los flujos financieros (operaciones y otras variaciones) acumulados de cuatro trimestres y los saldos vivos de los balances financieros de las empresas de seguros y los fondos de pensiones.

MERCADOS FINANCIEROS

Las series de estadísticas relativas a los mercados financieros de la zona del euro incluyen los Estados miembros que habían adoptado el euro en la fecha a que hacen referencia (es decir, composición cambiante), salvo las de valores distintos de acciones (secciones 4.1 a 4.4), que se refieren al Euro-16 para toda la serie temporal (es decir, composición fija).

El BCE elabora las estadísticas de valores distintos de acciones y de acciones cotizadas (secciones 4.1 a 4.4) a partir de datos del SEBC y del BPI. En la sección 4.5 se presentan las estadísticas de tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos y a los préstamos denominados en euros recibidos y concedidos a sectores residentes en la zona del euro. El BCE elabora las estadísticas relativas a los tipos de interés del mercado monetario, al rendimiento de la deuda pública a largo plazo y a los

índices bursátiles (secciones 4.6 a 4.8), a partir de la información distribuida a través de las pantallas de las diferentes agencias.

Las estadísticas sobre emisiones de valores incluyen (i) los valores distintos de acciones, excluidos los derivados financieros, y (ii) las acciones cotizadas. Los valores distintos de acciones se presentan en las secciones 4.1, 4.2 y 4.3, y las acciones cotizadas en la sección 4.4. Los valores distintos de acciones se clasifican en valores a corto plazo y valores a largo plazo. «A corto plazo» se refiere a valores con un plazo a la emisión inferior o igual a un año (en casos excepcionales, inferior o igual a dos años). Los valores con (i) un plazo a la emisión superior a un año, (ii) fechas de amortización opcionales, siendo la última superior a un año, o (iii) fecha indefinida de amortización, se clasifican como «a largo plazo». Las emisiones de valores distintos de acciones a largo plazo por residentes en la zona del euro se clasifican a su vez en emisiones a tipo de interés fijo y a tipo de interés variable. En las emisiones a tipo de interés fijo, el cupón no varía a lo largo de la vida de la emisión. Las emisiones a tipo de interés variable comprenden todas las emisiones en las que el cupón vuelve a fijarse periódicamente con referencia a un tipo de interés o índice independiente. Los valores denominados en euros que figuran en las secciones 4.1, 4.2 y 4.3 también incluyen partidas expresadas en las denominaciones nacionales del euro.

En la sección 4.1 figuran los valores distintos de acciones, desagregados por plazo a la emisión, residencia del emisor y moneda. En esta sección se presenta el detalle de los saldos vivos, las emisiones brutas y las emisiones netas de los valores distintos de acciones por (i) emisiones denominadas en euros y en todas las monedas; (ii) emisiones de residentes en la zona del euro y total de emisiones, y (iii) total de valores distintos de acciones y valores distintos de acciones a largo plazo. Las emisiones netas difieren de las variaciones del saldo en circulación debido a cambios de valoración, reclasificaciones y otros ajustes. En esta sección se presentan también estadísticas desestacionalizadas, que incluyen las tasas de crecimiento de seis me-

ses anualizadas y desestacionalizadas para el total de valores distintos de acciones y para los valores distintos de acciones a largo plazo. Los datos desestacionalizados se obtienen a partir del índice de saldos nominales, del que se han eliminado los efectos estacionales. Para más información, véanse las Notas Técnicas.

En la sección 4.2 figura un detalle por sectores de los saldos vivos, de las emisiones brutas y de las emisiones netas de los residentes en la zona del euro que es conforme con el SEC 95. El BCE está incluido en el Eurosistema.

Los saldos vivos totales del total de valores distintos de acciones y de valores distintos de acciones a largo plazo que figuran en la columna 1 del cuadro 1 de la sección 4.2 se corresponden con los datos de saldos del total de valores distintos de acciones y de valores distintos de acciones a largo plazo emitidos por los residentes en la zona del euro que se recogen en la columna 7 de la sección 4.1. Los saldos vivos del total de valores distintos de acciones y de valores distintos de acciones a largo plazo emitidos por las IFM que se presentan en la columna 2 del cuadro 1 de la sección 4.2 son prácticamente comparables con los datos de valores distintos de acciones que aparecen en el pasivo del balance agregado de las IFM, columna 8 del cuadro 2 de la sección 2.1. Las emisiones netas totales del total de valores distintos de acciones que figuran en la columna 1 del cuadro 2 de la sección 4.2 se corresponden con los datos del total de emisiones netas realizadas por residentes en la zona del euro que se recogen en la columna 9 de la sección 4.1. La diferencia residual entre los valores distintos de acciones a largo plazo y el total de valores distintos de acciones a largo plazo emitidos a tipo de interés fijo y a tipo de interés variable que figuran en el cuadro 1 de la sección 4.2 se debe a los bonos de cupón cero y a los efectos de revalorización.

En la sección 4.3 se presentan las tasas de crecimiento, desestacionalizadas y sin desestacionalizar, de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro (detallados por plazo a la emisión, tipo de instrumento, sector

emisor y moneda), basadas en las operaciones financieras que se producen cuando una unidad institucional contrae o cancela pasivos. Por lo tanto, las tasas de crecimiento excluyen las reclasificaciones, las revalorizaciones, las variaciones de tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones. Las tasas de crecimiento desestacionalizadas se han anualizado por motivos de presentación. Para más información, véanse las Notas Técnicas.

En las columnas 1, 4, 6 y 8 del cuadro 1 de la sección 4.4 se recogen los saldos vivos de las acciones cotizadas emitidas por los residentes en la zona del euro por sector emisor. Los datos mensuales de las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras se corresponden con las series trimestrales que aparecen en la sección 3.4 (balance financiero, acciones cotizadas).

En las columnas 3, 5, 7 y 9 del cuadro 1 de la sección 4.4 figuran las tasas de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro (por sector emisor), basadas en las operaciones financieras que se producen cuando un emisor emite acciones o las amortiza por efectivo, excluidas las inversiones en acciones propias. El cálculo de las tasas de crecimiento interanual excluye las reclasificaciones, las revalorizaciones y otros cambios que no se deriven de operaciones.

En la sección 4.5 se presentan las estadísticas de todos los tipos de interés que las IFM residentes en la zona del euro aplican a los depósitos y a los préstamos denominados en euros frente a hogares y sociedades no financieras residentes en la zona. Los tipos de interés aplicados por las IFM de la zona del euro para cada categoría se calculan como media ponderada (por volumen de operaciones correspondiente) de los tipos de interés aplicados en los países de la zona del euro.

Las estadísticas de tipos de interés de las IFM aparecen detalladas por tipo de operación, sector, instrumento y vencimiento, período de preaviso o período inicial de fijación del tipo de interés. Estas estadísticas de tipos de interés sustituyeron a las

diez series estadísticas provisionales relativas a los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito de la zona del euro a su clientela, que se publicaban en el Boletín Mensual desde enero de 1999.

La sección 4.6 presenta los tipos de interés del mercado monetario en la zona del euro, Estados Unidos y Japón. En el caso de la zona del euro se incluye una amplia gama de tipos de interés del mercado monetario, que abarca desde tipos de interés aplicados a los depósitos a un día, hasta los aplicados a los depósitos a doce meses. Con anterioridad a enero de 1999, los tipos de interés sintéticos de la zona del euro se calculaban a partir de los tipos de interés nacionales ponderados por el PIB. Salvo en el caso del tipo de interés a un día antes de enero de 1999, los valores mensuales, trimestrales y anuales son medias del período. Los depósitos a un día están representados por los tipos de oferta de los depósitos interbancarios a fin de período hasta diciembre de 1998 y, posteriormente, por medias del período del índice medio del tipo de interés del euro a un día (EONIA). Desde enero de 1999, los tipos de interés aplicados a los depósitos a uno, tres, seis y doce meses en la zona del euro son tipos de interés de oferta en el mercado interbancario del euro (EURIBOR); hasta esa fecha se aplicaban los tipos de interés de oferta en el mercado interbancario de Londres (LIBOR). En el caso de Estados Unidos y Japón, los tipos de interés de los depósitos a tres meses están representados por el LIBOR.

En la sección 4.7 se presentan los tipos de interés a fin de período estimados a partir de las curvas de tipos nominales al contado basadas en la deuda pública denominada en euros, con calificación AAA, emitida por las Administraciones Centrales de la zona del euro. Las curvas se han estimado utilizando el modelo de Svensson³. Se incluyen también los diferenciales entre los tipos de los bonos con vencimiento a diez años y los de los bonos con vencimiento a tres meses y a dos años. En la dirección <http://www.ecb.europa.eu/stats/money/yc/html/index.en.html> pueden consultarse otras curvas de tipos

³ Véase L. E. Svensson (1994), «Estimating and Interpreting Forward Interest Rates: Sweden 1992-1994», Discussion Paper n.º 1051, Centre for Economic Policy Research.

