



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

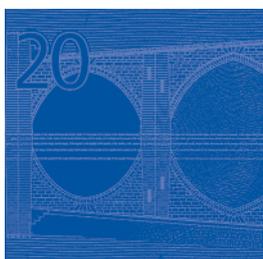
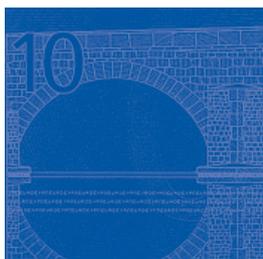
BOLETÍN MENSUAL JULIO





BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA



BOLETÍN MENSUAL JULIO 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

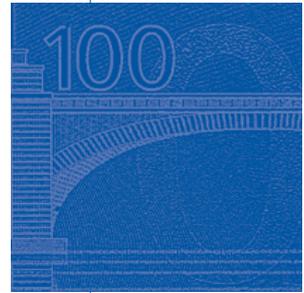
Este Boletín ha sido elaborado bajo la responsabilidad del Comité Ejecutivo del BCE. Su traducción y publicación corren a cargo de los bancos centrales nacionales.

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 6 de julio 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	5
EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA	
Entorno exterior de la zona del euro	9
Evolución monetaria y financiera	19
Precios y costes	39
Producto, demanda y mercado de trabajo	44
Recuadros	
1 ¿Están los recientes incrementos salariales en China ejerciendo presiones al alza sobre los precios de importación de la zona del euro?	13
2 El impacto de las actividades de venta y titulización de préstamos en la evolución reciente de los préstamos concedidos por las IFM a las sociedades no financieras y a los hogares	22
3 Análisis de la sostenibilidad de la deuda pública en el marco del programa de ajuste de la UE y del FMI con Grecia	31
4 Gasto de los hogares, confianza de los consumidores y consumo de bienes duraderos	45
5 Ratios de inversión en la zona del euro	48
6 Evolución reciente de la productividad en la zona del euro y en Estados Unidos	54
ARTÍCULOS	
Las medidas no convencionales del BCE: impacto y retirada gradual	59
El mecanismo europeo de estabilidad	75
El nuevo marco de la UE para la gestión y resolución de las crisis financieras	91
ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO	SI
ANEXOS	
Cronología de medidas de política monetaria del Eurosistema	I
Publicaciones del Banco Central Europeo	V
Glosario	VII

ABREVIATURAS

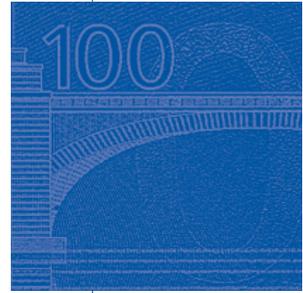
PAÍSES

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

En su reunión celebrada el 7 de julio de 2011, el Consejo de Gobierno decidió, sobre la base de su análisis económico y monetario periódico, incrementar los tipos de interés oficiales del BCE en 25 puntos básicos, tras la subida de 25 puntos básicos efectuada en abril de 2011 desde niveles históricamente bajos. El ajuste adicional de la actual orientación acomodaticia de la política monetaria está justificado en vista de los riesgos alcistas para la estabilidad de precios. El ritmo subyacente de expansión monetaria sigue recuperándose de forma gradual, mientras que la liquidez monetaria sigue siendo amplia, con potencial para acomodar presiones sobre los precios en la zona del euro. En conjunto, resulta esencial que la evolución reciente de los precios no dé lugar a presiones inflacionistas generalizadas a medio plazo. La decisión del Consejo de Gobierno contribuirá a que las expectativas de inflación de la zona del euro continúen firmemente ancladas en niveles acordes con el objetivo de mantener la inflación en tasas inferiores aunque próximas al 2 % a medio plazo. Dicho anclaje constituye un requisito indispensable para que la política monetaria pueda contribuir al crecimiento económico en la zona del euro. Al mismo tiempo, los tipos de interés siguen siendo bajos en todos los plazos. Por tanto, la política monetaria mantiene su carácter acomodaticio, sosteniendo la actividad económica y la creación de empleo. Según lo esperado, los datos económicos recientes indican una ligera desaceleración del ritmo de crecimiento de la economía en el segundo trimestre de 2011. Se mantiene el impulso positivo subyacente del crecimiento económico de la zona del euro, aunque la incertidumbre sigue siendo elevada. El Consejo de Gobierno continuará realizando un seguimiento muy atento de todos los factores que pudieran representar riesgos al alza para la estabilidad de precios.

La provisión de liquidez y las modalidades de adjudicación para las operaciones de financiación se ajustarán cuando resulte 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 lo que se refiere al análisis económico, en el primer trimestre de 2011, la tasa de crecimiento intertrimestral del PIB real de la zona del euro registró un fuerte incremento del 0,8 %, frente al incremento del 0,3 % registrado en el último trimestre de 2010. Los datos estadísticos recientes y los indicadores basados en encuestas apuntan a que en el segundo trimestre de este año continuó la expansión de la actividad económica en la zona del euro, aunque a un ritmo más lento. Esta moderación refleja el hecho de que el fuerte crecimiento del primer trimestre de debió en parte a factores especiales. Se mantiene el impulso positivo subyacente de la actividad económica de la zona del euro. Las exportaciones de la zona del euro deberían seguir apoyándose en la actual expansión de la economía mundial. Al mismo tiempo, teniendo en cuenta el nivel actual de la confianza empresarial en la zona del euro, la demanda interna del sector privado debería contribuir al crecimiento económico. Sin embargo, se espera que el proceso de ajuste de los balances que se está produciendo en varios sectores continúe frenando en cierta medida la actividad.

De acuerdo con la valoración realizada por el Consejo de Gobierno, los riesgos para estas perspectivas económicas siguen estando, en general, equilibrados, en un contexto de elevada incertidumbre. Por una parte, el nivel favorable de la confianza empresarial podría apoyar en mayor medida de lo previsto la actividad económica interna de la zona del euro, y el aumento de la demanda exterior también podría contribuir al crecimiento más de lo previsto. Por otra parte, los riesgos a la baja están relacionados con las tensiones existentes en algunos segmentos de los mercados financieros, que podrían contagiarse a la economía real de la zona del euro. Los riesgos a la baja también están asociados con incrementos adicionales de los precios de la energía, con las presiones proteccionistas y la posibilidad de una corrección desordenada de los desequilibrios mundiales.

En lo que concierne a la evolución de los precios, de acuerdo con la estimación preliminar de Eurostat, la tasa de inflación interanual medida por el

IAPC de la zona del euro se situó en junio del 2011 en el 2,7%, sin variación respecto a mayo. Las tasas relativamente elevadas de inflación registradas en los últimos meses reflejan en gran medida el incremento de los precios de la energía y de las materias primas. En cuanto al futuro, es probable que las tasas de inflación se mantengan claramente por encima del 2% en los próximos meses. La presión al alza sobre la inflación, procedente fundamentalmente de los precios de la energía y de las materias primas, todavía puede apreciarse en las primeras etapas del proceso de producción. Sigue siendo de suma importancia que el alza de la inflación medida por el IAPC no genere efectos de segunda vuelta en el proceso de fijación de precios y salarios ni dé lugar a presiones inflacionistas generalizadas. Las expectativas de inflación 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.

Los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios a medio plazo siguen siendo al alza y están relacionados, en particular, con incrementos más elevados de lo esperado en los precios de la energía. Además, los impuestos indirectos y los precios administrados podrían registrar aumentos superiores a lo previsto actualmente, debido a la necesidad de sanear las finanzas públicas en los próximos años. Por último, podrían generarse riesgos al alza por las presiones internas sobre los precios, que podrían ser mayores de lo esperado en el contexto del aumento de la utilización de la capacidad productiva en la zona del euro.

Por lo que respecta al análisis monetario, la tasa de crecimiento interanual de M3 se incrementó hasta el 2,4% en mayo de 2011, desde el 2,0% registrado en abril. Haciendo abstracción de la volatilidad observada recientemente en el agregado monetario amplio debida a factores especiales, el crecimiento de M3 ha continuado aumentando durante los últimos meses. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado volvió a incrementarse ligeramente hasta el 2,7% en mayo, frente al 2,6% de abril. En conjunto, la tasa subyacente de expansión monetaria ha seguido

mostrando una recuperación gradual. Al mismo tiempo, la liquidez monetaria acumulada con anterioridad al período de tensiones en los mercados financieros sigue siendo amplia y tiene potencial para acomodar presiones sobre los precios en la zona del euro.

Atendiendo a los componentes de M3, la tasa de crecimiento interanual de M1 siguió moderándose en mayo, mientras que la tasa de crecimiento de otros depósitos a corto plazo se incrementó, lo que refleja en parte el aumento gradual de la remuneración de estos depósitos y de los depósitos de ahorro en los últimos meses. Al mismo tiempo, la marcada pendiente de la curva de rendimientos implica un efecto de amortiguación en el crecimiento general de M3, puesto que reduce el atractivo de los activos monetarios en comparación con instrumentos a más largo plazo mejor remunerados no incluidos en M3. No obstante, la información reciente apunta a que este impacto puede estar remitiendo.

Por lo que se refiere a las contrapartidas, el crecimiento interanual de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras y a los hogares se mantuvo sin variación desde abril en el 0,9% y el 3,4% respectivamente, lo que viene a confirmar el patrón de la evolución de los meses anteriores.

El tamaño total de los balances de las entidades de crédito ha permanecido prácticamente sin variación en los últimos meses. Resulta importante que las entidades de crédito 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 distribuyan beneficios, que recurran al mercado para reforzar sus bases de capital y que 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 síntesis, el Consejo de Gobierno decidió, sobre la base de su análisis económico y monetario periódico, incrementar los tipos de interés oficiales

del BCE en 25 puntos básicos, tras la subida de 25 puntos básicos efectuada en abril de 2011 desde niveles históricamente bajos. El ajuste adicional de la actual orientación acomodaticia de la política monetaria está justificado en vista de los riesgos alcistas para la estabilidad de precios. Al efectuar el contraste de los resultados del análisis económico con los del análisis monetario se observa que el ritmo subyacente de expansión monetaria sigue recuperándose de forma gradual, mientras que la liquidez monetaria sigue siendo amplia, con potencial para acomodar presiones sobre los precios en la zona del euro. En conjunto, resulta esencial que la actual evolución de los precios no dé lugar a presiones inflacionistas generalizadas a medio plazo. La decisión del Consejo de Gobierno contribuirá a mantener las expectativas de inflación de la zona del euro firmemente ancladas en niveles acordes con el objetivo de mantener la inflación en tasas inferiores aunque próximas al 2% a medio plazo. Dicho anclaje constituye un requisito indispensable para que la política monetaria pueda contribuir al crecimiento económico en la zona del euro. Al mismo tiempo, los tipos de interés siguen siendo bajos en todos los plazos. Por tanto, la política monetaria mantiene su carácter acomodaticio y constituye un apoyo para la actividad económica y la creación de empleo. Según lo esperado, los datos económicos recientes indican una ligera desaceleración del ritmo de crecimiento de la economía en el segundo trimestre de 2011. Aunque se mantiene el impulso positivo subyacente del crecimiento económico de la zona del euro, la incertidumbre sigue siendo elevada. El Consejo de Gobierno continuará realizando un seguimiento muy atento de todos los factores que pudieran representar riesgos al alza para la estabilidad de precios.

En lo que se refiere a las políticas fiscales, el actual entorno económico es muy exigente y requiere actuaciones resolutivas. Los países de la zona del euro deben cumplir, como mínimo, sus compromisos de saneamiento presupuestario adquiridos para 2011 y los años sucesivos, de acuerdo con lo previsto en los respectivos procedimientos de déficit excesivo. Medidas de ajuste adecuadas y aplicadas cuanto antes deberían garantizar el cumplimiento de los objetivos de consolidación

presupuestaria estructural, de conformidad con las recomendaciones del Consejo ECOFIN, y de producirse resultados económicos y presupuestarios más favorables de lo previsto, deberían utilizarse para reducir el déficit más rápidamente. El anuncio de medidas de consolidación bien detalladas para 2012 y años posteriores es indispensable para convencer al público y a los participantes en el mercado de que se perseverará en las políticas correctoras y de que la evolución de la deuda pública será reconducida a una senda de sostenibilidad.

Al mismo tiempo, para reforzar la competitividad, la flexibilidad y el potencial de crecimiento a largo plazo de la zona del euro sigue siendo esencial que se apliquen sin demora reformas estructurales sustanciales y ambiciosas. Dichas reformas son particularmente importantes en los países que presentan elevados déficits fiscales y exteriores o que han experimentado pérdidas de competitividad en el pasado. El Consejo de Gobierno celebra la introducción del Semestre Europeo, en el que se incluye la reciente presentación de los Programas Nacionales de Reforma de los distintos países, que incorporan los compromisos asumidos en el marco del Pacto por el Euro Plus. Asimismo, el Consejo de Gobierno se adhiere a las conclusiones del Consejo Europeo en las que se reclama la aplicación inmediata de reformas más ambiciosas y detalladas, a fin de fomentar la competitividad. Por otra parte, la eliminación de las rigideces de los mercados laborales contribuiría notablemente al proceso de ajuste. Las medidas que mejoren la flexibilidad salarial, como la eliminación de la indexación automática de los salarios, contribuiría a lograr el ajuste necesario.

La presente edición del Boletín Mensual contiene tres artículos. El primero trata sobre las medidas de política monetaria no convencionales introducidas por el BCE, su impacto en el mecanismo de transmisión de la política monetaria y su retirada gradual. En el segundo, se exponen las razones para el establecimiento del Mecanismo Europeo de Estabilidad y se describen sus características principales. El tercer artículo presenta una visión general del nuevo marco de la UE para la gestión y resolución de las crisis financieras.

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

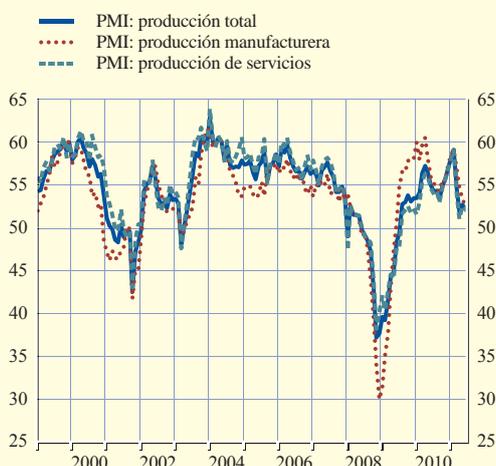
El crecimiento económico mundial ha experimentado una ligera desaceleración en los últimos meses, como consecuencia, principalmente, de diversos factores transitorios, como los elevados precios de las materias primas y las distorsiones en las cadenas de producción tras el desastre natural que sufrió Japón. A medida que se reduzca gradualmente el impacto de esos factores, la recuperación de la economía mundial, que está siendo más autosostenida desde finales del pasado año, probablemente volverá a cobrar impulso. No obstante, persisten las diferencias regionales con respecto a las posiciones cíclicas. El crecimiento sigue siendo más bien moderado en muchas economías avanzadas, mientras que la mayoría de las economías emergentes están funcionando casi a plena capacidad. La inflación general ha seguido aumentando a escala mundial, debido a los elevados precios de las materias primas, y las presiones inflacionistas son claramente más pronunciadas en las economías emergentes.

I.1 EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

El crecimiento económico mundial ha experimentado una ligera desaceleración en los últimos meses, como se refleja en la caída más reciente de los indicadores basados en las encuestas. En junio, el índice PMI global de producción de manufacturas y servicios registró otro ligero descenso para situarse en 52,2. Aunque este nivel sigue siendo superior al umbral que separa la expansión de la contracción, lo que sugiere que continúa el crecimiento económico mundial, la recuperación parece avanzar a un ritmo más lento que en el primer trimestre del año, cuando este indicador se situaba, en promedio, en 57,3. La evolución más reciente del índice apunta a una nueva desaceleración del crecimiento tanto en la industria manufacturera como en el sector servicios, que fue más bien generalizada en todos los países. El índice global de nuevos pedidos también se redujo hasta un nivel de 52 en junio, de lo que se deduce que también se ha moderado el crecimiento de las nuevas operaciones. En consonancia con la ralentización del ritmo de la actividad mundial, los indicadores basados en las encuestas y los datos más recientes sobre el comercio mundial de bienes en abril, también apuntaban a una desaceleración del crecimiento del comercio mundial en el segundo trimestre de este año.

Gráfico 1 PMI: producción mundial

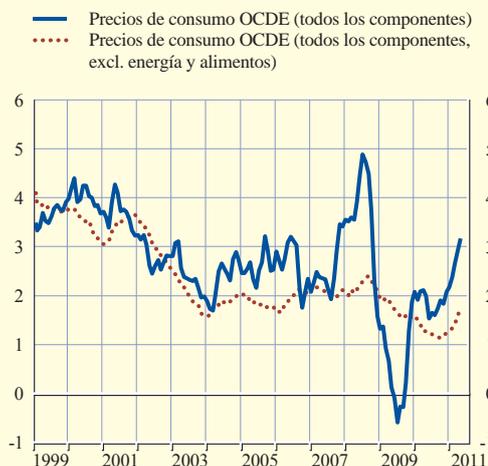
(índice de difusión; datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Markit.

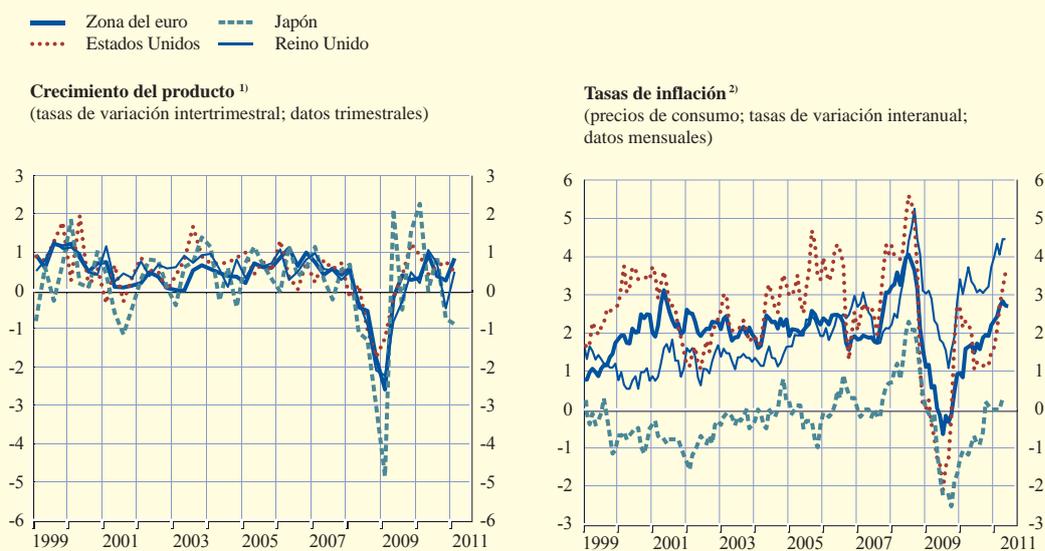
Gráfico 2 Evolución internacional de los precios

(datos mensuales; tasas de variación interanual)



Fuente: OCDE.

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



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

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

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

Diversos factores transitorios han contribuido a la reciente desaceleración del crecimiento mundial. Concretamente, las repercusiones del gran terremoto que asoló la región oriental de Japón sobre las cadenas de producción, tanto nacionales como mundiales, así como el impacto negativo de los elevados precios de las materias primas sobre la renta real, han restringido la actividad mundial en los últimos meses. Sin embargo, al mismo tiempo, las distorsiones de las cadenas de producción han ido desapareciendo gradualmente, mientras que la reciente corrección de los precios de las materias primas ha aliviado el impacto de los anteriores incrementos sobre la demanda interna de los países importadores de este tipo de productos. Ello sugiere, a su vez, que se ha mantenido el principal impulso subyacente de la recuperación, que se ha tornado más autosostenida desde finales del pasado año.

Al mismo tiempo, persisten las diferencias regionales con respecto a las posiciones cíclicas. En muchas economías avanzadas, la necesidad de sanear aún más los balances del sector público y del sector privado, unida a la persistente debilidad de las condiciones del mercado de trabajo, sigue siendo un lastre para la recuperación. Esta situación contrasta con la que se observa en los mercados emergentes, que están funcionando casi a plena capacidad y, en algunos casos, incluso por encima de este nivel. Muchos de estos países se enfrentan, cada vez más, a tensiones en el mercado de trabajo, que se suman a las presiones inflacionistas y aumentan los riesgos de que se produzcan efectos de segunda vuelta.

La inflación general ha seguido aumentando a escala mundial, principalmente como consecuencia de los elevados precios de las materias primas, que se transmiten a la cadena de producción. No obstante, el índice PMI global de precios de los bienes intermedios más reciente descendió de nuevo como consecuencia del menor dinamismo de la actividad económica mundial y de la reciente corrección de los precios de las materias primas, situándose en 58,6 en junio de 2011. Con todo, dicho índice se mantiene en un nivel elevado. Esta evolución es coherente con el aumento de la inflación medida por los precios de consumo en los países de la OCDE, que ascendió al 3,2 % en el año transcurrido hasta mayo

de 2011, la tasa de inflación más elevada observada desde octubre de 2008. Excluidos la energía y los alimentos, la inflación en la OCDE también aumentó hasta el 1,7%. Las presiones inflacionistas son claramente más pronunciadas en las economías emergentes en un contexto de crecientes restricciones de la capacidad productiva y debido a la mayor ponderación que tienen las materias primas en sus respectivas cestas de consumo.

ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos, la economía continúa su recuperación, aunque a un ritmo más lento que en el cuarto trimestre de 2010. La tercera estimación de la Oficina de Análisis Económico revisó la tasa de crecimiento del PIB real en el primer trimestre de 2011 ligeramente al alza, desde el 1,8% hasta el 1,9% en tasa interanual, lo que representa una desaceleración con respecto a la tasa de crecimiento del 3,1% registrada en el último trimestre de 2010. También se revisó ligeramente la composición de las contribuciones al crecimiento en el primer trimestre. La desaceleración con respecto al trimestre anterior refleja un menor crecimiento del gasto en consumo personal, mientras que, en el caso de la inversión en estructuras, la ralentización es más acusada. Al mismo tiempo, la fuerte caída del gasto público es ligeramente más evidente. Además, tanto las importaciones como las exportaciones, aunque estas últimas en menor medida, se han revisado a la baja, lo que ha dado lugar a una contribución levemente positiva de la demanda exterior neta. En contraste con la menor contribución de la demanda interna y de la demanda exterior neta en el primer trimestre de 2011, el crecimiento del PIB se vio respaldado por una significativa contribución positiva de las existencias.

Por lo que respecta a la evolución de los precios, la inflación interanual medida por el IPC aumentó hasta el 3,6% en mayo, desde el 3,2% de abril. Este incremento tuvo su origen, principalmente, en un acusado y sostenido aumento de los precios de la energía del 21,5%, una tasa no observada desde el segundo semestre de 2008. Excluidos la energía y los alimentos, la inflación interanual se elevó hasta el 1,5% en mayo, desde el 1,3% de abril. No obstante, la presión alcista de los precios de la energía sobre el IPC general está comenzando a moderarse, ya que los precios se redujeron en mayo con respecto al mes anterior. Al mismo tiempo, el aumento sostenido de la inflación subyacente sugiere que la transmisión de los costes seguirá impulsando al alza los precios a medida que avance la recuperación económica.

El 22 de junio de 2011, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal decidió mantener en una banda del 0% al 0,25% el objetivo fijado para el tipo de interés de los fondos federales. El Comité sigue previendo que la situación económica, incluidas las bajas tasas de utilización de los recursos, la moderada tendencia de la inflación y la estabilidad de las perspectivas de inflación, probablemente justifique que el tipo de interés de los fondos federales se mantenga en niveles excepcionalmente bajos durante un período prolongado. También se comunicó que la Reserva Federal concluirá para finales de junio, su plan de adquisiciones de valores del Tesoro a más largo plazo, por importe de 600 millones de dólares estadounidenses, y que mantendrá su política actual de reinvertir los pagos del principal de sus tenencias de valores.

JAPÓN

En Japón, los datos publicados recientemente muestran que la actividad económica ha comenzado a recuperarse de los devastadores efectos del gran terremoto que asoló la región oriental del país. En mayo, la producción industrial creció un 5,7% en tasa intermensual, tras el aumento relativamente suave registrado en abril y una caída histórica del 15,5% en marzo, lo que apunta a una gradual moderación de las restricciones de oferta. En particular, la producción de equipo de transporte, que se vio gravemente afectada por los recientes sucesos, repuntó de forma significativa en mayo, creciendo un 36,4% con respecto al mes anterior. Al mismo tiempo, las exportaciones de bienes crecieron, en términos reales, un

4,7 %, en tasa intermensual, en mayo, tras dos caídas mensuales consecutivas, mientras que las importaciones de bienes se incrementaron un 3,4 %. Además, la confianza empresarial y de los consumidores siguió dando señales de mejora. Tras un deterioro históricamente grande en abril, la encuesta Tankan de Reuters mostró, en junio, una mejora del clima empresarial entre las grandes empresas manufactureras por segundo mes consecutivo.