(publicación diaria, incluidos gráficos y cuadros) y la información metodológica correspondiente. También pueden descargarse datos diarios.

En la sección 4.8 figuran los índices bursátiles de la zona del euro, Estados Unidos y Japón.

PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

La mayoría de los datos presentados en esta sección son elaborados por la Comisión Europea (principalmente, Eurostat) y las autoridades estadísticas nacionales. Los resultados de la zona del euro se obtienen por agregación de los datos de los distintos países. En la medida de lo posible, los datos se han armonizado y son comparables. Las estadísticas relativas a los índices de costes laborales, al PIB y a los componentes del gasto, al valor añadido por ramas de actividad, a la producción industrial, a las ventas del comercio al por menor, a las matriculaciones de automóviles y al empleo en términos de horas trabajadas están ajustadas por días laborables.

El Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) de la zona del euro (cuadro 1 de la sección 5.1), disponible a partir de 1995, se basa en los IAPC nacionales, que siguen la misma metodología en todos los países de la zona del euro. El detalle por componentes de bienes y servicios se obtiene de la Clasificación del Consumo Individual por Finalidad (COICOP/IAPC). El IAPC abarca el gasto monetario en consumo final de los hogares en el territorio económico de la zona del euro. El cuadro incluye los datos desestacionalizados del IAPC y estimaciones experimentales de los precios administrados basadas en el IAPC, elaboradas por el BCE.

Los datos relativos a los precios industriales (cuadro 2 de la sección 5.1), la producción industrial, los nuevos pedidos, la cifra de negocios y las ventas del comercio al por menor (sección 5.2) siguen el Reglamento (CE) nº 1165/98 del Consejo, de 19 de mayo de 1998, sobre las estadísticas coyunturales⁴. Desde enero de 2009, se ha aplicado en la elaboración de las estadísticas coyunturales la no-

menclatura de actividades económicas revisada (NACE Revisión 2) incluida en el Reglamento (CE) nº 1893/2006, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de diciembre de 2006, por el que se establece la nomenclatura estadística de actividades económicas NACE Revisión 2, y por el que se modifican el Reglamento del Consejo (CEE) nº 3037/90 y determinados Reglamentos de la CE sobre aspectos estadísticos específicos⁵. El detalle por destino final de los productos en el caso de los precios industriales y de la producción industrial corresponde a la subdivisión armonizada de la industria, excluida la construcción (NACE Revisión 2, secciones B a E), en grandes sectores industriales definida en el Reglamento (CE) nº 656/2007 de la Comisión, de 14 de junio de 2007⁶. Los precios industriales reflejan los precios de venta en fábrica. Incluyen los impuestos indirectos, excepto el IVA y otros impuestos deducibles. La producción industrial refleja el valor añadido del sector de que se trate.

Los dos índices de precios de las materias primas no energéticas mostrados en el cuadro 3 de la sección 5.1 se elaboran incluyendo la misma cesta de materias primas, pero con dos sistemas de ponderación distintos: uno se basa en las respectivas importaciones de materias primas de la zona del euro (columnas 2 a 4), y el otro (columnas 5 a 7) se basa en la demanda interna estimada, o destino, de la zona del euro, tomando en consideración información sobre las importaciones, las exportaciones y la producción interna de cada materia prima (prescindiendo, por simplicidad, de las existencias, que se supone que son relativamente estables a lo largo del período observado). El índice de precios de las materias primas ponderado por las importaciones es adecuado para analizar el entorno exterior, mientras que el índice ponderado por el destino es apropiado para el fin específico de analizar las presiones de los precios internacionales de las materias primas sobre la inflación de la zona del euro. Los índices de precios de las materias primas ponderados por el destino son datos experimentales. Para más información sobre la compilación de los

4 DO L 162, de 5.6.1998, p. 1.

5 DO L 393, de 30.12.2006, p. 1.

6 DO L 155, de 15.6.2007, p. 3.

índices de precios de las materias primas elaborados por el BCE, véase el recuadro 1 del Boletín Mensual de diciembre de 2008.

Los índices de costes laborales (cuadro 5 de la sección 5.1) miden las variaciones de los costes laborales por hora trabajada en la industria (incluida la construcción) y en los servicios de mercado. La metodología está establecida en el Reglamento (CE) nº 450/2003 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de febrero de 2003, sobre el índice de costes laborales⁷, y en el Reglamento de aplicación (CE) nº 1216/2003 de la Comisión, de 7 de julio de 2003⁸. Se dispone del detalle de los índices de costes laborales de la zona del euro por componentes (sueldos y salarios, cotizaciones sociales a cargo de la empresa, más los impuestos relacionados con el empleo pagados por el empresario, menos las subvenciones recibidas por éste) y por ramas de actividad. El BCE calcula el indicador de salarios negociados (pro memoria del cuadro 3 de la sección 5.1) a partir de datos nacionales no armonizados.

Los componentes de los costes laborales unitarios (cuadro 4 de la sección 5.1), el PIB y sus componentes (cuadros 1 y 2 de la sección 5.2), los deflatores del PIB (cuadro 3 de la sección 5.1) y las estadísticas de empleo (cuadros 1, 2 y 3 de la sección 5.3) se basan en las cuentas nacionales trimestrales SEC 95.

Los nuevos pedidos (cuadro 4 de la sección 5.2) recogen los pedidos recibidos durante el período de referencia en las ramas de actividad que basan su producción principalmente en pedidos, en especial las industrias textil, de pasta de papel y papel, química, de fabricación de productos metálicos, de bienes de equipo y de bienes de consumo duradero. Los datos se calculan a precios corrientes.

Los índices de cifra de negocios en la industria y en el comercio al por menor (cuadro 4 de la sección 5.2) miden la cifra de negocios, incluidos todos los gravámenes e impuestos (a excepción del IVA) del período de referencia. La cifra de negocios del comercio al por menor incluye todo el comercio al por menor (salvo las ventas de automóviles y motocicletas), excepto el combustible para vehículos de motor. Las matriculaciones de auto-

móviles abarcan las matriculaciones de automóviles, tanto privados como de uso comercial.

Los datos cualitativos de las encuestas de opinión (cuadro 5 de la sección 5.2) se basan en las encuestas de la Comisión Europea realizadas a empresas y consumidores.

Las tasas de desempleo (cuadro 4 de la sección 5.3), que se adecuan a las pautas de la Organización Internacional del Trabajo, se refieren a personas que buscan empleo activamente en porcentaje de la población activa y utilizan criterios y definiciones armonizados. Las estimaciones de población activa en las que se basa la tasa de desempleo son distintas de la suma de las cifras de parados y ocupados que figuran en la sección 5.3.

FINANZAS PÚBLICAS

Las secciones 6.1 a 6.5 muestran la situación de las finanzas públicas de la zona del euro. Los datos son, en su mayor parte, consolidados y se basan en la metodología del SEC 95. Los agregados anuales de la zona del euro que figuran en las secciones 6.1 a 6.3 son datos obtenidos por el BCE a partir de los datos armonizados facilitados por los BCN, que se actualizan regularmente. Por tanto, los datos relativos al déficit y a la deuda de los países de la zona del euro pueden diferir de los utilizados por la Comisión Europea en el procedimiento de déficit excesivo. Los agregados trimestrales de la zona del euro que aparecen en las secciones 6.4 y 6.5 son datos obtenidos por el BCE a partir de datos nacionales y de Eurostat.

En la sección 6.1 se presentan los datos anuales sobre los recursos y los empleos de las Administraciones Públicas, basados en las definiciones establecidas en el Reglamento (CE) nº 1500/2000 de la Comisión, de 10 de julio de 2000⁹, que modifica el SEC 95. En la sección 6.2 se ofrecen detalles de la deuda bruta consolidada de las Administraciones Públicas en valor nominal que se ajustan a

7 DO L 69, de 13.3.2003, p. 1.

8 DO L 169, de 8.7.2003, p. 37.

9 DO L 172, de 12.7.2000, p. 3.

las disposiciones del Tratado relativas al procedimiento de déficit excesivo. Las secciones 6.1 y 6.2 incluyen un resumen de datos correspondiente a cada uno de los países de la zona del euro, debido a su importancia en el marco del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Los déficits y los superávits de cada país de la zona del euro se corresponden con el código B.9, tal y como se define en el Reglamento (CE) n° 479/2009 del Consejo, por lo que respecta a las referencias al SEC 95. La sección 6.3 presenta las variaciones de la deuda de las Administraciones Públicas. La diferencia entre las variaciones de la deuda y el déficit —el ajuste entre déficit y deuda— se explica, fundamentalmente, por las operaciones de las Administraciones Públicas con activos financieros y por los efectos de tipo de cambio. En la sección 6.4 se presentan los datos trimestrales sobre los recursos y los empleos de las Administraciones Públicas, basados en las definiciones establecidas en el Reglamento (CE) n° 1221/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 10 de junio de 2002, sobre cuentas no financieras trimestrales de las Administraciones Públicas¹⁰. En la sección 6.5 se presentan datos trimestrales sobre la deuda pública bruta consolidada, el ajuste entre déficit y deuda y la necesidad de financiación del Estado. Estas cifras se han recopilado a partir de datos facilitados por los Estados miembros, de conformidad con el Reglamento (CE) n° 501/2004 y el Reglamento (CE) n° 1222/2004, y de datos proporcionados por los BCN.