Por lo que respecta a la evolución de los precios, la inflación interanual medida por el IPC se situó en el 0,3 % en mayo, el mismo nivel que en el mes anterior. Excluidos los alimentos frescos, la tasa se mantuvo en el 0,6 % en mayo, mientras que, excluidos los alimentos frescos y la energía, se elevó hasta el 0,1 % (desde el -0,1 % del mes anterior).

En su última reunión sobre política monetaria, celebrada el 14 de junio 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. Además, anunció una nueva línea de crédito por importe de 500 mm de yenes japoneses para inversiones en valores de renta variable y préstamos basados en activos a fin de potenciar la «Medida de provisión de fondos para respaldar el fortalecimiento de los pilares del crecimiento económico» introducida en junio de 2010.

REINO UNIDO

En el Reino Unido, la actividad económica siguió siendo moderada. Tras un crecimiento del PIB real del 0,5 % en el primer trimestre de 2011, la mayoría de los indicadores mensuales sugieren cierta atonía en el segundo trimestre. La producción industrial se redujo en abril, la mayor parte de los indicadores basados en encuestas de opinión mostraron un deterioro en mayo y los datos sobre el consumo de los hogares fueron relativamente débiles. De cara al futuro, 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 la necesidad de sustanciales restricciones presupuestarias.

La inflación interanual, medida por el IPC ha aumentado en los últimos meses y se situaba en el 4,5 % en mayo de 2011, sin variación con respecto al mes anterior. El aumento de la inflación de los precios de los alimentos supuso una fuerte contribución positiva a la inflación medida por el IPC en mayo, mientras que la inflación subyacente (inflación medida por el IPC, excluidos la energía y los alimentos no elaborados) se redujo hasta el 3,9 %, desde el 4,1 % de abril. De cara al futuro, la gradual desaparición de determinados factores transitorios (alza de precios de las materias primas, efectos retardados de la depreciación de la libra esterlina y aumento del tipo impositivo del IVA en enero de 2011), así como la capacidad productiva sin utilizar, contribuirán a atenuar las presiones inflacionistas. No hay señales evidentes de que las expectativas de inflación a más largo plazo dejen de estar ancladas y las presiones salariales han seguido siendo moderadas. 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. También ha seguido votando 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.

CHINA

En China, el crecimiento económico siguió moderándose gradualmente en mayo, en consonancia con las medidas de política adoptadas para contener las presiones inflacionistas y el recalentamiento de la economía. La demanda interna ha mantenido su fortaleza desde comienzos del año, impulsada princi-

palmente por la sólida inversión en activos fijos y la sostenida actividad en la construcción. La balanza de bienes registró un superávit de 13 mm de dólares estadounidenses en mayo, tras contabilizar un pequeño déficit en el primer trimestre del año. La inflación interanual, medida por el IPC, alcanzó un nivel del 5,5 % en mayo, frente al 5,3 % de abril, el ritmo de aumento más rápido registrado en casi tres años. Los precios de los alimentos siguieron siendo el principal factor determinante de la inflación medida por el IPC, con un incremento del 11,7 %, en tasa interanual, en mayo, frente al 11,5 % de abril. Excluido el componente alimenticio, la inflación medida por el IPC también aumentó hasta el 2,9 %, desde el 2,7 % de abril. En el recuadro 1 se analiza la evolución de las importaciones de la zona del euro provenientes de China. El crecimiento de los nuevos préstamos y de M2 se redujo aún más en mayo, lo que demuestra que las medidas de endurecimiento monetario están surtiendo efecto. Concretamente, en junio, el Banco Central de la República Popular China elevó por sexta vez en lo que va de año el coeficiente de reservas, que, con efectos a partir del 20 de junio de 2011, se sitúa en el 21,5 % para los grandes bancos.

Recuadro 1

¿ESTÁN LOS RECIENTES INCREMENTOS SALARIALES EN CHINA EJERCIENDO PRESIONES AL ALZA SOBRE LOS PRECIOS DE IMPORTACIÓN DE LA ZONA DEL EURO?

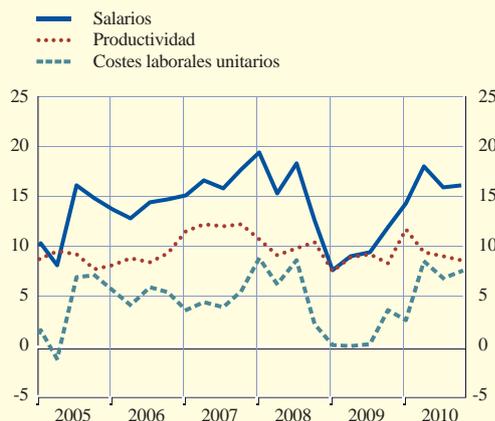
En el segundo semestre de 2010, los precios de las manufacturas que la zona del euro importa de China aumentaron un 13 %, en tasa interanual y medidos en euros, lo que representa casi el doble de la tasa de incremento total de los precios de importación de manufacturas de la zona. Como resultado, tras muchos años de presiones a la baja sobre los precios de importación de la zona del euro, las exportaciones de China a la zona contribuyeron positivamente (1 punto porcentual) al aumento total del 8 % que registraron los precios de importación de manufacturas en la zona del euro en el segundo semestre de 2010. A continuación, se presentan los factores determinantes de la evolución de los precios de las importaciones de la zona procedentes de China y se analizan las perspectivas de cara al futuro.

El reciente aumento de precios de las exportaciones chinas se produjo en paralelo con un incremento de los costes laborales de las manufacturas chinas. No obstante, en estos momentos no hay evidencia empírica convincente que sugiera que los salarios reales en China vayan a aumentar muy por encima del crecimiento de la productividad. Aunque la tasa de crecimiento de los costes laborales unitarios de las manufacturas había repuntado hasta casi el 8 % hacia finales de 2010, ello podría ser reflejo de la posición cíclica más sólida de la economía. Además, actualmente la tasa de crecimiento de los costes laborales unitarios se mantiene en línea con la evolución histórica y se sitúa en un nivel próximo al registrado antes de la crisis (véase gráfico A).

Históricamente, los incrementos de los precios de exportación de las manufacturas chinas, expresados en euros, han guardado una correlación más estrecha con las fluctuaciones del tipo de cambio bilateral del euro frente al renminbi que con las variaciones de los costes laborales unitarios (véase gráfico B). Por ejemplo, la subida de precios de las exportaciones chinas en el primer semestre de 2010 se produjo en paralelo con una apreciación del renminbi frente al euro del 21 %. Esta fuerte correlación positiva entre los precios de exportación de China y el tipo de cambio entre las dos monedas podría deberse al hecho de que se estima que el grueso de las exportaciones de China a la zona

Gráfico A China: salarios, productividad y costes laborales unitarios del sector manufacturero

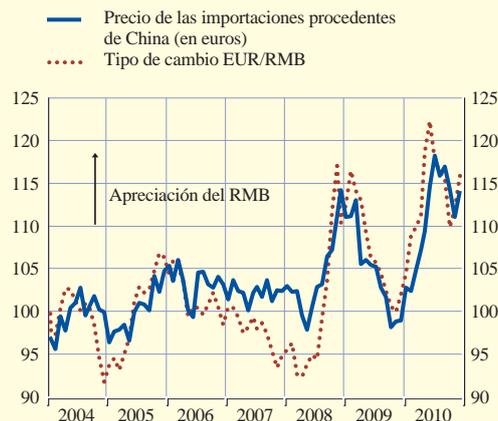
(tasas de variación interanual)



Fuentes: CEIC, cálculos de los expertos del BCE.
Nota: La última observación corresponde al cuarto trimestre de 2010.

Gráfico B Precio de las importaciones de la zona del euro procedentes de China y tipo de cambio EUR/RMB

(2005 = 100)



Fuente: Eurostat.
Nota: La última observación corresponde a diciembre de 2010.

del euro se facturan en dólares estadounidenses y que los precios son rígidos a corto plazo, como resultado de la revisión periódica de los contratos. Dado que las fluctuaciones del tipo de cambio entre el euro y el renminbi son, principalmente, un reflejo de los movimientos del dólar estadounidense frente al euro, puede afirmarse que los precios de las exportaciones chinas, aunque no hayan variado en términos de dólares, sí han fluctuado medidos en euros.

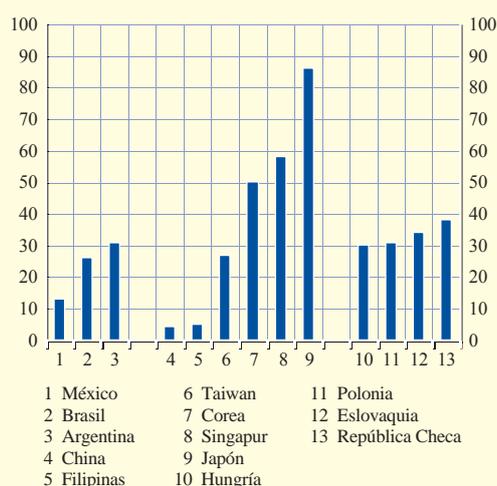
De cara al futuro, se prevé que China siga siendo un país con costes bajos durante un período prolongado. Si bien se espera que la oferta de trabajadores jóvenes, que son los más propensos a emigrar, disminuya en los próximos años, la reducción de las barreras que dificultan la migración y la deslocalización de la producción hacia las provincias del interior debería ayudar a las empresas manufactureras chinas a utilizar mano de obra rural barata durante un período más prolongado. Y lo que es incluso más importante, la proporción de trabajadores chinos en el sector agrícola es todavía muy elevada, rondando el 40%, de lo que se deduce que podría haber un margen de maniobra notable para reestructurar el factor trabajo y aumentar la productividad en China.

No obstante, incluso si el mercado de trabajo se torna más tenso y aumentan las presiones salariales, se prevé que la ventaja de China en términos de costes sólo se reducirá gradualmente. La actualización más reciente de las estadísticas de costes laborales internacionales, realizada por el Bureau of Labor Statistics de Estados Unidos indica que la remuneración por hora trabajada en el sector manufacturero en China asciende solo a un 4% del nivel de Estados Unidos (véase gráfico C). China registra los salarios más bajos de los 35 países que comprende el análisis, situándose ligeramente por debajo del nivel de Filipinas, en un tercio del de México y en un octavo del de los países de Europa del Este. Si bien estas cifras reflejan, en parte, los diferenciales de productividad, también sugieren que las manufacturas chinas son muy competitivas en términos de precios. Como resultado, los bienes producidos en China siguen vendiéndose a notable descuento en los mercados europeos en comparación con los de otros competidores. Los expertos del BCE estiman la ventaja, en términos de precios, de los productos de exportación chinos en torno al 30% (véase gráfico D). Dado que, en

promedio, los bienes producidos en China son más baratos que los importados de otros países no pertenecientes a la zona del euro, el aumento de la cuota de importaciones de origen chino en los mercados de la zona del euro tendrá un impacto a la baja en los precios de importación de la zona (lo que se denomina «efecto de cuota»). Como resultado, incluso si los salarios chinos convergen más rápidamente con los de otras economías más avanzadas, el impacto en el corto a medio plazo sobre los precios de importación de la zona del euro podría ser limitado, a condición de que la participación de China en las importaciones de la zona siga creciendo.

Gráfico C Nivel relativo de los salarios en China en 2008

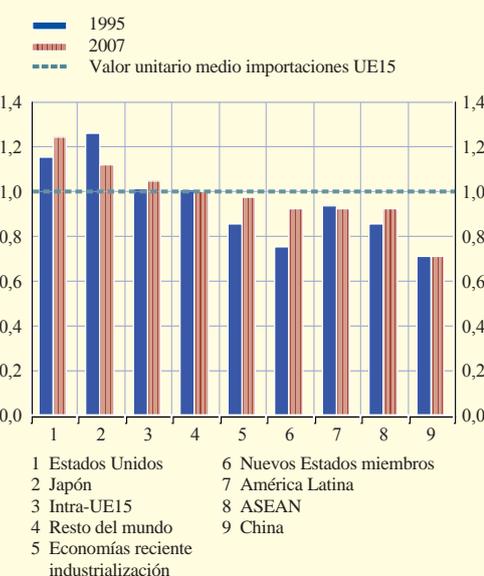
(remuneración por hora trabajada en el sector manufacturero; Estados Unidos = 100)



Fuente: Bureau of Labor Statistics, Estados Unidos.

Gráfico D Valores unitarios relativos de las importaciones de manufacturas de la UE15 por país de origen

(en relación con el valor unitario medio de las importaciones de la UE15)



Fuentes: G. Pula y D. Santabábara «Is China climbing up the technology ladder», *Working Paper Series*, n.º 1310, BCE, 2011.

Nota: Los valores unitarios relativos se calculan al nivel de productos de 8 dígitos de la CN y se agregan por ponderaciones basadas en las exportaciones de los países. El valor unitario relativo se calcula como el valor unitario de un producto dado procedente de un país dado dividido por el valor unitario medio de ese producto en todos los países de origen de las importaciones.