TRANSACCIONES Y POSICIONES FRENTE AL EXTERIOR

Los conceptos y definiciones utilizados en las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional (PII) (secciones 7.1 a 7.4) se ajustan, en general, a lo establecido en la quinta edición del Manual de Balanza de Pagos del FMI (octubre de 1993), así como a la Orientación del BCE de 16 de julio de 2004 sobre las exigencias de información estadística del BCE (BCE/2004/15)¹¹, modificada por la Orientación del BCE de 31 de mayo de 2007 (BCE/2007/3)¹². En la publicación del BCE titulada «European Union balance of payments/international investment position statistical methods»

(mayo de 2007), y en los informes de los grupos de trabajo sobre sistemas de recopilación de inversiones de cartera (junio de 2002), renta de inversiones de cartera (agosto de 2003) e inversión exterior directa (marzo de 2004), que pueden descargarse del sitio web del BCE, se encuentra información adicional sobre las metodologías y los recursos utilizados en las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional de la zona del euro. Por otra parte, en el sitio web del Comité de Estadísticas Monetarias, Financieras y de Balanza de Pagos (www.cmfb.org) se puede consultar un informe del grupo de trabajo del BCE y la Comisión Europea (Eurostat) sobre la calidad de las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional (junio de 2004). En la dirección del BCE en Internet puede consultarse el informe anual sobre la calidad de las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional de la zona del euro, elaborado de conformidad con las recomendaciones del grupo de trabajo y con los principios básicos del «ECB Statistics Quality Framework», publicado en abril de 2008.

Los cuadros de las secciones 7.1 y 7.4 siguen las convenciones de signos del Manual de Balanza de Pagos del FMI, es decir, los superávits de la balanza por cuenta corriente y por cuenta de capital se presentan con un signo positivo, mientras que, en la cuenta financiera, el signo positivo indica un incremento de los pasivos o una disminución de los activos. En los cuadros de la sección 7.2, los ingresos y los pagos se presentan con un signo positivo. Además, a partir del Boletín Mensual de febrero de 2008, los cuadros de la sección 7.3 se han reestructurado con el fin de presentar conjuntamente datos de balanza de pagos, de posición de inversión internacional y de las tasas de crecimiento relacionadas; en los nuevos cuadros, las operaciones de activos y pasivos que corresponden a incrementos en las posiciones figuran con un signo positivo.

La balanza de pagos de la zona del euro es elaborada por el BCE. Los datos mensuales más recientes deben considerarse provisionales. Estos datos

10 DO L 179, de 9.7.2002, p. 1.

11 DO L 354, de 30.11.2004, p. 34.

12 DO L 159, de 20.6.2007, p. 48.

se revisan al llevar a cabo la actualización para el mes siguiente y al publicarse los datos trimestrales detallados de la balanza de pagos. Los datos anteriores se revisan periódicamente o al producirse cambios metodológicos en la compilación de los datos originales.

En el cuadro 1 de la sección 7.2 se presentan también datos desestacionalizados de la balanza por cuenta corriente. Cuando procede, los datos también se ajustan por días laborables, años bisiestos y Semana Santa. El cuadro 3 de la sección 7.2 y el cuadro 9 de la sección 7.3 presentan una desagregación de la balanza de pagos y de la posición de inversión internacional de la zona del euro frente a los principales socios comerciales, individualmente o por grupos, distinguiendo entre Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y países o áreas fuera de la Unión Europea. La citada desagregación muestra también las transacciones y las posiciones frente a instituciones de la UE (que, salvo el BCE, se consideran no residentes en la zona a efectos estadísticos, con independencia de dónde estén ubicados) y, en ciertos casos, también frente a centros financieros extraterritoriales y a organizaciones internacionales. La desagregación no incluye las transacciones ni las posiciones de pasivos de inversiones de cartera, derivados financieros o reservas internacionales. Además, no se proporcionan datos por separado sobre las rentas de la inversión pendientes de pago a Brasil, China continental, India o Rusia. El detalle geográfico se describe en el artículo titulado «Balanza de pagos y posición de inversión internacional de la zona del euro frente a las principales contrapartes», publicado en el Boletín Mensual de febrero de 2005.

Los datos de la balanza por cuenta financiera y de la PII de la zona del euro que aparecen en la sección 7.3 se elaboran en función de las transacciones y las posiciones frente a no residentes en la zona del euro, considerando la zona del euro como una entidad económica única (véanse también el recuadro 9 del Boletín Mensual de diciembre de 2002, el recuadro 5 del Boletín Mensual de enero de 2007, y el recuadro 6 del Boletín Mensual de enero de 2008). La PII se valora a precios corrientes de mercado, con la ex-

cepción de la inversión directa, en la que se utiliza el valor contable para las acciones no cotizadas y otras inversiones (como, por ejemplo, préstamos y depósitos). Los datos trimestrales sobre la posición de inversión internacional se compilan utilizando el mismo enfoque metodológico que en los datos anuales. Dado que algunos datos no están disponibles con periodicidad trimestral (o lo están con retraso), la PII trimestral se estima parcialmente a partir de las transacciones financieras, de los precios de los activos y de la evolución del tipo de cambio.

El cuadro 1 de la sección 7.3 resume la PII y las transacciones financieras de la balanza de pagos de la zona del euro. El detalle de las variaciones de la PII anual se obtiene aplicando un modelo estadístico a las modificaciones de la posición de inversión internacional no atribuibles a transacciones en el que se utiliza información procedente de la desagregación geográfica y la composición por monedas de los activos y pasivos, así como de los índices de precios de diferentes activos financieros. Las columnas 5 y 6 de ese cuadro se refieren a la inversión directa por residentes en el extranjero y a la inversión directa por parte de no residentes en la zona del euro.

En el cuadro 5 de la sección 7.3, el detalle de «préstamos» y «efectivo y depósitos» se basa en el sector de entidades de contrapartida no residentes, es decir, los activos frente a entidades de crédito no residentes se clasifican como depósitos, mientras que los activos frente a otros sectores no residentes se clasifican como préstamos. Este detalle mantiene la distinción efectuada en otras estadísticas, como las del balance consolidado de las IFM, y es acorde con el Manual de Balanza de Pagos del FMI.

En el cuadro 7 de la sección 7.3 se recogen los saldos vivos de las reservas internacionales del Euro-sistema y de otros activos y pasivos relacionados con los anteriores. Estos datos no son totalmente comparables con los del estado financiero semanal del Eurosistema, debido a diferencias de cobertura y de valoración. Los datos que figuran en el cuadro 7 siguen las recomendaciones de la presentación de las reservas internacionales y la liquidez en moneda extranjera. Por definición, los activos

incluidos en las reservas internacionales del Eurosistema tienen en cuenta la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Antes de que los países se incorporen a la zona del euro, los activos de sus bancos centrales nacionales se incluyen en las inversiones de cartera (en el caso de los valores) o de otras inversiones (en el caso de otros activos). Las variaciones en las tenencias de oro del Eurosistema (columna 3) se deben a operaciones en oro efectuadas en los términos del Acuerdo sobre el Oro de los Bancos Centrales, de 26 de septiembre de 1999, actualizado el 27 de septiembre de 2009. En la dirección del BCE en Internet puede consultarse y descargarse una publicación titulada «Statistical treatment of the Eurosystem's international reserves» (octubre de 2000), con más información sobre el tratamiento estadístico de las reservas internacionales del Eurosistema. En esta dirección también figuran datos más exhaustivos, acordes con la presentación de las reservas internacionales y la liquidez en moneda extranjera.

Las estadísticas relativas a la deuda externa bruta de la zona del euro que figuran en el cuadro 8 de la sección 7.3 representan los pasivos en circulación (excluidos los pasivos contingentes) frente a residentes en la zona del euro que exigen el pago del principal o de los intereses por parte del deudor en algún momento o momentos futuros. En el cuadro 8 se presenta la deuda externa bruta desagregada por instrumentos y por sectores institucionales.

En la sección 7.4 figura una presentación monetaria de la balanza de pagos de la zona del euro, en la que se muestran las operaciones de las instituciones distintas de IFM como contrapartida de las operaciones exteriores netas de las IFM. En las operaciones de las instituciones distintas de IFM se incluyen las transacciones de balanza de pagos para las que no se dispone de detalle por sectores, es decir, las cuentas corriente y de capital (columna 2) y los derivados financieros (columna 1). En la sección «Statistics» de la dirección del BCE en Internet puede consultarse una nota metodológica actualizada sobre la presentación monetaria de la balanza de pagos de la zona del euro. Véase también el recuadro 1 del Boletín Mensual de junio de 2003.