1.2 MERCADOS DE MATERIAS PRIMAS

Los precios del petróleo descendieron en junio. El precio del barril de Brent se situaba, el 6 de julio, en 112,8 dólares estadounidenses, es decir, todavía un 21% por encima del nivel de comienzos de año, pero un 3,3% por debajo del registrado a principios de junio (véase gráfico 4). De cara al futuro, los participantes en los mercados prevén que los precios del petróleo sean ligeramente más altos en el medio plazo; por su parte, los futuros con entrega en diciembre de 2012 se negocian actualmente en torno a 113,2 dólares estadounidenses el barril.

El descenso de los precios se produjo tras la decisión de la Agencia Internacional de la Energía de liberar 60 millones de barriles de las reservas estratégicas de los países miembros, a un ritmo de 2 millones

de barriles diarios. La decisión se adoptó en un contexto de persistentes tensiones en el equilibrio de la oferta y la demanda, que tuvieron su origen en las restricciones de la oferta asociadas con la actual situación de conflicto en Libia, y que se vieron exacerbadas por la fuerte demanda de las economías emergentes.

Los precios de las materias primas no energéticas también descendieron durante el mes de junio. En el caso de los alimentos, el descenso de los precios se produjo en respuesta a los datos positivos respecto a las cosechas de 2011. Los precios de los metales también registraron una moderación por la inquietud respecto a las perspectivas macroeconómicas mundiales. En cifras agregadas, el índice de precios de las materias primas no energéticas (denominado en dólares estadounidenses) se situaba, hacia finales de junio, un 0,1 % por debajo del nivel observado a comienzos del año.

Gráfico 4 Evolución de los precios de las materias primas



Fuentes: Bloomberg y HWWI.

1.3 TIPOS DE CAMBIO

Desde abril hasta comienzos de julio, el tipo de cambio efectivo nominal del euro, medido frente a las monedas de 20 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro, experimentó fluctuaciones más bien amplias. El 6 de julio, el tipo de cambio efectivo nominal del euro se situaba en un nivel próximo al registrado a finales de marzo de 2011 y un 1,1 % por encima de la media de 2010 (véase gráfico 5).

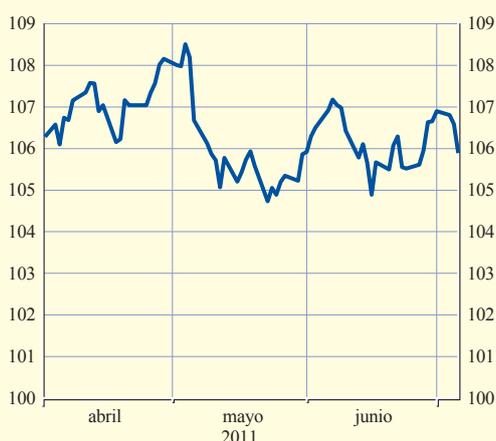
En términos bilaterales, en los tres últimos meses la evolución del tipo de cambio efectivo nominal fue el resultado de movimientos, en parte compensatorios, frente a la mayoría de las principales monedas. Entre el 31 de marzo y el 6 de julio de 2011, el euro se apreció un 1,8 % frente a la corona sueca, un 1,3 % frente a la libra esterlina y un 0,8 % frente al dólar estadounidense. Por el contrario, se depreció significativamente frente al franco suizo (7,3 %) y frente al yen japonés (1,3 %) (véase cuadro 1). La apreciación del euro frente al dólar estadounidense no correspondió a una apreciación similar frente al renminbi chino, ya que este se apreció más de un 1 % frente al dólar estadounidense. La volatilidad, medida a partir de los precios de las opciones sobre tipos de cambio, aumentó significativamente durante el período considerado, especialmente en los pares de monedas euro/dólar estadounidense y euro/franco suizo.

Entre el 31 de marzo y el 6 de julio de 2011, las monedas que participan en el MTC II se mantuvieron, en general, estables frente al euro, cotizando al tipo de cambio correspondiente a las respectivas paridades centrales o en torno a dichas paridades. El lats letón cotizó en niveles próximos a la zona débil de la banda de fluctuación de ± 1 %, establecida unilateralmente.

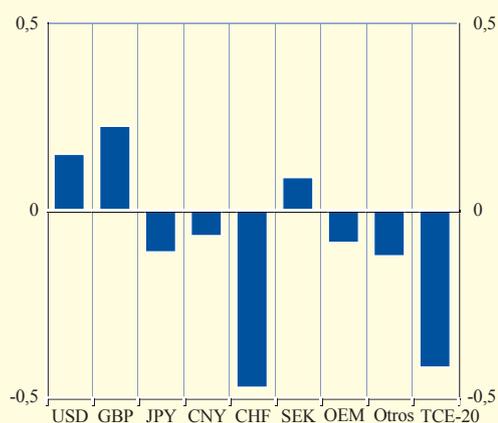
Gráfico 5 Tipo de cambio efectivo del euro (TCE-20) y sus componentes¹⁾

(datos diarios)

Índice: I 1999 = 100



Contribuciones a las variaciones del TCE-20²⁾
Del 31 de marzo al 6 de julio 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.

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 a 6 de julio de 2011	Apreciación (+)/depreciación (-) del euro a 6 de julio de 2011		
			desde: 31 de marzo de 2011	1 de enero de 2010	en comparación con: media de 2010
Dólar estadounidense	19,4	1,43	0,8	-0,5	8,0
Libra esterlina	17,8	0,895	1,3	0,4	4,3
Renminbi chino	13,6	9,26	-0,5	-5,7	3,2
Yen japonés	8,3	116,0	-1,3	-13,2	-0,2
Franco suizo	6,4	1,21	-7,3	-18,9	-12,6
Zloty polaco	4,9	3,95	-1,4	-3,6	-1,0
Corona sueca	4,1	9,09	1,8	-10,8	-4,7
Corona checa	3,9	24,27	-1,1	-7,7	-4,0
Won coreano	3,1	1.522,70	-2,0	-8,4	-0,6
Forint húngaro		265,06	-0,2	-1,8	-3,8
TCEN ²⁾		105,9	-0,4	-5,3	1,1

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).

I.4 PERSPECTIVAS DEL ENTORNO EXTERIOR

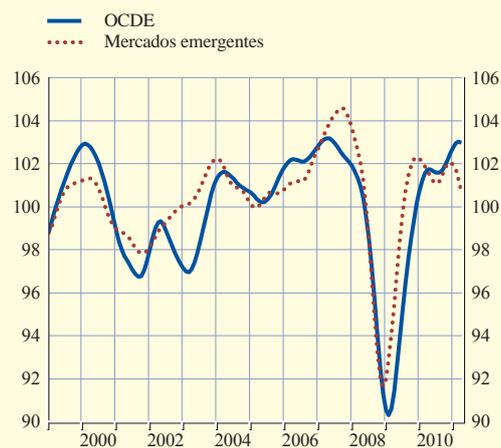
De cara al futuro, a medida que se reduce la influencia de los factores transitorios restrictivos de la actividad económica mundial en el segundo trimestre de 2011, el crecimiento económico mundial podría experimentar un repunte en el segundo semestre del año. En consonancia con las tendencias actuales, el indicador sintético adelantado de la OCDE correspondiente a abril sugería una suave pérdida de impulso

del crecimiento en la mayoría de las principales economías. No obstante, desde finales del pasado año, la recuperación subyacente se ha afianzado en mayor medida y se prevé que las perspectivas de la economía mundial sigan siendo positivas. En particular, las perspectivas de crecimiento de los mercados emergentes continúan siendo dinámicas, pese a los esfuerzos por aplicar políticas monetarias y fiscales más restrictivas en esos países. Al mismo tiempo, se prevé que las secuelas de la crisis financiera seguirán siendo un lastre para la recuperación, lo que afectará negativamente a las perspectivas de una rápida mejora de la situación de los mercados de trabajo, especialmente en algunas de las principales economías avanzadas. Además, las políticas necesarias para reencauzar la situación presupuestaria en las principales economías avanzadas por una senda sostenible puede limitar el crecimiento en el corto plazo.

Los riesgos para estas perspectivas económicas siguen estando, en general, equilibrados en un entorno de fuerte incertidumbre. Por un lado, el crecimiento mundial podría repuntar con más fuerza de lo esperado. Por otro lado, los riesgos a la baja guardan relación con las tensiones que aún persisten en algunos segmentos de los mercados financieros, con los nuevos aumentos de los precios de la energía, las presiones proteccionistas y la posibilidad de que se produzca una corrección desordenada de los desequilibrios mundiales.

Gráfico 6 Indicadores sintéticos adelantados de la OCDE

(datos mensuales; ajustados a la amplitud del ciclo)



Fuente: OCDE.

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

2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

2.1 DINERO Y CRÉDITO DE LAS IFM

La tasa de crecimiento interanual de M3 registró un aumento en mayo de 2011, mientras que la de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado se mantuvo prácticamente invariable. En general, haciendo abstracción de la evolución a corto plazo, los datos más recientes siguen apuntando a una recuperación gradual de la dinámica monetaria, aunque el crecimiento sigue siendo moderado. Por consiguiente, las presiones inflacionistas derivadas del crecimiento monetario están contenidas actualmente. Al mismo tiempo, la liquidez monetaria acumulada antes del período de tensiones financieras continúa siendo abundante, pese a cierto ajuste a la baja. La reversión de este exceso de liquidez puede contribuir a acomodar las presiones inflacionistas sobre los precios de los activos y los precios de consumo en la zona del euro.

EL AGREGADO MONETARIO AMPLIO M3

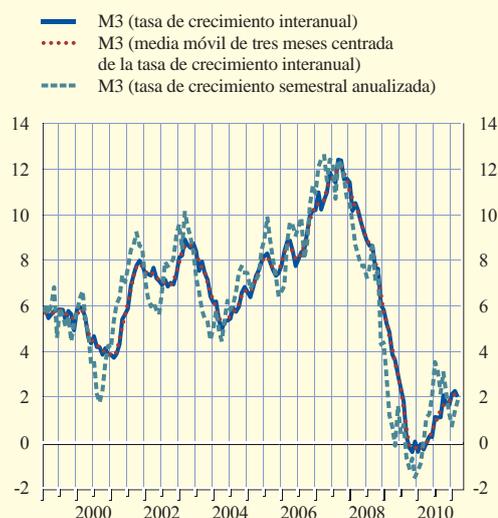
La tasa de crecimiento interanual de M3 aumentó hasta situarse en el 2,4 % en mayo de 2011, desde el 2 % de abril (véase gráfico 7). Esta evolución tuvo su origen en la fortaleza de la tasa de crecimiento intermensual de M3, que alcanzó el 0,5 % en mayo, tras haber sido de cero en abril. Al mismo tiempo, más de tres cuartas partes del incremento intermensual de mayo fueron atribuibles a los considerables flujos de entrada registrados en las cesiones temporales. A su vez, estos flujos se debieron íntegramente a las operaciones interbancarias de préstamos con garantías realizadas a través de entidades de contrapartida central (ECC), que forman parte del sector tenedor de dinero. Los aumentos observados recientemente en la volatilidad de estas operaciones en términos intermensuales han generado cierta volatilidad en la tasa de crecimiento interanual de M3. Sin embargo, esto no ha influido en la valoración general de que el crecimiento monetario se está fortaleciendo gradualmente, aunque sigue siendo moderado.

Por lo que respecta a los componentes, la tasa de crecimiento interanual de M1 continuó descendiendo en mayo, mientras que la de los otros depósitos a corto plazo (es decir, M2 menos M1) aumentó de nuevo. Esta evolución continúa reflejando, en gran medida, el proceso de sustitución que se está produciendo dentro de M3 y que está vinculado al incremento gradual de la remuneración de los depósitos a corto plazo y de los depósitos de ahorro observado en los últimos meses. Estos aumentos han provocado desplazamientos desde los depósitos a la vista hacia depósitos mejor remunerados incluidos en M3.

En cuanto a las contrapartidas, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado experimentó un ligero aumento en mayo. Las tasas de crecimiento interanual de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras y a los hogares prácticamente no se modificaron con respecto al mes precedente.

Gráfico 7 Crecimiento de M3

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



Fuente: BCE.

Los principales activos que mantienen las IFM (excluido el Eurosistema) de la zona del euro aumentaron en mayo, después de dos meses consecutivos de disminución en términos intermensuales. Esta evolución tuvo su origen principalmente en los incrementos de los activos exteriores y de los préstamos al sector privado que, en el caso de estos últimos, es atribuible a un aumento de las operaciones interbancarias de préstamos con garantías realizadas a través de entidades de contrapartida central, ya que este incremento quedó reflejado en una reducción de los préstamos directos entre IFM. Si se considera el período comprendido entre marzo y mayo en su conjunto, los principales activos de las IFM (excluido el Eurosistema) disminuyeron, en general, reflejando el elevado grado de volatilidad observado en estos activos en los últimos meses.

PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

La tasa de crecimiento interanual del agregado monetario estrecho M1 continuó disminuyendo en mayo, mientras que la de los otros depósitos a corto plazo aumentó de nuevo y la de los instrumentos negociables (esto es, M3 menos M2) pasó a ser considerablemente positiva. Actualmente, el componente que más contribuye a la tasa de crecimiento interanual de M3 son los depósitos a corto plazo, mientras que el fortalecimiento observado en el crecimiento de M3 en mayo quedó reflejado en un incremento de la contribución de los instrumentos negociables.

La tasa de crecimiento interanual de M1 se redujo sustancialmente en mayo y se situó en el 1,2%, desde el 1,6% de abril. Este descenso tiene su origen en los flujos de salida por importe de 17 mm de euros registrados en los depósitos a la vista, que principalmente fueron atribuibles a las sociedades no financieras y a los intermediarios financieros no monetarios.

En cambio, la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista aumentó de manera acusada y se situó en el 3,9% en mayo, desde el 3,3% del mes precedente. Este incremento se debió a los considerables flujos de entrada registrados tanto en los depósitos de ahorro a corto plazo como en los depósitos a corto plazo. Estas persistentes entradas se produjeron en el contexto de una nueva ampliación del diferencial entre la remuneración de los depósitos a la vista y la de otros depósitos a corto plazo, lo que dio lugar a efectos de sustitución dentro de M3.

La tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables aumentó sustancialmente en mayo, hasta el 2,7%, desde el -0,8% de abril, situándose claramente en cotas positivas y en el nivel más elevado desde diciembre de 2008. No obstante, la totalidad de este incremento tuvo su origen en las operaciones interbancarias anteriormente mencionadas canalizadas a través de ECC. Estas operaciones compensaron con creces la considerable disminución registrada en las cesiones temporales con otras entidades de contrapartida, las continuadas ventas netas de participaciones en fondos del mercado monetario por parte del sector privado y los reducidos flujos de salida observados en los valores distintos de acciones a corto plazo de las IFM.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3, que incluyen los depósitos a corto plazo y las cesiones temporales, y que constituyen el agregado monetario más amplio para el que se dispone de un detalle puntual por sectores, aumentó hasta situarse en el 3,4% en mayo, desde el 3% de abril. Este repunte fue consecuencia de la evolución de las tenencias de depósitos de M3 por parte de los OIF (es decir, los intermediarios financieros no monetarios distintos de las empresas de seguros y fondos de pensiones) y de las sociedades no financieras. No obstante, en el caso de estas últimas, el incremento observado en la tasa de crecimiento interanual es atribuible a un efecto de base, ya que este sector registró salidas significativas, en términos intermensuales, que tuvieron origen en su totalidad en los depósitos a la vista. La tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3 en manos de los hogares no se modificó, pese a que se produjeron unas entradas mensuales considerables.

PRINCIPALES CONTRAPARTIDAS DE M3

En cuanto a las contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual del crédito concedido por las IFM a residentes en la zona del euro se situó en el 3,1 % en mayo, frente al 3,2 % de abril (véase cuadro 2). Esta evolución fue resultado de un nuevo y significativo descenso de la tasa de crecimiento interanual del crédito concedido a las Administraciones Públicas y de un ligero aumento de la tasa de crecimiento interanual del crédito otorgado al sector privado.

La reducción del crecimiento del crédito concedido a las Administraciones Públicas oculta una evolución divergente de los préstamos (cuya tasa de crecimiento interanual volvió a experimentar un acusado descenso) y de los valores distintos de acciones (con una tasa que aumentó ligeramente). Esta dinámica se debe, en gran parte, a la sustitución de préstamos por valores públicos. No obstante, la tasa de crecimiento interanual del crédito otorgado a este sector sigue siendo elevada, reflejando, en gran medida, el impacto de la financiación de anteriores transferencias de activos a estructuras de «bancos malos» clasificadas como parte del sector público, que seguirá siendo evidente en las tasas de crecimiento interanual hasta septiembre de 2011.

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 II	2010 III	2010 IV	2011 I	2011 Abr	2011 May
M1	48,6	10,3	7,9	4,9	3,2	1,6	1,2
Efectivo en circulación	8,4	6,4	6,5	5,6	4,9	4,3	4,4
Depósitos a la vista	40,2	11,2	8,1	4,8	2,9	1,1	0,5
M2 - M1 (= otros depósitos a corto plazo)	39,3	-8,0	-5,1	-1,1	1,4	3,3	3,9
Depósitos a plazo hasta dos años	19,2	-21,4	-16,2	-8,7	-2,7	2,3	3,2
Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses	20,0	10,3	8,4	7,2	5,4	4,3	4,6
M2	87,9	1,5	1,8	2,2	2,4	2,4	2,4
M3 - M2 (= instrumentos negociables)	12,1	-9,8	-6,5	-3,0	-1,6	-0,8	-2,7
M3	100,0	-0,1	0,7	1,5	1,9	2,0	2,4
Crédito a residentes en la zona del euro		1,8	2,1	3,3	3,7	3,2	3,1
Crédito a las Administraciones Públicas		9,2	7,8	11,8	10,9	7,4	6,2
Préstamos a las Administraciones Públicas		6,7	6,5	15,5	17,8	12,7	9,0
Crédito al sector privado		0,2	0,8	1,5	2,0	2,3	2,4
Préstamos al sector privado		0,2	0,9	1,7	2,4	2,6	2,7
Préstamos al sector privado ajustados de ventas y titulizaciones ²⁾		0,4	1,2	2,2	2,8	2,8	2,9
Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas)		4,5	2,6	2,7	2,8	3,1	3,5

Fuente: BCE.

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

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

La tasa de crecimiento interanual del crédito otorgado al sector privado de la zona del euro experimentó un ligero aumento y se situó en el 2,4 % en mayo, desde el 2,3 % del mes precedente, como consecuencia de los leves incrementos de las tasas de crecimiento interanual de sus dos principales componentes, los préstamos al sector privado y los valores distintos de acciones. En los primeros se registraron elevados flujos mensuales de entrada, aunque las operaciones interbancarias realizadas a través de ECC representaron aproximadamente la mitad de dichas entradas.

Las tasas de crecimiento interanual de i) los préstamos concedidos por las IFM a las sociedades no financieras ajustados de ventas y titulizaciones de préstamos, y ii) los préstamos otorgados a dicho sector retenidos en los balances de las IFM, prácticamente no se modificaron con respecto a los dos meses

anteriores, y en mayo se situaron en el 1,8% y el 0,9%, respectivamente, pese a registrarse unos flujos de entrada moderados (véase cuadro 3). Actualmente existe una brecha considerable, y en aumento, entre estas dos tasas de crecimiento (véase el recuadro 2, titulado «El impacto de las actividades de venta y titulización de préstamos en la evolución reciente de los préstamos concedidos por las IFM a las sociedades no financieras y a los hogares»). En cuanto al detalle por plazos de vencimiento, la estabilización de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos retenidos en los balances de las IFM refleja cierta pérdida de impulso de la recuperación de los préstamos a corto plazo, tras observarse unas tasas de crecimiento considerablemente negativas a principios de 2010, ya que las contribuciones de los préstamos a otros plazos básicamente no han variado desde finales del citado año. Las nuevas estadísticas de las IFM muestran que los créditos renovables representan una parte importante de los flujos registrados, en términos intermensuales, en el crédito otorgado a las sociedades no financieras. La heterogeneidad evidente en los distintos países en la evolución de los préstamos sigue siendo significativa, en consonancia con el hecho de que la recuperación de la actividad económica está siendo desigual y con las diferencias que actualmente son patentes en las necesidades de financiación externa de los sectores industriales individuales de los diversos países de la zona del euro.

Cuadro 3 Préstamos de las IFM al sector privado

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

	Saldo vivo en porcentaje del total ¹⁾	Tasas de crecimiento interanual					
		2010 II	2010 III	2010 IV	2011 I	2011 Abr	2011 May
Sociedades no financieras	42,1	-2,2	-1,3	-0,4	0,5	0,9	0,9
<i>Ajustados de ventas y titulizaciones</i> ²⁾	-	-1,9	-0,7	0,6	1,5	1,9	1,8
Hasta un año	24,5	-10,8	-8,3	-5,0	-1,6	1,0	0,9
De uno a cinco años	18,7	-4,6	-3,5	-2,1	-1,9	-2,6	-2,1
Más de cinco años	56,9	3,1	2,9	2,4	2,3	2,1	1,9
Hogares ³⁾	46,9	2,6	2,8	2,8	3,1	3,4	3,4
<i>Ajustados de ventas y titulizaciones</i> ²⁾	-	2,7	2,9	3,0	3,1	3,0	3,1
Crédito al consumo ⁴⁾	12,1	-0,5	-0,5	-0,7	-0,7	-0,5	-0,7
Préstamos para adquisición de vivienda ⁴⁾	72,1	3,0	3,4	3,5	4,0	4,4	4,4
Otros fines	15,8	3,2	2,9	2,5	2,4	1,8	2,0
Empresas de seguros y fondos de pensiones	0,8	-9,0	-1,0	7,7	7,6	1,0	2,6
Otros intermediarios financieros no monetarios	10,2	0,9	2,5	4,7	7,0	6,1	7,3

Fuente: BCE.

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

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

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

3) Según la definición del SEC 95.

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

Recuadro 2

EL IMPACTO DE LAS ACTIVIDADES DE VENTA Y TITULIZACIÓN DE PRÉSTAMOS EN LA EVOLUCIÓN RECIENTE DE LOS PRÉSTAMOS CONCEDIDOS POR LAS IFM A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y A LOS HOGARES

En el entorno macroeconómico actual, la valoración de si el sistema bancario proporciona suficiente financiación a los hogares y a las sociedades no financieras reviste una importancia clave. Habida cuenta de las actividades de venta y de titulización de préstamos (o la reversión de estas activi-

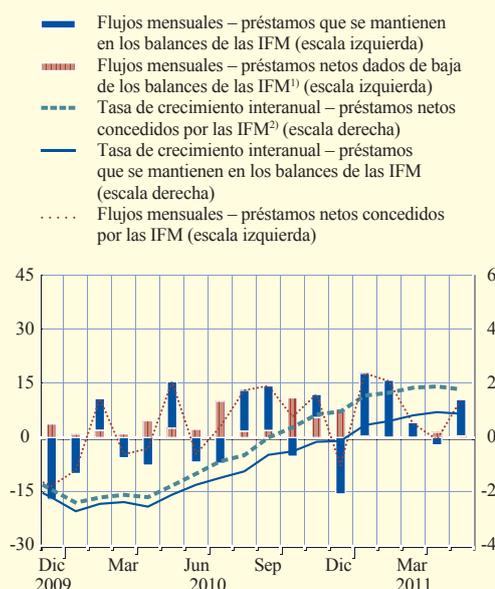
dades¹, esta valoración exige disponer de amplia información sobre todos los préstamos concedidos por las IFM en un mes determinado, en lugar de información más restringida sobre los préstamos otorgados por este sector y que se mantienen en sus balances. Esto es aún más necesario si se tiene en cuenta el hecho de que las prácticas de contabilidad presentan diferencias en los distintos países de la zona del euro en lo que respecta a la baja de préstamos titulizados de los balances de las IFM, que podrían influir en la comparabilidad de los datos nacionales sobre préstamos². Para hacer frente a este reto, el BCE ha publicado recientemente un exhaustivo conjunto de estadísticas monetarias y financieras, nuevas y mejoradas, que incluyen detalles de las actividades de venta y de titulación de préstamos de las IFM por sector prestatario. Estas estadísticas se remontan a diciembre de 2009, lo que permite ajustar las tasas de crecimiento interanual de los préstamos otorgados por las IFM a sectores prestatarios concretos por la baja de préstamos de los balances de las IFM resultante de su venta o titulación, proporcionando una indicación más adecuada del total de préstamos concedidos por las IFM. Estos nuevos datos se han armonizado entre los distintos países de la zona del euro de conformidad con un nuevo Reglamento sobre estadísticas³, y constituyen una mejora con respecto a los datos disponibles anteriormente, que se publicaron a partir de enero de 2009. Esos datos no estaban armonizados y se proporcionaban utilizando «la mejor estimación» de los préstamos otorgados a los hogares y a las sociedades no financieras únicamente. En este recuadro se describe el impacto de las operaciones de titulación en los préstamos concedidos a las sociedades no financieras y a los hogares utilizando estos nuevos datos.