En la sección 7.5 se recogen datos sobre el comercio exterior de bienes de la zona del euro, cuya fuente es Eurostat. Los índices de comercio en términos nominales y en términos reales están desestacionalizados y ajustados por días laborables. El detalle por grupos de productos que figura en las columnas 4 a 6 y 9 a 11 del cuadro 1 de la sección 7.5 sigue la Clasificación por destino económico de los bienes y se corresponde con las categorías básicas de bienes del Sistema de Cuentas Nacionales. Las manufacturas (columnas 7 y 12) y el petróleo (columna 13) se detallan conforme a las definiciones de la CUCI Rev. 4. El detalle por área geográfica (cuadro 3 de la sección 7.5) presenta los principales socios comerciales, individualmente o por grupos regionales. Los datos de China no incluyen Hong Kong. Al existir diferencias en las definiciones, clasificaciones, cobertura y momento de registro, los datos de comercio exterior, en particular las importaciones, no son totalmente comparables con la rúbrica de bienes de las estadísticas de balanza de pagos (secciones 7.1 y 7.2). Parte de la diferencia tiene su origen en que los seguros y los fletes están incluidos en la rúbrica de importaciones de bienes de los datos de comercio exterior.

Los precios industriales de importación y de exportación (o precios de producción en el mercado no interior) que figuran en el cuadro 2 de la sección 7.5 fueron introducidos por el Reglamento (CE) nº 1158/2005 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 6 de julio de 2005, por el que se modifica el Reglamento (CE) nº 1165/98 del Consejo, que es la principal base legal para las estadísticas coyunturales. El índice de precios industriales de importación incluye los productos industriales importados de países de fuera de la zona del euro tal como se definen en las secciones B a E de la Clasificación estadística de productos por actividades en la Comunidad Económica Europea (CPA) y todos los sectores institucionales importadores, salvo los hogares, los Gobiernos y las instituciones sin fines de lucro. Este índice refleja el precio CIF (coste, seguro y fletes), excluidos los impuestos a las importaciones, y se refiere a las operaciones reales en euros registradas en el punto donde se transfiere la propiedad de los bienes. Los precios industriales de exportación inclu-

yen todos los productos industriales exportados directamente por los productores de la zona del euro a mercados de fuera de la zona, en el ámbito de las secciones B a E de la NACE, Revisión 2. No están incluidas las exportaciones de los mayoristas ni las reexportaciones. Los índices reflejan el precio FOB (franco a bordo) expresado en euros y calculado en las fronteras de la zona del euro, e incluyen todos los impuestos indirectos, salvo el IVA, y otros impuestos deducibles. Se dispone de los precios industriales de importación y de exportación por grandes sectores industriales, según se definen en el Reglamento (CE) n.º 656/2007 de la Comisión, de 14 de junio de 2007. Para más información, véase el recuadro 11 del Boletín Mensual de diciembre de 2008.

TIPOS DE CAMBIO

En la sección 8.1 se presentan los índices de tipos de cambio efectivos nominales y reales del euro, calculados por el BCE sobre la base de las medias ponderadas de los tipos de cambio bilaterales del euro frente a las monedas de algunos socios comerciales de la zona del euro. Una variación positiva indica una apreciación del euro. Las ponderaciones se basan en el comercio de manufacturas con los socios comerciales de la zona correspondiente a los años 1995-1997, 1998-2000, 2001-2003 y 2004-2006, y captan los efectos de terceros mercados. Los índices de tipos de cambio efectivos se obtienen encadenando los indicadores basados en cada uno de esos cuatro conjuntos de ponderaciones al final de cada período de tres años. El período base del TCE resultante es el primer trimestre de 1999. El grupo de socios comerciales TCE-20 está integrado por los 10 Estados miembros de la UE que no pertenecen a la zona

del euro, más Australia, Canadá, China, Corea del Sur, Estados Unidos, Hong Kong, Japón, Noruega, Singapur y Suiza. El grupo TCE-40 incluye, además de los del TCE-20, los siguientes países: Argelia, Argentina, Brasil, Chile, Croacia, Filipinas, India, Indonesia, Islandia, Israel, Malasia, Marruecos, México, Nueva Zelanda, Rusia, Sudáfrica, Tailandia, Taiwán, Turquía y Venezuela. Los tipos de cambio efectivos reales se calculan utilizando los índices de precios de consumo, los índices de precios industriales, los deflatores del producto interior bruto, los costes laborales unitarios de las manufacturas y los costes laborales unitarios del total de la economía.

Para más información sobre el cálculo de los tipos de cambio efectivos, véanse la nota metodológica pertinente y el Occasional Paper n.º 2 del BCE («The effective exchange rate of the euro»), de Luca Buldorini, Stelios Makrydakis y Christian Thimann (febrero de 2002), que puede descargarse de la dirección del BCE en Internet.

Los tipos de cambio bilaterales que figuran en la sección 8.2 son medias mensuales de los publicados diariamente como tipos de referencia para estas monedas.

EVOLUCIÓN FUERA DE LA ZONA DEL EURO

Las estadísticas correspondientes a otros Estados miembros de la UE (sección 9.1) se basan en los mismos principios que los datos relativos a la zona del euro. Como resultado, los datos sobre las cuentas corriente y de capital y sobre la deuda externa bruta incluyen los fondos de titulización. Los datos de Estados Unidos y Japón que figuran en la sección 9.2 se obtienen de fuentes nacionales.

ANEXOS

CRONOLOGÍA DE MEDIDAS DE POLÍTICA MONETARIA DEL EUROSISTEMA¹



15 DE ENERO DE 2009

El Consejo de Gobierno del BCE decide reducir el tipo de interés aplicable a las operaciones principales de financiación en 50 puntos básicos, hasta situarlo en el 2%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 21 de enero de 2009. Asimismo, decide que los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se sitúen en el 3% y el 1%, respectivamente, con efectos a partir del 21 de enero del 2009, de conformidad con la decisión adoptada el 18 de diciembre de 2008.

5 DE FEBRERO DE 2009

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2%, 3% y 1%, respectivamente.

5 DE MARZO DE 2009

El Consejo de Gobierno del BCE decide reducir el tipo de interés aplicable a las operaciones principales de financiación en 50 puntos básicos, hasta situarlo en el 1,5%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 11 de marzo de 2009. Asimismo, decide que los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se sitúen en el 2,5% y el 0,5%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 11 de marzo de 2009.

Además, el Consejo de Gobierno decide mantener el procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena para todas las operaciones principales de financiación, las operaciones de financiación a plazo especial y las operaciones de financiación a plazo más largo ordinarias y complementarias durante el tiempo que sea necesario, y, en cualquier caso, hasta después del final de 2009. Asimismo, el Consejo de Gobierno decide mantener el actual perfil de fre-

cuencia y de vencimiento de las operaciones de financiación a plazo más largo complementarias y de las operaciones de financiación a plazo especial durante el tiempo que sea necesario, y, en cualquier caso, hasta después de final de 2009.

2 DE ABRIL DE 2009

El Consejo de Gobierno del BCE decide reducir el tipo de interés aplicable a las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 1,25%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 8 de abril de 2009. Asimismo, decide que los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se sitúen en el 2,25% y el 0,25%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 8 de abril de 2009.

7 DE MAYO DE 2009

El Consejo de Gobierno del BCE decide reducir el tipo de interés aplicable a las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 1%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 13 de mayo de 2009. Asimismo, decide reducir el tipo de interés de la facilidad marginal de crédito en 50 puntos básicos, hasta el 1,75%, con efectos a partir del 13 de mayo de 2009, y que el tipo de interés de la facilidad de depósito se mantenga sin cambios en el 0,25%. Además, el Consejo de Gobierno del BCE decide seguir con su política de apoyo al crédito y acuerda, en particular, que el Eurosistema realizará operaciones de financiación a plazo más largo con vencimiento a un año aplicando un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena. Asimismo, decide, en principio, que el Eurosistema adquirirá instrumentos de renta fija tipo *Pfandbrief* denominados en euros y emitidos en la zona del euro.

¹ La cronología de las medidas de política monetaria adoptadas por el Eurosistema entre 1999 y 2008 puede consultarse en el Informe Anual del BCE de los respectivos años.

4 DE JUNIO DE 2009

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1%, 1,75% y 0,25%, respectivamente. Asimismo, el Consejo de Gobierno del BCE decide sobre detalles técnicos relacionados con la compra de instrumentos de renta fija tipo *Pfandbrief* denominados en euros y emitidos en la zona del euro acordada el 7 de mayo de 2009.

2 DE JULIO, 6 DE AGOSTO, 3 DE SEPTIEMBRE, 8 DE OCTUBRE Y 5 DE NOVIEMBRE DE 2009

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1%, 1,75% y 0,25%, respectivamente.

3 DE DICIEMBRE DE 2009

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1%, 1,75% y 0,25%, respectivamente. También acuerda los detalles relativos a los procedimientos y las modalidades de subasta que se han de aplicar en sus operaciones de financiación hasta el 13 de abril de 2010.

14 DE ENERO Y 4 DE FEBRERO DE 2010

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1%, 1,75% y 0,25%, respectivamente.