Préstamos a las sociedades no financieras

Del gráfico A se desprende claramente que, en los doce últimos meses, las titulaciones y las ventas de préstamos de las IFM han afectado considerablemente a la tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras. De hecho, la brecha entre la tasa de crecimiento interanual del total de préstamos concedidos por las IFM a las sociedades no financieras y la de los préstamos que se mantienen en los balances de las IFM ha estado ampliándose desde principios de 2010, y en mayo de 2011 era de aproximadamente 1 punto porcentual, registrándose unas actividades de titulación y de venta de préstamos especialmente intensas en el cuarto trimestre de 2010. La

Gráfico A Préstamos concedidos por las IFM a las sociedades no financieras

(mm de euros; tasas de variación interanual)



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.
1) Préstamos netos dados de baja de los balances de las IFM como consecuencia de ventas y operaciones de titulación.
2) Nuevas concesiones de créditos menos amortizaciones. Esto se denomina préstamos «ajustados de ventas y titulaciones» en la nota de prensa del BCE sobre la evolución monetaria.

1 Se refiere a una situación en la que préstamos previamente titulizados (o vendidos) se vuelven a incluir en el balance de una IFM.
2 Para conocer valoraciones anteriores del impacto de las operaciones de titulación sobre el crecimiento de los préstamos al sector privado, véanse el recuadro titulado «El impacto de la titulación fuera de balance o real tradicional sobre la evolución reciente de los préstamos concedidos por las IFM», *Boletín Mensual*, BCE, septiembre de 2008, y el artículo titulado «La titulación en la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, febrero de 2008.
3 Reglamento BCE/2008/32 relativo al balance del sector de las instituciones financieras monetarias. En la dirección www.ecb.europa.eu puede consultarse una nota de prensa publicada el 27 de junio de 2011 en la que se describen los nuevos datos.

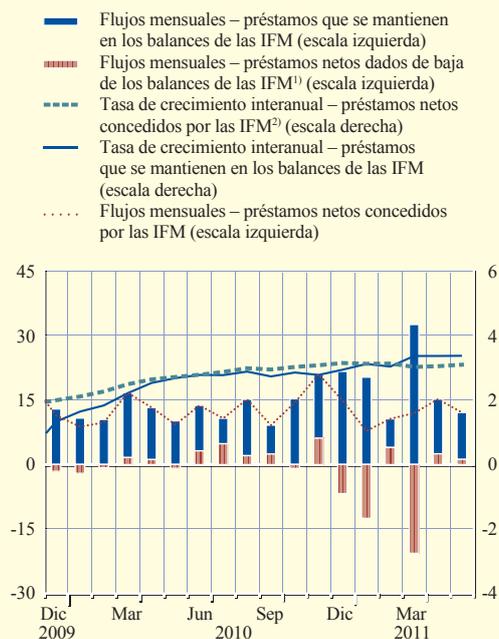
significativa divergencia observada entre estas dos tasas de crecimiento refleja transferencias de préstamos a gran escala de IFM residentes en Irlanda y (en menor medida) en Alemania a «bancos malos» ubicados en dichos Estados miembros, es decir, a instituciones financieras no pertenecientes al sector de IFM. Estas transferencias han tenido un considerable efecto moderador en la tasa de crecimiento interanual de los préstamos que se mantienen en el balance de las IFM, haciendo que presente divergencias con respecto a la del total de préstamos otorgados por las IFM. Por consiguiente, en general, la información más amplia disponible sobre los préstamos de las IFM indica que la tasa de crecimiento interanual de este tipo de financiación proporcionada por las IFM a las sociedades no financieras pasó a ser positiva en octubre de 2010 y actualmente duplica el crecimiento que señalan los datos sobre préstamos de las IFM y que se mantienen en sus balances.

Préstamos a los hogares

A diferencia de lo observado en las operaciones de titulización descritas en relación con los préstamos concedidos a las sociedades no financieras, recientemente, las IFM han vuelto a incluir en sus balances préstamos otorgados a los hogares previamente titulizados. Es posible que las IFM estén revirtiendo titulizaciones anteriores con el fin de utilizar los préstamos que respaldaban estos valores para crear otros instrumentos de financiación, como bonos garantizados (*covered bonds*), cuya demanda sigue siendo elevada. En consecuencia, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares que se mantienen en los balances de las IFM ha superado a la del total de préstamos concedidos por este sector a los hogares en los últimos meses, como se muestra en el gráfico B. No obstante, este es un fenómeno relativamente novedoso, ya que las diferencias entre las dos tasas de crecimiento observadas a principios y finales de 2010 tuvieron su origen en el hecho de que el crecimiento interanual del total de préstamos concedidos por las IFM a los hogares superó al de los préstamos que se mantienen en los balances de las IFM. La evolución descrita reflejó, en cierta medida, las operaciones de «titulización retenida», que se producen cuando la IFM conserva los valores distintos de acciones generados en el proceso de titulización para su utilización en las operaciones de financiación del banco central.

Gráfico B Préstamos concedidos por las IFM a los hogares

(mm de euros; tasas de variación interanual)



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

1) Préstamos netos dados de baja de los balances de las IFM como consecuencia de ventas y operaciones de titulización.

2) Nuevas concesiones de créditos menos amortizaciones. Esto se denomina préstamos «ajustados de ventas y titulizaciones» en la nota de prensa del BCE sobre la evolución monetaria.

Conclusiones

En general, las operaciones de titulización y las ventas de préstamos han tenido efectos significativos, y en ocasiones opuestos, en las tasas de crecimiento interanual de los préstamos concedidos a los hogares y a las sociedades no financieras. Si los datos se corrigen por el impacto de las tituliza-

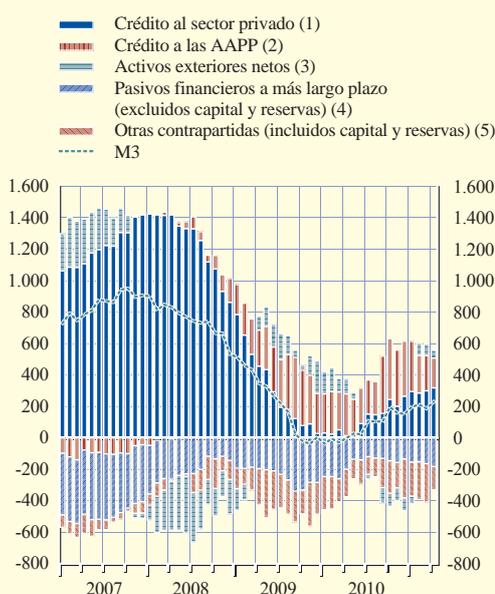
ciones y las ventas de préstamos, el mínimo observado en la tasa de crecimiento interanual de los préstamos otorgados a las sociedades no financieras fue menos severo, y la recuperación ha sido algo más intensa de lo que indica la tasa de crecimiento de los préstamos que se mantienen en los balances de las IFM. A diferencia de los préstamos otorgados a las sociedades no financieras, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a los hogares que se mantienen en los balances del citado sector ha aumentado ligeramente en los últimos meses, ya que las IFM parecen haber vuelto a incluir en sus balances préstamos previamente titulizados. Esta evolución divergente subraya la importancia de tener en cuenta las operaciones de titulización al valorar el volumen de financiación que las IFM están proporcionando al sector privado no financiero.

Las tasas de crecimiento interanual de i) los préstamos concedidos por las IFM a los hogares ajustados de ventas y titulizaciones, y ii) los préstamos otorgados a dicho sector retenidos en los balances de las IFM, se situaron en el 3,1% y el 3,4%, respectivamente, en mayo. El endeudamiento de los hogares siguió estando impulsado por los préstamos para adquisición de vivienda, mientras que el crédito al consumo siguió disminuyendo, en términos interanuales. Es probable que la debilidad del crédito al consumo refleje la falta de disposición a realizar compras «importantes» resultante del hecho de que el crecimiento de la renta disponible sigue siendo moderado y de los elevados niveles de endeudamiento de los hogares. La tasa de crecimiento interanual del crédito para otros fines, que incluye el crédito otorgado a empresarios individuales y a sociedades sin personalidad jurídica, se mantuvo en niveles moderadamente positivos. Por consiguiente, en general, los datos de mayo tienden a confirmar las indicaciones anteriores de que la recuperación de los préstamos a los hogares se ha estabilizado en los últimos meses.

Entre 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 incrementó hasta el 3,5% en mayo, desde el 3,1% de abril. Esta evolución estuvo determinada fundamentalmente por el pronunciado fortalecimiento de la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a más largo plazo de las IFM, un avance que principalmente se debió a efectos de base y, en menor medida, a reducidos flujos de entrada en este tipo de instrumento. Aunque los hogares incrementaron considerablemente sus tenencias de depósitos a largo plazo, este aumento quedó compensado con creces por la reducción de las tenencias de estos depósitos por parte de los OIF, como consecuencia de la reversión de operaciones de titulización. El capital y las reservas registraron cuantiosos flujos mensuales de entrada, posiblemente como reflejo de los esfuerzos por recapitalizar y reforzar el sector bancario en algunos países de la zona del euro, esfuerzos que deben considerarse en el contexto de la introducción gradual de los nuevos requerimientos de capital de Basilea III a finales de 2011.

Gráfico 8 Contrapartidas de M3

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



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

Los flujos interanuales de entrada registrados en la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM se redujeron hasta situarse en 52 mm de euros en mayo, frente a los 73 mm de euros de abril (véase gráfico 8). Esta evolución fue resultado de un efecto de base significativo, que ocultó una moderada entrada mensual de 12 mm de euros. Los positivos flujos interanuales continuaron siendo resultado del hecho de que el descenso acumulado de los pasivos exteriores (principalmente en forma de depósitos) superó la disminución acumulada de activos exteriores.

En general, haciendo abstracción de la volatilidad actual, los datos más recientes continúan apuntando a una recuperación gradual del crecimiento monetario en la zona del euro. Si se consideran las tasas de crecimiento, sigue siendo válida la valoración de que, en estos momentos, la expansión monetaria subyacente es moderada y de que, a medio plazo, las presiones inflacionistas procedentes de la evolución monetaria están contenidas. Al mismo tiempo, la liquidez monetaria acumulada previamente sigue siendo abundante, pese a cierto ajuste a la baja. Esto, junto con la mejora de la confianza y de la consiguiente mayor disposición a gastar, podría traducirse eventualmente en presiones a alza sobre los precios de los activos y los precios de consumo.

2.2 EMISIONES DE VALORES

El crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro descendió ligeramente y se situó en el 3,2% en abril de 2011. El total de emisiones de este tipo de valores continuó reflejando las considerables necesidades de financiación del sector público, cierta reestructuración de los balances de las IFM y la progresiva normalización de la emisión de valores distintos de acciones por el sector empresas, en un contexto de renovada demanda de préstamos bancarios. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones cotizadas aumentó levemente, hasta el 1,4%, en abril de 2011.

VALORES DISTINTOS DE ACCIONES

En abril de 2011, la tasa de crecimiento anualizada de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro cayó hasta el 3,2%, en comparación con el 3,4% del mes precedente (véase cuadro 4). Esta ligera moderación estuvo impulsada, en gran parte, por un ritmo más intenso de contracción de la emisión a corto plazo, mientras que el crecimiento de la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo prácticamente no se modificó. Si se consideran las tendencias a corto plazo, la tasa de crecimiento semestral anualizada y desestacionalizada de los valores distintos de acciones emitidos se mantuvo básicamente invariable en abril de 2011, en contraste con el rápido descenso observado entre enero y marzo de 2011, desde el 5% hasta el 3% (véase gráfico 9).

Desde principios de 2010, el crecimiento positivo de la emisión de valores distintos de acciones ha estado íntegramente impulsado por las emisiones a largo plazo, principalmente a tipo de interés fijo, mientras que el segmento a corto plazo ha continuado retrocediendo. En los últimos meses, aunque este patrón ha continuado, en líneas generales, el segmento a largo plazo y a tipo de interés variable del mercado ha mostrado señales de una recuperación moderada. En abril de 2011, las emisiones de valores distintos de acciones a largo plazo y a tipo de interés variable se incrementaron ligeramente, tras el leve descenso registrado el mes precedente.