4 DE MARZO DE 2010

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1%, 1,75% y 0,25%, respectivamente. También acuerda los detalles relativos a los procedimientos y las modalidades de subasta que se han de aplicar en sus operaciones de financiación hasta el 12 de octubre de 2010, que incluye la vuelta a los procedimientos de subasta a tipo de interés variable en las operaciones de financiación a plazo más largo a tres meses a partir de la operación que se adjudicará el 28 de abril de 2010.

8 DE ABRIL Y 6 DE MAYO DE 2010

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1%, 1,75% y 0,25%, respectivamente.

10 DE MAYO DE 2010

El Consejo de Gobierno del BCE adopta varias medidas para hacer frente a las tensiones existentes en los mercados financieros. En particular, lleva a cabo intervenciones en los mercados de renta fija pública y privada de la zona del euro (Programa para los Mercados de Valores) y adopta un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena en las operaciones regulares de financiación a plazo más largo a tres meses que se lleven a cabo en mayo y junio de 2010.

10 DE JUNIO DE 2010

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1%, 1,75% y 0,25%, respectivamente. Además, decide adoptar un procedimiento

de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena en las operaciones regulares de financiación regulares a plazo más largo a tres meses que se adjudicarán en el tercer trimestre de 2010.

8 DE JULIO Y 5 DE AGOSTO DE 2010

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1%, 1,75% y 0,25%, respectivamente.

2 DE SEPTIEMBRE DE 2010

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1%, 1,75% y 0,25%, respectivamente. También acuerda los detalles relativos a los procedimientos y las modalidades de subasta que se han de aplicar en sus operaciones de financiación hasta el 11 de enero de 2011, sobre todo la adopción de un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena en las operaciones de financiación a plazo más largo a tres meses.

7 DE OCTUBRE Y 4 DE NOVIEMBRE DE 2010

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1%, 1,75% y 0,25%, respectivamente.

2 DE DICIEMBRE DE 2010

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1%, 1,75% y 0,25%, respectivamente. Asimismo acuerda los detalles relativos a las modalidades y los procedimientos de subasta que se aplicarán en sus operaciones de financiación hasta el 12 de abril de 2011, que seguirán ejecutándose mediante subastas a tipo de interés fijo con adjudicación plena.

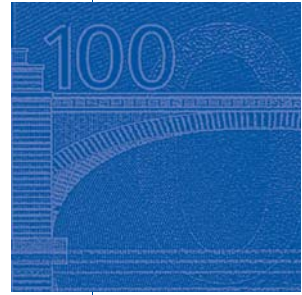
13 DE ENERO Y 3 DE FEBRERO DE 2011

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1%, 1,75% y 0,25%, respectivamente.

3 DE MARZO DE 2011

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1%, 1,75% y 0,25%, respectivamente. También acuerda los detalles relativos a los procedimientos y las modalidades de subasta que se han de aplicar en sus operaciones de financiación hasta el 12 de julio de 2011, en concreto, continuar aplicando procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena.





EL SISTEMA TARGET (SISTEMA AUTOMATIZADO TRANSEUROPEO DE TRANSFERENCIA URGENTE PARA LA LIQUIDACIÓN BRUTA EN TIEMPO REAL)

TARGET2¹ desempeña un papel fundamental para promover la integración del mercado monetario de la zona del euro, condición indispensable para la ejecución eficaz de la política monetaria única. El sistema contribuye además a la integración de los mercados financieros de la zona. Más de 4.400 entidades de crédito, así como 22 bancos centrales nacionales, usan TARGET2 para procesar pagos por cuenta propia o de sus clientes. Si se tienen en cuenta las sucursales y filiales, a través de TARGET2 puede accederse a más de 50.000 entidades de crédito (y a todos sus clientes) en todo el mundo.

TARGET2 se utiliza para procesar grandes pagos en los que el factor tiempo es un elemento crítico, como los que se efectúan para facilitar la liquidación en otros sistemas interbancarios de transferencia de fondos (por ejemplo, el sistema CLS o EURO1), y para la liquidación de las operaciones del mercado monetario, así como las operaciones en divisas y con valores. El sistema se utiliza también para los pequeños pagos de clientes. TARGET2 proporciona firmeza intradía para las transacciones y permite que los fondos abonados en la cuenta de un participante estén disponibles inmediatamente para efectuar otros pagos.

FLUJOS DE PAGOS DE TARGET2

En el cuarto trimestre de 2010, TARGET2 procesó 22.790.133 operaciones, por un importe total de 150.795 mm de euros, lo que representa una media diaria de 345.305 pagos, por un importe de 2.285 mm de euros. El día de máxima actividad de TARGET2 durante el trimestre fue el 29 de octubre, fecha en que se procesaron 467.101 pagos.

Con una cuota de mercado del 60% en lo que respecta al número de operaciones y del 91% en cuanto al importe, TARGET2 mantuvo su posición dominante entre los sistemas de grandes pagos en euros. La estabilidad de la cuota de mercado de TARGET2 confirma que las entidades de crédito tienen gran interés en realizar la liquidación en dinero de banco central, especialmente en épocas de turbulencias en los mercados. La pro-

porción media de pagos interbancarios fue del 41% en lo que se refiere al número de operaciones y del 94% en cuanto al importe. El importe medio de un pago interbancario fue de 15,1 millones de euros, y el de un pago de clientes fue de 0,7 millones de euros. Por tramos de importes, el 66% de los pagos se realizó por importes inferiores a 50.000 euros, mientras que el 11% fue superior a un millón de euros. La media diaria de pagos por un importe superior a mil millones de euros se situó en 255 operaciones.

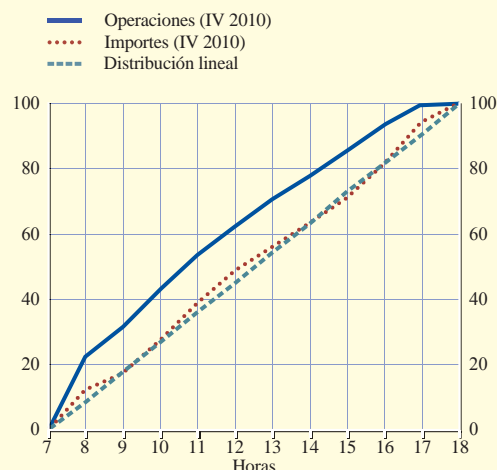
PERFIL INTRADÍA DE LAS OPERACIONES Y LOS IMPORTES

El gráfico muestra la distribución intradía de la actividad de TARGET2, es decir, el porcentaje de operaciones e importes diarios procesados en las diferentes horas del día, para el cuarto trimestre de 2010. Por lo que se refiere al porcentaje de operaciones, la curva se sitúa muy por encima de la

1 TARGET2 es la segunda generación de TARGET, que entró en funcionamiento en 2007.

Perfil intradía

(porcentajes)



distribución lineal, con un 71% de las operaciones ya procesado a las 13.00 h., hora central europea, y con el 99,6% liquidado una hora antes del cierre de TARGET2. En cuanto a los importes, la curva se aproxima mucho a la distribución lineal, con un 56% del importe total negociado en TARGET2 ya procesado a las 13.00 h., hora central europea, y con el 94% liquidado una hora antes del cierre del sistema. Ello indica que el volumen de operaciones se distribuyó de manera uniforme a lo largo del día y la liquidez circuló de forma apropiada entre los participantes, lo que garantiza un proceso fluido de liquidación de las operaciones de TARGET2.

DISPONIBILIDAD DE TARGET2 Y FUNCIONAMIENTO OPERATIVO

En el cuarto trimestre de 2010, TARGET2 logró una disponibilidad general del 100%. Las incidencias que se consideran para calcular la disponibilidad de TARGET2 son las que impiden completamente que se procesen los pagos durante diez minutos o más. Sin embargo, dos incidencias causaron una reducción del servicio sin afectar a la disponibilidad general (por ejemplo, ralentización). En consecuencia, el 99,98% de todos los pagos se procesó en menos de cinco minutos, por lo que siguieron respondiendo plenamente a los objetivos del sistema.

Cuadro 1 Órdenes de pago procesadas por TARGET2 y EURO1: número de operaciones

(número de pagos)	2009 IV	2010 I	2010 II	2010 III	2010 IV
TARGET2					
Total	23.484.185	21.701.047	22.532.655	21.568.091	22.790.133
Media diaria	361.295	344.461	357.661	326.789	349.305
EURO1 (EBA)					
Total	15.154.195	14.200.046	14.971.067	14.755.175	15.445.811
Media diaria	233.141	225.398	237.636	223.563	230.124

Cuadro 2 Órdenes de pago procesadas por TARGET2 y EURO1: importe de las operaciones

(mm de euros)	2009 IV	2010 I	2010 II	2010 III	2010 IV
TARGET2					
Total	137.942	138.751	153.299	150.349	150.795
Media diaria	2.122	2.202	2.433	2.278	2.285
EURO1 (EBA)					
Total	15.416	15.294	16.152	15.199	15.563
Media diaria	237	243	256	230	241



PUBLICACIONES DEL BANCO CENTRAL EUROPEO

El BCE publica distintos documentos que proporcionan información sobre sus principales actividades: política monetaria, estadísticas, sistemas de pago y de liquidación de valores, estabilidad y supervisión financieras, cooperación internacional y europea y asuntos jurídicos.

PUBLICACIONES ESTATUTARIAS

- Informe Anual
- Informe de Convergencia
- Boletín Mensual

DOCUMENTOS DE INVESTIGACIÓN

- Legal Working Paper Series
- Occasional Paper Series
- Research Bulletin
- Working Paper Series

PUBLICACIONES RELACIONADAS CON LAS FUNCIONES DEL BCE Y OTRAS PUBLICACIONES

- Enhancing monetary analysis
- Financial integration in Europe
- Financial Stability Review
- Statistics Pocket Book
- El Banco Central Europeo: historia, papel y funciones
- The international role of the euro
- La aplicación de la política monetaria en la zona del euro («Documentación General»)
- La política monetaria del BCE
- The payment system

El BCE también publica folletos e información sobre distintos temas, como billetes y monedas en euros, así como actas de seminarios y conferencias.

La lista completa de documentos (en formato pdf) publicados por el BCE y por el Instituto Monetario Europeo, el precursor del BCE de 1994 a 1998, se encuentra en el sitio web del BCE <http://www.ecb.europa.eu/pub/>. Los códigos de idioma indican en qué lengua está disponible cada publicación.

Salvo indicación en contrario, para realizar suscripciones o recibir gratuitamente copia impresa de las publicaciones, siempre que haya existencias, se ruega ponerse en contacto con info@ecb.europa.eu.



GLOSARIO

En este glosario se ofrece la definición de algunas de las expresiones que se utilizan con frecuencia en el Boletín Mensual. Puede consultarse un glosario más completo y detallado en la dirección del BCE en Internet (www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/index.en.html).

Activos de garantía: Activos pignorados o transferidos de algún modo como garantía de devolución de los préstamos, así como activos vendidos como parte de las cesiones temporales. Los activos de garantía utilizados en las operaciones temporales del Eurosistema deben cumplir determinados criterios de selección.

Activos exteriores netos de las IFM: Activos exteriores del sector de las IFM de la zona del euro (como oro, billetes y monedas en moneda extranjera, valores emitidos por no residentes en la zona del euro y préstamos concedidos a no residentes en la zona) menos pasivos exteriores del sector de las IFM de la zona del euro (como depósitos y cesiones temporales de los no residentes en la zona del euro, así como sus participaciones en fondos del mercado monetario y valores distintos de acciones emitidos por las IFM hasta dos años).

Administraciones Públicas: Según la definición del SEC 95, este sector comprende las unidades residentes que se dedican principalmente a la producción de bienes y servicios no de mercado que se destinan al consumo individual o colectivo y/o que efectúan operaciones de redistribución de la renta y de la riqueza nacional. Incluye las Administraciones central, regional y local, así como las Administraciones de Seguridad Social, quedando excluidas las entidades de titularidad pública que lleven a cabo operaciones comerciales, como las empresas públicas.

Ajuste entre déficit y deuda (Administraciones Públicas): La diferencia entre el déficit público y las variaciones en la deuda de las Administraciones Públicas.

Apoyo reforzado al crédito: Medidas no convencionales adoptadas por el BCE/Eurosistema durante la crisis financiera para sostener las condiciones de financiación y los flujos de crédito en mayor medida de lo que podría lograrse solamente con la reducción de los tipos de interés oficiales del BCE.

Balance consolidado del sector de las IFM: Obtenido mediante la exclusión de las posiciones cruzadas entre las IFM que figuran en su balance agregado (como, por ejemplo, los préstamos recíprocos entre IFM). Ofrece información estadística sobre los activos y pasivos del sector de las IFM frente a residentes en la zona del euro que no pertenecen a este sector (es decir, las Administraciones Públicas y otros residentes) y frente a los no residentes. El balance consolidado constituye la principal fuente de información estadística para el cálculo de los agregados monetarios y es la base del análisis periódico de las contrapartidas de M3.

Balanza de pagos: Información estadística que resume las transacciones económicas de una economía con el resto del mundo en un período determinado.

Comercio exterior de bienes: Exportaciones e importaciones de bienes fuera de la zona del euro, medidas en términos nominales, reales y como índices de valor unitario. Las estadísticas de comercio exterior no son comparables con las exportaciones e importaciones registradas en las cuentas nacionales, pues éstas incluyen operaciones dentro y fuera de la zona del euro y también combinan los bienes y los servicios. Tampoco son totalmente comparables con la partida de bienes de las estadísticas de balanza de pagos. Además de ajustes metodológicos, la principal diferencia estriba en el hecho de que en las estadísticas de comercio exterior las importaciones se registran con seguros y fletes, mientras que en la partida de bienes de las estadísticas de balanza de pagos se registran sin cargo a bordo.

Costes laborales unitarios: Medida del total de costes laborales por unidad de producto, calculada para la zona del euro como la remuneración total por asalariado en relación con la productividad del trabajo (definida como el PIB por persona ocupada).

Crédito de las IFM a residentes en la zona del euro: Préstamos de las IFM a residentes en la zona del euro distintos de IFM (incluidas las Administraciones Públicas y el sector privado) y valores emitidos por residentes en la zona distintos de IFM mantenidos por IFM (acciones, otras participaciones y valores distintos de acciones).

Cuenta corriente: Cuenta de la balanza de pagos que incluye todas las operaciones de bienes y servicios, rentas y transferencias corrientes entre residentes y no residentes.

Cuenta de capital: Cuenta de la balanza de pagos que incluye todas las transferencias de capital y las adquisiciones/cesiones de activos no financieros no producidos entre residentes y no residentes.

Cuentas de capital: Parte del sistema de cuentas nacionales (o de la zona del euro) compuesta por las variaciones del patrimonio neto atribuibles al ahorro neto, a las transferencias de capital netas y a la adquisición neta de activos no financieros.

Cuenta financiera: Cuenta de la balanza de pagos que incluye todas las operaciones relativas a inversiones directas, inversiones de cartera, otras inversiones, derivados financieros y activos de reserva entre residentes y no residentes.

Cuentas financieras: Parte del sistema de cuentas nacionales (o de la zona del euro) que muestra las posiciones financieras (saldos o balances), las operaciones financieras y otras variaciones de los distintos sectores institucionales de una economía por tipo de activo financiero.

Curva de rendimientos: Representación gráfica de la relación, en un momento dado, entre el tipo de interés o rendimiento y el vencimiento residual de los valores distintos de acciones suficientemente homogéneos, pero a vencimientos diferentes. La pendiente de la curva de rendimientos puede medirse como la diferencia entre los tipos de interés o el rendimiento a dos vencimientos distintos.

Déficit (Administraciones Públicas): Necesidad de financiación de las Administraciones Públicas, es decir, la diferencia entre el total de ingresos y gastos públicos.

Deflación: Descenso generalizado, persistente y autosostenido en un amplio conjunto de precios, provocado por una caída de la demanda agregada, que queda incorporado a las expectativas.

Desinflación: Proceso de desaceleración de la inflación que da lugar a tasas de inflación negativas de carácter temporal.

Deuda (Administraciones Públicas): Deuda bruta (efectivo y depósitos, préstamos y valores distintos de acciones) a su valor nominal que permanece viva a fin de año y que está consolidada entre los sectores de las Administraciones Públicas y dentro de ellos.

Deuda (cuentas financieras): Préstamos de los hogares y préstamos, valores distintos de acciones y reservas de los fondos de pensiones (resultantes de los fondos de pensiones de empleo constituidos por las empresas a favor de sus asalariados) de las sociedades no financieras.

Deuda externa bruta: El saldo vivo de los pasivos corrientes reales (es decir, no contingentes) de una economía que exigen el pago del principal o de los intereses a los no residentes en algún momento futuro.

Deuda pública indiciada con la inflación: Valores de renta fija emitidos por las Administraciones Públicas, cuyos pagos de cupón y principal están ligados a un índice de precios de consumo determinado.

Empresas de seguros y fondos de pensiones: Un sector que según la definición del SEC 95 está formado por todas las sociedades y cuasi sociedades no financieras que se dedican principalmente a la intermediación financieras resultante de la compensación de riesgos.

Encuesta a expertos en previsión económica (EPE): Encuesta trimestral que el BCE viene realizando desde el año 1999 y en la que se recogen las previsiones macroeconómicas de los expertos de instituciones financieras y no financieras radicadas en la UE respecto a la inflación, el crecimiento del PIB real y el desempleo de la zona del euro.

Encuesta sobre préstamos bancarios (EPB): Encuesta trimestral sobre políticas crediticias que el Eurosistema viene realizando desde enero del 2003. En esa encuesta, que está dirigida a una muestra predeterminada de entidades de crédito de la zona del euro, se formulan preguntas cualitativas sobre los criterios de aprobación de los préstamos, las condiciones aplicables a los mismos y la demanda de crédito para las empresas y los hogares.