En cuanto a los sectores emisores, la ligera disminución del crecimiento de la emisión de valores distintos de acciones registrada en abril pareció ser generalizada, con la única excepción del sector de

Cuadro 4 Valores emitidos por residentes en la zona del euro

Sector emisor	Saldo vivo (mm de euros) Abril 2011	Tasas de crecimiento interanual ¹⁾					
		2010 II	2010 III	2010 IV	2011 I	2011 Mar	2011 Abr
		Valores distintos de acciones:					
IFM	5.340	0,5	-0,6	-0,1	0,7	0,8	0,5
Instituciones financieras no monetarias	3.264	3,0	1,0	1,3	1,8	1,3	1,2
Sociedades no financieras	821	15,3	10,4	8,4	6,3	4,9	3,3
Administraciones Públicas	6.626	8,3	7,6	7,5	7,2	6,6	6,7
<i>De las cuales:</i>							
Administración Central	6.059	8,3	7,3	7,1	6,7	5,9	6,0
Otras Administraciones Públicas	567	8,2	10,9	12,3	12,9	14,4	14,5
Acciones cotizadas:							
IFM	498	6,6	5,2	6,6	6,4	6,2	6,8
Instituciones financieras no monetarias	373	5,2	4,3	3,3	1,8	2,5	2,5
Sociedades no financieras	4.021	1,5	1,0	0,8	0,6	0,5	0,6

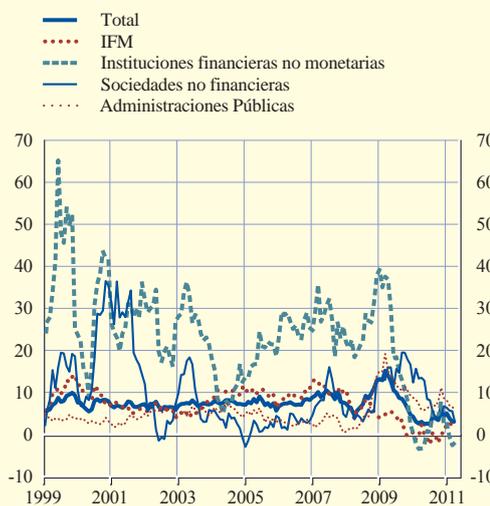
Fuente: BCE.

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

Administraciones Públicas, con una tasa de crecimiento interanual de valores distintos de acciones emitidos que registró un leve aumento y se situó en el 6,7% en abril de 2011, en comparación con el 6,6% de marzo, reflejo de las persistentes y relativamente elevadas necesidades de financiación del sector público de la zona del euro. En cambio, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las sociedades no financieras descendió de nuevo, hasta el 3,3%, en abril, desde el 4,9% de marzo, una evolución acorde con la tendencia a la baja que comenzó hace más de un año, y por tanto cayó hasta situarse bastante por debajo de su media de largo plazo, aproximadamente el 8%. La evidente reducción del crecimiento de la emisión de valores distintos de acciones por este sector puede ser atribuible, en cierta medida, a la progresiva normalización de la demanda de préstamos bancarios. De igual modo, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las IFM disminuyó hasta situarse justo por debajo del 0,5% en abril, desde el 0,8% de marzo. Este descenso oculta una recuperación gradual de la emisión de este tipo de valores por el sector de IFM, que había experimentado una contracción en el segundo semestre de 2010. El nuevo contexto regulador puede explicar, en cierta medida, el reciente repunte de la emisión de valores distintos de acciones y, en particular, de bonos garantizados por parte de las IFM de la zona del euro, que podrían estar tratando de mejorar su posición de liquidez a corto plazo. Al mismo tiempo, las emisiones de las instituciones financieras distintas de IFM cayeron marginalmente, hasta el 1,2% en abril de 2011, en comparación con el 1,3% de marzo.

Gráfico 9 Detalle por sectores de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro

(tasas de crecimiento semestrales anualizadas desestacionalizadas)



Fuente: BCE.

ACCIONES COTIZADAS

La tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones cotizadas por parte de residentes en la zona del euro aumentó ligeramente y alcanzó el 1,4% en abril de 2011, debido principalmente al aumento de las emisiones por parte de las IFM. La tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones por el citado sector se elevó hasta el 6,8% en abril de 2011, desde el 6,2% de marzo (véase gráfico 10). La emisión de acciones por las IFM de la zona del euro continuó viéndose favorecida por los esfuerzos que están realizando por reforzar los balances y fortalecer las bases de capital. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones cotizadas por las instituciones financieras distintas de IFM prácticamente no se modificó y fue del 2,5%, ligeramente superior a las tasas de crecimiento registradas el primer trimestre del año. El crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras también se mantuvo estable, en general, en abril de 2011, en el 0,6%.

Gráfico 10 Detalle por sectores de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

Los tipos de interés del mercado monetario se incrementaron ligeramente entre principios de junio y comienzos de julio de 2011. En el sexto período de mantenimiento de 2011, que empezó el 15 de junio, el EONIA tuvo un comportamiento relativamente volátil la primera semana y se situó por encima del tipo de interés de las operaciones principales de financiación, antes de descender por debajo de dicho tipo la semana siguiente. El 30 de junio registró un acusado aumento y alcanzó el 1,72%, debido a un efecto de fin de trimestre.

Los tipos de interés del mercado monetario sin garantías se incrementaron ligeramente entre principios de junio y comienzos de julio de 2011. El 6 de julio, los tipos EURIBOR a un mes, a tres meses, a seis meses y a doce meses se situaban en el 1,34%, el 1,57%, el 1,81% y el 2,19%, respectivamente, es decir, 10, 12, 8 y 4 puntos básicos por encima de los niveles observados el 8 de junio. En consecuencia, 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, se redujo 6 puntos básicos, y el 6 de julio se situaba en 85 puntos básicos (véase gráfico 11).

El tipo *swap* del EONIA a tres meses se situó en el 1,33% el 6 de julio, 8 puntos básicos por encima del nivel del 8 de junio. El tipo sin garantías correspondiente se incrementó algo más, de modo que el diferencial entre el EURIBOR a tres meses sin garantías y el tipo *swap* del EONIA con garantías al mismo plazo aumentó hasta 24 puntos básicos.

El 6 de julio, los tipos de interés implícitos en los precios de los futuros del EURIBOR a tres meses con vencimiento en septiembre y diciembre de 2011 y marzo y junio de 2012 se situaron en el 1,77%, el

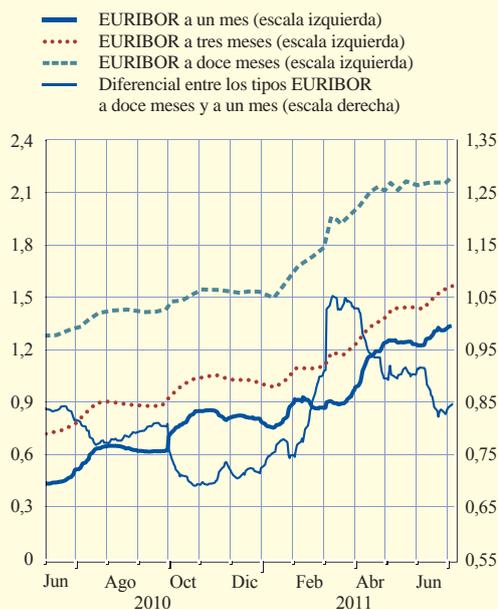
1,91%, el 1,99% y el 2,06%, respectivamente, lo que representa incrementos de unos 4 y 1 puntos básicos para los contratos con vencimiento en septiembre y diciembre de 2011 y descensos de alrededor de 3 y 7 puntos básicos, respectivamente, para los otros dos contratos, en comparación con los niveles observados el 8 de junio. Estos descensos implican un desplazamiento a la baja de la curva de tipos *forward*.

El EONIA fue ligeramente volátil entre principios de junio y comienzos de julio, continuando el patrón observado desde principios de año. Entre el 8 de junio y el 14 de junio, último día del quinto período de mantenimiento, el EONIA fluctuó entre el 1,07% y el 1,55%. Esta volatilidad puede ser atribuible, en cierta medida, a que algunas entidades de crédito prefieren cumplir las exigencias de reservas en la última parte del período. El 15 de junio, el EONIA comenzó el sexto período de mantenimiento del año por encima del tipo de interés de la operación principal de financiación efectuada al principio de ese período, y se mantuvo por encima del citado tipo durante la primera semana, reflejo de unos niveles de exceso de liquidez relativamente reducidos en el sistema bancario de la zona del euro. Posteriormente se redujo hasta situarse por debajo de dicho tipo la semana siguiente, antes de registrar un acusado incremento y situarse en el 1,72% el 30 de junio, debido a un efecto de fin de trimestre (véase gráfico 12).

El Eurosistema llevó a cabo varias operaciones de financiación entre el 8 de junio y el 6 de julio. El 14 de junio efectuó una operación de ajuste en la que se absorbieron 29,6 mm de euros, con el fin de contrarrestar el superávit de liquidez que se originó al final del quinto período de mantenimiento de 2011. En las operaciones principales de financiación del sexto período de mantenimiento, realizadas los días 14, 21 y 28 de junio y 5 de julio, el Eurosistema adjudicó 135,6 mm de euros, 186,9 mm de euros, 141,5 mm de euros y 120 mm de euros, respectivamente. El Eurosistema también llevó a cabo dos operaciones de financiación a plazo más largo en junio, en las que aplicó un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena: una operación a plazo especial el 14 de junio con plazo

Gráfico 11 Tipos de interés del mercado monetario

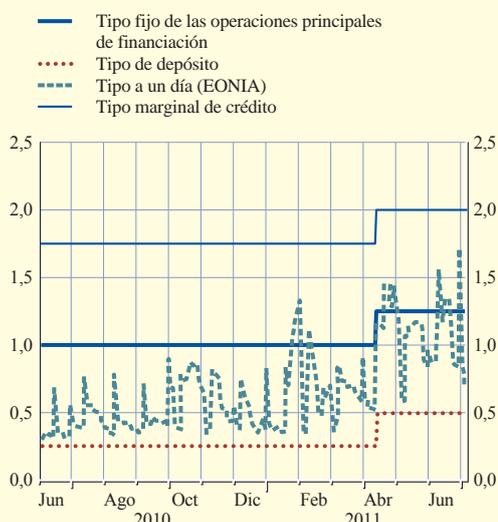
(porcentajes; diferencial en puntos porcentuales; datos diarios)



Fuentes: BCE y Thomson Reuters.

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

(porcentajes; datos diarios)



Fuentes: BCE y Thomson Reuters.

de vencimiento de un período de mantenimiento (en la que se adjudicaron 69,4 mm de euros), y una operación de financiación a plazo más largo a tres meses el 29 de junio (en la que se adjudicaron 132,2 mm de euros). El Eurosistema también realizó cuatro operaciones de absorción de liquidez a una semana los días 14, 21, 28 de junio y 5 de julio aplicando un procedimiento de subasta a tipo de interés variable con un tipo máximo de puja del 1,25%. Con estas operaciones, el Eurosistema absorbió totalmente la liquidez proporcionada mediante las adquisiciones efectuadas en el marco del programa para los mercados de valores.

En el sexto período de mantenimiento, que comenzó el 15 de junio, se observaron unos niveles de exceso de liquidez relativamente reducidos la primera semana, con un recurso medio diario a la facilidad de depósito inferior a 10 mm de euros. Posteriormente, este recurso aumentó constantemente, situándose en una media diaria de 57 mm de euros el 6 de julio.

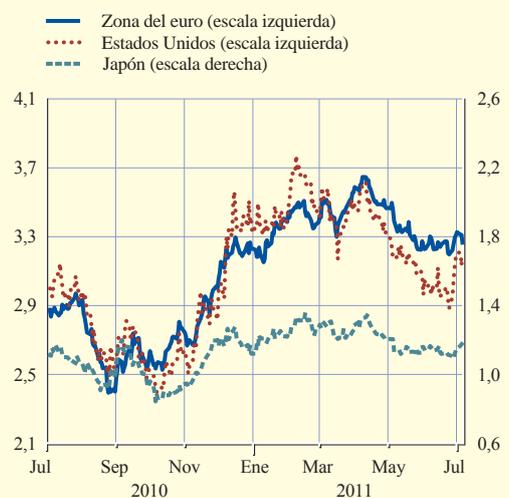
2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

En junio y a principios de julio, los rendimientos de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA de la zona del euro se mantuvieron, en general, estables, mientras que los rendimientos de los bonos a largo plazo de Estados Unidos aumentaron ligeramente. La incertidumbre respecto a la fuerza de la recuperación económica, así como las tensiones en los mercados de deuda soberana de la zona del euro afectaron aún más al clima de los mercados en la primera quincena de junio. Hacia finales de mes, dichas tensiones se moderaron y la aversión al riesgo se redujo de forma acusada en los mercados. La volatilidad implícita de los mercados de renta fija prácticamente no experimentó variaciones en la zona del euro, pero aumentó ligeramente en Estados Unidos. Los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana de la zona del euro se ampliaron aún más, especialmente en el caso de Portugal e Irlanda. Al mismo tiempo, los datos sobre las tasas de inflación implícitas a largo plazo continúan indicando que las expectativas de inflación permanecen firmemente ancladas.