Encuestas a los directores de compras de la zona del euro: Encuestas sobre la actividad en los sectores manufacturero y de servicios realizadas en algunos países de la zona del euro y utilizadas para elaborar índices. El índice de directores de compras de la industria manufacturera de la zona del euro es un indicador ponderado que se calcula a partir de índices de producción, nuevos pedidos, empleo, plazos de entrega de proveedores e inventarios de compras. La encuesta al sector servicios incluye preguntas sobre la actividad en el sector, expectativas relativas a la actividad futura, operaciones en curso, nuevas operaciones, empleo, precios de los consumos intermedios y precios cobrados. El índice compuesto o sintético de la zona del euro se calcula combinando los resultados de las encuestas a los sectores manufacturero y de servicios.

Encuestas de opinión de la Comisión Europea: Encuestas económicas armonizadas a empresarios y/o consumidores realizadas por cuenta de la Comisión Europea en cada uno de los Estados miembros de la UE. Estas encuestas basadas en cuestionarios van dirigidas a los directivos de los sectores manufacturero, de la construcción, del comercio al por menor y de los servicios, así como a los consumidores. A partir de cada encuesta mensual se calculan unos índices que sintetizan las respuestas a distintas preguntas en un único indicador (indicadores de confianza).

EONIA (índice medio del tipo del euro a un día): Medida del tipo de interés vigente en el mercado interbancario del euro a un día, que se calcula como media ponderada de los tipos de interés de las operaciones de préstamo a un día sin garantías, denominadas en euros, de acuerdo con la información facilitada por un panel de bancos.

Estabilidad de precios: Definida por el Consejo de Gobierno como un incremento interanual del IAPC para la zona del euro inferior al 2%. El Consejo de Gobierno también ha puesto de manifiesto que, con el fin de conseguir la estabilidad de precios, pretende mantener las tasas de inflación por debajo del 2%, pero próximas a este valor, en el medio plazo.

EURIBOR (tipo de interés de oferta en el mercado interbancario del euro): Tipo de interés de oferta al que una entidad de crédito importante está dispuesta a prestar fondos en euros a otra. El EURIBOR se calcula diariamente, basándose en los tipos de interés de una muestra de bancos, para distintos vencimientos hasta doce meses.

Eurosistema: Sistema de bancos centrales compuesto por el BCE y los BCN de los Estados miembros cuya moneda es el euro.

Exigencia de reservas: Exigencia de que una entidad mantenga reservas mínimas en el banco central durante un período de mantenimiento. Su cumplimiento se determina sobre la base de la media de los saldos diarios en las cuentas de reservas durante el período de mantenimiento.

Facilidad de depósito: Facilidad permanente del Eurosistema que permite a las entidades de contrapartida realizar depósitos a un día en el BCN de su jurisdicción, por iniciativa propia. Los depósitos están remunerados a un tipo de interés especificado previamente que representa normalmente un límite inferior para los tipos de interés del mercado a un día.

Facilidad marginal de crédito: Facilidad permanente del Eurosistema que permite a las entidades de contrapartida recibir créditos a un día del BCN de su jurisdicción a un tipo de interés especificado previamente en forma de operación temporal, por iniciativa propia. El tipo de interés de los préstamos concedidos en el ámbito de la facilidad marginal de crédito representa normalmente un límite superior para los tipos de interés del mercado a un día.

Factores autónomos de liquidez: Factores de liquidez que habitualmente no tienen su origen en el uso de los instrumentos de política monetaria. Incluyen, por ejemplo, los billetes en circulación, los depósitos de las Administraciones Públicas en el banco central y los activos exteriores netos del banco central.

Fondos de inversión (excluidos fondos del mercado monetario): Instituciones financieras que agrupan el capital captado del público y lo invierten en activos financieros y no financieros. Véase también IFM.

IFM (instituciones financieras monetarias): Instituciones financieras que constituyen el sector emisor de dinero de la zona del euro. Incluyen el Eurosistema, las entidades de crédito residentes en la zona (definidas con arreglo al derecho comunitario) y todas las instituciones financieras residentes cuya actividad consiste en recibir depósitos y/o sustitutos próximos de los depósitos de entidades distintas de IFM y en conceder créditos y/o invertir en valores por cuenta propia (al menos en términos económicos). Este último grupo está compuesto, fundamentalmente, por fondos del mercado monetario, esto es, fondos que invierten en instrumentos a corto plazo y de bajo riesgo, normalmente con vencimiento no superior a un año.

Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC): Medida de la evolución de los precios de consumo elaborada por Eurostat y armonizada para todos los Estados miembros de la UE.

Índice de costes laborales por hora: Medida de los costes laborales, incluidos los sueldos y salarios brutos (en efectivo y en especie, incluidos los componentes salariales variables) y otros costes laborales (cotizaciones sociales a cargo de los empresarios más impuestos relacionados con el empleo pagados por el empresario menos las subvenciones recibidas por el empresario) por hora trabajada (incluidas las horas extraordinarias).

Índice de salarios negociados: Medida del resultado directo de los acuerdos alcanzados en los convenios colectivos en términos de sueldo o salario base (es decir, excluidas las primas o complementos salariales) en el ámbito de la zona del euro. Se refiere a la variación media implícita de los sueldos y salarios mensuales.

Inflación: Incremento del nivel general de precios; por ejemplo, del índice de precios de consumo.

Inversiones de cartera: Operaciones y/o posiciones netas de residentes en valores emitidos por no residentes en la zona del euro («activos») y operaciones y/o posiciones netas de no residentes en valores emitidos por residentes («pasivos»). Comprende acciones y participaciones y valores distintos de acciones (bonos y obligaciones e instrumentos del mercado monetario). Las operaciones se registran al precio real pagado o cobrado, excluidos los gastos y las comisiones. Para que se considere activo de cartera, la participación en una empresa debe ser inferior al 10% de las acciones ordinarias o con derecho a voto.

Inversiones directas: Inversión transfronteriza realizada con objeto de obtener una participación permanente en una empresa residente en otra economía (en la práctica, esta participación debe ser igual, al menos, al 10% de las acciones ordinarias o con derecho de voto). Comprende acciones y participaciones, beneficios reinvertidos y otro capital asociado con préstamos entre empresas relacionadas. Las inversiones directas registran las operaciones/posiciones netas de residentes en la zona del euro en activos del exterior (como «inversión directa en el exterior») y las operaciones/posiciones netas de no residentes en activos de la zona del euro (como «inversión directa en la zona del euro»).

M1: Agregado monetario estrecho que comprende el efectivo en circulación y los depósitos a la vista mantenidos en IFM y la Administración Central (por ejemplo, en Correos o en el Tesoro).

M2: Agregado monetario intermedio que comprende M1 y los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses (es decir, depósitos de ahorro a corto plazo) y depósitos a plazo hasta dos años (es decir, depósitos a plazo a corto plazo) mantenidos en IFM y la Administración Central.

M3: Agregado monetario amplio que comprende M2 y los instrumentos negociables, en particular, cesiones temporales, participaciones en fondos del mercado monetario y valores distintos de acciones emitidos por las IFM hasta dos años.

MTC II (mecanismo de tipos de cambio II): Mecanismo de tipos de cambio que proporciona el marco para la cooperación en materia de política cambiaria entre los países de la zona del euro y los Estados miembros de la UE que no participan en la tercera fase de la UEM.

Necesidad de financiación (Administraciones Públicas): Contracción neta de deuda por las Administraciones Públicas.

Operaciones de absorción de liquidez: Operación a través de la cual el Eurosistema absorbe liquidez con el fin de reducir el exceso de liquidez o de crear una escasez de fondos. Tales operaciones pueden llevarse a cabo mediante la emisión de certificados de deuda o de depósitos a plazo fijo.

Operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML): Operación de mercado abierto con vencimiento superior a una semana realizada por el Eurosistema en forma de operación temporal. Las operaciones mensuales de carácter regular tienen un vencimiento a tres meses. Durante la crisis financiera que se inició en agosto de 2007, se llevaron a cabo operaciones complementarias con vencimientos comprendidos entre un período de mantenimiento y un año, con periodicidad variable.

Operación de mercado abierto: Operación ejecutada en los mercados financieros a iniciativa del banco central. Estas operaciones incluyen operaciones temporales, operaciones simples, así como la emisión de depósitos a plazo fijo o certificados de depósitos o *swaps* de divisas. Las operaciones de mercado abierto pueden ser de inyección o de absorción de liquidez.

Operación principal de financiación (OPF): Operación de mercado abierto regular realizada por el Eurosistema en forma de operación temporal. Estas operaciones se llevan a cabo mediante subastas estándar de periodicidad semanal y tienen, normalmente, un vencimiento a una semana.

Operación temporal: Operación por la cual el BCN compra o vende activos mediante una cesión temporal o realiza operaciones de crédito con garantía de activos.

Otras inversiones: Rúbrica de la balanza de pagos y de la posición de inversión internacional que incluye todas las operaciones/posiciones financieras relativas a créditos comerciales, depósitos y préstamos, y otras cuentas pendientes de cobro y pago con no residentes.

Paridad central (o tipo central): Tipo de cambio frente al euro de cada una de las monedas que participan en el MTC II y en torno al cual se definen las bandas de fluctuación del MTC II.

Paridad del poder adquisitivo (PPA): Tipo de cambio al que una moneda se convierte en otra para equiparar el poder adquisitivo de ambas, eliminando las diferencias en los niveles de precios vigentes en los respectivos países. En su forma más sencilla, el PPA muestra la ratio de los precios del mismo bien o servicio en la moneda nacional de los distintos países.

Pasivos financieros a más largo plazo de las IFM: Depósitos a plazo a más de dos años, depósitos disponibles con preaviso a más de tres meses, valores distintos de acciones emitidos por IFM de la zona del euro a un plazo a la emisión superior a dos años, y el capital y las reservas del sector de las IFM de la zona del euro.

Población activa: Total de trabajadores ocupados y parados.

Posición de inversión internacional: Valor y composición del saldo de los activos o pasivos financieros netos frente al resto del mundo.

Precios industriales: Precio de venta a pie de fábrica (sin excluir los costes de transporte) de todos los productos vendidos por la industria, excluida la construcción, en el mercado nacional de los países de la zona del euro, excluidas las importaciones.

Producción industrial: Valor añadido bruto generado por la industria a precios constantes.

Productividad del trabajo: Producción que puede generarse con la utilización de una cantidad dada de trabajo. La productividad del trabajo puede medirse de varias maneras, aunque habitualmente se mide como el PIB dividido bien por el empleo total, o bien por el total de horas trabajadas.

Producto interior bruto (PIB): Valor de la producción total de bienes y servicios de la economía, excluidos los consumos intermedios e incluidos los impuestos netos sobre producción e importaciones. El PIB puede desagregarse por producto, gasto e ingresos. Los principales agregados del gasto que componen el PIB son el consumo final de los hogares, el consumo final de las Administraciones Públicas,

la formación bruta de capital fijo, la variación de existencias, las importaciones y las exportaciones de bienes y servicios (incluido el comercio dentro de la zona del euro).

Ratio de déficit (Administraciones Públicas): Proporción entre el déficit público y el PIB a precios corrientes de mercado. Constituye uno de los criterios de convergencia fiscal establecidos en el apartado 2 del artículo 126 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea utilizado para determinar la existencia de un déficit excesivo. También se la denomina ratio de déficit presupuestario o ratio de déficit fiscal.

Ratio de deuda en relación con el PIB (Administraciones Públicas): Proporción entre la deuda pública y el PIB a precios corrientes de mercado. Constituye uno de los criterios de convergencia fiscal establecidos en el apartado 2 del artículo 126 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea utilizado para determinar la existencia de un déficit excesivo.

Remuneración por asalariado o por hora trabajada: Remuneración total, en efectivo o en especie, que una empresa paga a sus asalariados, es decir, los sueldos y salarios brutos, así como los componentes salariales variables, las horas extraordinarias y las cotizaciones sociales a cargo de la empresa, dividida por el número total de asalariados o por el número total de horas trabajadas.

Reservas internacionales: Activos exteriores controlados por las autoridades monetarias, de los que pueden disponer de inmediato para financiar directamente o para regular la magnitud de los desequilibrios en los pagos mediante la intervención en los mercados de divisas. Las reservas internacionales de la zona del euro se componen de activos no denominados en euros frente a no residentes en la zona del euro, oro, derechos especiales de giro y posiciones de reserva en el FMI mantenidas por el Eurosistema.

Saneamiento parcial: Ajuste a la baja del valor de los préstamos incluidos en los balances de las IFM cuando se considera que éstos han pasado a ser parcialmente incobrables.

Saneamiento total: Eliminación del valor de los préstamos de los balances de las IFM cuando se considera que éstos son totalmente incobrables.

Sociedades instrumentales: Una entidad cuya actividad principal es llevar a cabo operaciones de titulación. Estas sociedades suelen emitir valores negociables que se ofrecen para su compra por el público en general o se venden en forma de colocaciones privadas. En algunos casos, la sociedad instrumental simplemente mantiene los activos titulizados y emite los valores a través de otra entidad, que con frecuencia es otra sociedad instrumental.

Subasta a tipo de interés fijo: Procedimiento de subasta en el que el banco central establece con antelación el tipo de interés, y las entidades de contrapartida participantes solicitan el volumen de liquidez que desean obtener al tipo de interés fijado.

Subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena: Procedimiento de subasta en el que el banco central especifica previamente el tipo de interés (tipo fijo) y en el que las contrapartidas pujan por la cantidad de dinero que desean obtener a ese tipo, sabiendo de antemano que todas sus pujas se cubrirán (adjudicación plena).

Subasta a tipo de interés variable: Procedimiento de subasta en el que las entidades de contrapartida pujan tanto por el volumen de liquidez que desean obtener del banco central como por el tipo de interés al que desean participar.

Tasa de inflación implícita: Diferencial entre el rendimiento de un bono nominal y el de un bono indexado con la inflación con el mismo vencimiento o con un vencimiento tan similar como sea posible.

Tipos de cambio efectivos del euro (TCE, nominales/reales): Medias ponderadas de los tipos de cambio bilaterales del euro frente a las monedas de los principales socios comerciales de la zona del euro. Los índices de tipos de cambio efectivos nominales del euro se calculan frente a grupos diferentes de socios comerciales: el TCE-20, integrado por los 10 Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y 10 socios comerciales extracomunitarios, y el TCE-40, compuesto por el TCE-20 y otros 20 países. Las ponderaciones utilizadas reflejan la participación de cada socio en el comercio de bienes manufacturados de la zona del euro, así como la competencia en terceros mercados. Los tipos de cambio efectivos reales son tipos de cambio efectivos nominales deflactados por una media ponderada de precios o costes externos en relación con los precios o costes de la zona del euro. Por lo tanto, son medidas de la competitividad en términos de precios y costes.

Tipos de interés de las IFM: Tipos de interés aplicados por las entidades de crédito y otras IFM residentes en la zona del euro, excluidos los bancos centrales y los fondos del mercado monetario, a los depósitos y préstamos denominados en euros frente a los hogares y las sociedades no financieras residentes en los países de la zona.

Tipos de interés oficiales del BCE: Tipos de interés que fija el Consejo de Gobierno y que reflejan la orientación de la política monetaria del BCE. Son los tipos de interés de las operaciones principales de financiación, el de la facilidad marginal de crédito y el de la facilidad de depósito.

Tipo mínimo de puja: Tipo de interés más bajo al que las entidades de contrapartida pueden pujar en las subastas a tipo de interés variable.

Titulización: Operación o sistema por el que un activo o un conjunto de activos que generan un flujo financiero, que suelen ser préstamos (hipotecas, préstamos al consumo, etc.), es transferido del originador (habitualmente una entidad de crédito) a una sociedad instrumental. Esta sociedad instrumental convierte estos activos en valores negociables mediante la emisión de instrumentos de renta fija que atienden el pago del principal y los intereses con los flujos financieros generados por el conjunto de activos.

Vacantes: Término colectivo que incluye los empleos de nueva creación, los puestos de trabajo sin cubrir o los que estarán disponibles en un futuro próximo, respecto de los cuales la empresa ha adoptado medidas activas para encontrar un candidato idóneo.

Valor de referencia para el crecimiento de M3: Tasa de crecimiento interanual de M3 que se considera compatible con la estabilidad de precios a medio plazo. Actualmente, el valor de referencia para el crecimiento anual de M3 es 4,5%.

Valores de renta variable: Representan una participación en la propiedad de una empresa, es decir, acciones cotizadas en Bolsa (acciones cotizadas), acciones no cotizadas y otras formas de participación. Los valores de renta variable suelen generar ingresos en forma de dividendos.

Valores distintos de acciones: Representan la promesa del emisor (es decir, del prestatario) de efectuar uno o más pagos al tenedor (el prestamista) en una fecha o fechas futuras. Habitualmente tienen un tipo de interés nominal específico (el cupón) y/o se venden a descuento respecto al importe que se reembolsará al vencimiento. Los valores distintos de acciones a más de un año se clasifican como valores a largo plazo.

Volatilidad: El grado de fluctuación de una variable dada.

Volatilidad implícita: La volatilidad esperada (es decir, la desviación típica) de las tasas de variación del precio de un activo (v. g., una acción o un bono). Puede obtenerse a partir del precio de los activos, de la fecha de vencimiento y del precio de ejercicio de sus opciones, así como de una tasa de rendimiento sin riesgo, utilizando un modelo de valoración de opciones como el modelo Black-Scholes.

Zona del euro: Incluye aquellos Estados miembros de la UE que, de conformidad con el Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea, han adoptado el euro como moneda única.