En junio y a principios de julio, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA de la zona del euro se mantuvo, en general, estable, situándose en el 3,3% a finales del período analizado. En Estados Unidos, el rendimiento de los bonos a largo plazo aumentó ligeramente, en 5 puntos básicos, para situarse en el 3,1% el 6 de julio (véase gráfico 13). Por consiguiente, el diferencial de tipos de interés nominales entre el rendimiento de la deuda pública a diez años de Estados Unidos y el de la zona del euro se redujo ligeramente durante el período analizado. La volatilidad implícita de los mercados de renta fija de la zona del euro se mantuvo prácticamente estable y aumentó ligeramente en Estados Unidos entre finales de mayo y principios de julio. En Japón, el rendimiento de la deuda pública a diez años prácticamente no varió durante el período analizado, situándose en el 1,2% el 6 de julio.

Gráfico 13 Rendimiento de la deuda pública a largo plazo

(porcentajes; 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.

La evolución del rendimiento de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA de la zona del euro siguió estando determinada por varios factores. Según los participantes en los mercados, la positiva dinámica económica observada en la zona del euro y en Estados Unidos se ha moderado hasta cierto punto recientemente. En la primera quincena de junio, los datos publicados tanto en Estados Unidos como en algunos países de la zona del euro contribuyeron a frenar las presiones alcistas sobre los rendimientos de la deuda pública a largo plazo. Además, las tensiones en determinados mercados de deuda soberana de la zona del euro siguieron intensificándose, lo que hizo aumentar significativamente la demanda de deuda pública de elevada calificación y liquidez. En los últimos días de junio, al remitir esas tensiones, la aversión al riesgo se redujo de forma acusada en los mercados.

En los mercados de deuda soberana de la zona del euro, los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana de Portugal e Irlanda frente a Alemania aumentaron de nuevo durante el período analizado. Además, en junio pudo observarse una notable intensificación de los desplazamientos hacia activos más seguros. Esta evolución estuvo determinada, principalmente, por la incertidumbre respecto al programa de consolidación del Gobierno de Grecia y a las perspectivas de una reestructuración de la deuda griega. Por otra parte, los temores de que la crisis se propagara a otros países de la zona del euro, más allá de Grecia, Irlanda y Portugal, siguió afectando negativamente al clima de los mercados. De hecho, también se han observado aumentos de los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana, aunque de menor magnitud, en otros países de la zona que, no obstante, pueden atribuirse, en parte, a la mayor demanda de deuda pública alemana en junio. A finales de junio, al remitir las tensiones relacionadas con la crisis de la deuda soberana, los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana de la zona del euro se redujeron ligeramente. En el recuadro 3 se presenta un análisis de la sostenibilidad de la deuda pública griega en el marco del programa de ajuste de la UE y del FMI.

Recuadro 3

ANÁLISIS DE LA SOSTENIBILIDAD DE LA DEUDA PÚBLICA EN EL MARCO DEL PROGRAMA DE AJUSTE DE LA UE Y DEL FMI CON GRECIA

A continuación, se presentan algunos de los principales escenarios respecto a la dinámica de la deuda pública de Grecia relevantes para evaluar las perspectivas de sostenibilidad fiscal a largo plazo de este país en el marco del actual programa de ajuste económico y financiero acordado por la UE y el FMI. En consonancia con la definición de trabajo comúnmente utilizada, se considera que una trayectoria de deuda dada es insostenible si la ratio de deuda con respecto al PIB crece continuamente durante un determinado horizonte de proyección. A su vez, la sostenibilidad requiere, en general, que la ratio de deuda sea, al menos estable, en determinados supuestos verosímiles respecto a las principales variables fiscales y macroeconómicas que determinan la dinámica de la deuda¹. No obstante, en casos como el de Grecia, en los que la ratio de deuda pública con respecto al PIB ha alcanzado ya un nivel sumamente alto, la única forma de garantizar la sostenibilidad fiscal es reencauzar esa ratio por una senda firmemente descendente.

Los gráficos que se muestran a continuación presentan diferentes escenarios para la trayectoria de la ratio de la deuda pública griega con respecto al PIB durante el período comprendido entre el año en curso y 2020. El escenario de referencia se basa en los supuestos fiscales y macroeconómicos y en los compromisos en materia de política acordados en el contexto de la cuarta revisión del programa de ajuste, incluidas las privatizaciones que se ha comprometido a realizar el gobierno y que, para finales de 2015, ascen-

1 La dinámica de la deuda viene determinada por el saldo presupuestario público primario, la tasa de crecimiento económico, el tipo de interés de la deuda viva y otros ajustes de los balances que no se contabilizan en el saldo presupuestario. Véase una explicación detallada en el artículo titulado «Garantizar la sostenibilidad fiscal en la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, abril 2011.

Principales supuestos en los que se basa el escenario de referencia

(tasas de variación interanual; en porcentaje)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Crecimiento del PIB real	-4,5	-3,8	0,6	2,1	2,3	2,7	2,9	3,0	3,0	3,0	3,0
Deflactor del PIB	2,6	1,5	0,7	1,0	1,0	0,9	1,1	1,3	1,4	1,7	1,8
Tipo de interés nominal medio de la deuda pública	4,0	4,6	5,1	5,2	5,6	6,4	6,7	6,7	6,6	6,4	6,1
Ratio saldo presupuestario primario con respecto al PIB	-5,0	-0,8	-1,3	-3,4	-6,1	-6,4	-6,4	-6,4	-6,4	-6,4	-6,4

derían a 50 mm de euros (véase el cuadro). Se supone que la asistencia oficial concedida cubrirá las necesidades de financiación de Grecia hasta mediados de 2014. A partir de 2015, se supone que se producirá una mejora gradual del entorno económico y que el gobierno mantendrá una orientación prudente de la política fiscal que permitirá obtener superávits presupuestarios primarios de alrededor del 6,5 % del PIB². Aunque la consecución de este objetivo requiere considerable disciplina fiscal, otros países de la UE lograron, en el pasado, mantener superávits primarios de magnitud similar durante varios años³.

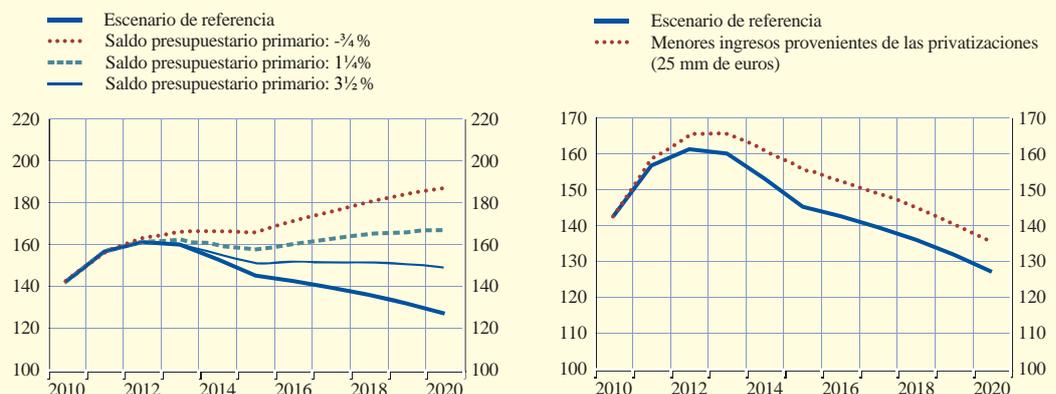
Como indica la línea continua del gráfico, conforme a estos supuestos de referencia, la ratio de deuda pública con respecto al PIB registraría un máximo del 161 % en 2012 y caería hasta el 127 % para 2020. El logro de esta trayectoria descendente depende, esencialmente, de la voluntad y la capacidad del Gobierno para perseverar en las medidas de consolidación presupuestaria y aplicar en su integridad los programas de reforma estructural y privatizaciones. Como puede observarse en el panel izquierdo, la ratio de deuda con respecto al PIB aumentará si el saldo presupuestario primario se mantiene en un nivel de alrededor del -¾ % del PIB, conforme a lo proyectado para 2011. De la misma manera, si el Gobierno mantiene un superávit presupuestario primario de alrededor del 1¼ % del PIB, de conformidad con el objetivo previsto para 2012, la ratio de deuda seguirá una trayectoria caracterizada por una pendiente claramente ascendente; la pendiente apenas se estabilizaría con un superávit primario del 3½ %, pero, habida cuenta de los importantes riesgos que rodean a las proyec-

2 Para más información sobre los supuestos macroeconómicos y los compromisos de política económica en que se basa el programa de ajuste económico de Grecia, véase Comisión Europea, «The Economic Adjustment Programme for Greece – Fourth Review», *European Economy, Occasional Papers*, n.º 82, Bruselas, julio 2011.

3 Véase una panorámica en el recuadro 8 titulado «La experiencia anterior de países de la UE con superávits primarios elevados y sostenidos», *Boletín Mensual*, BCE, junio 2011.

Grecia: Deuda de las Administraciones Públicas

(porcentajes del PIB)



Fuentes: Comisión Europea y cálculos del BCE.

ciones de tipos de interés y crecimiento a largo plazo, un escenario como este sería sumamente vulnerable a perturbaciones adversas. Además, no cabe esperar que el Gobierno griego recupere el acceso a los mercados si la ratio de deuda simplemente se estabiliza en un nivel tan elevado.

Como puede observarse en el panel derecho, la medida en que el gobierno aplique el programa de privatizaciones también afecta esencialmente a la dinámica de la deuda. La línea de puntos muestra la trayectoria de la ratio de deuda resultante si el gobierno solo obtuviese de las privatizaciones 25 mm de euros durante el período comprendido entre 2011 y 2015, en lugar de los 50 mm de euros previstos. Si bien la ratio de deuda con respecto al PIB se reduciría durante el período comprendido entre 2013 y 2020 conforme a este escenario, la reducción sería más lenta que en el escenario de referencia y la ratio de deuda con respecto al PIB todavía superaría el 135 % en 2020.

Estas proyecciones de la deuda a largo plazo están sujetas, invariablemente, a una incertidumbre considerable y los resultados son sensibles a los cambios en los supuestos respecto a las trayectorias de crecimiento y de los tipos de interés. No obstante, es posible extraer una conclusión importante con independencia de estas matizaciones: la dinámica de la deuda depende, en gran medida, de factores que el Gobierno griego puede controlar. Si las autoridades deciden poner en práctica íntegramente todas las medidas de política fiscal y estructurales que se han comprometido a adoptar y mantienen un ambicioso programa de reformas durante el horizonte que abarca el actual programa de ajuste y en años posteriores a fin de respaldar el crecimiento potencial a largo plazo, la ratio de deuda con respecto al PIB puede reencauzarse por una senda descendente. En Europa es posible, y ya hay precedentes de ello, embarcarse en un período prolongado de implacable disciplina fiscal e importantes reformas estructurales. Para ello es imprescindible alcanzar un sólido consenso político y actuar con determinación, a fin de lograr un cambio duradero en la situación fiscal y macroeconómica, que permita recuperar la competitividad y garantizar que el programa continúe por buen camino.

El rendimiento de los bonos indicados con la inflación a diez años de la zona del euro prácticamente no experimentó variación durante el período analizado, mientras que, en el caso de los bonos indicados con la inflación a cinco años, el rendimiento se redujo ligeramente, en 6 puntos básicos (véase gráfico 14). El 6 de julio, el rendimiento real *spot* a cinco y diez años era del 0,4 % y del 1,2 %, respectivamente. Al mismo tiempo, las tasas de inflación implícitas *forward* (a cinco años dentro de cinco años) de la zona del euro se redujeron ligeramente, en unos 5 puntos básicos, situándose en el 2,3 % el 6 de julio (véase gráfico 15). Las correspondientes tasas de inflación derivadas de los *swaps* prácticamente no experimentaron variación, situándose en torno al 2,4 % en la misma fecha. Las tasas de inflación implícitas han sido un tanto volátiles durante el mes pasado, posiblemente como consecuencia del hecho de que la curva de rendimientos nominales haya reaccionado con más rapidez frente a los recientes episodios de búsqueda de activos más seguros que la curva de

Gráfico 14 Rendimiento de los bonos de cupón cero indicados con la inflación en la zona del euro

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



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

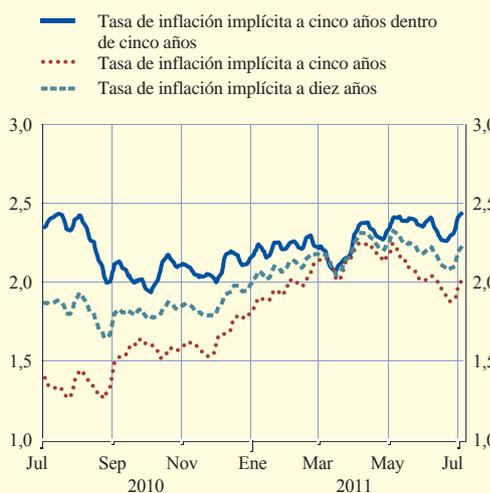
rendimientos reales. No obstante, las estimaciones de las expectativas de inflación implícitas calculadas a partir de las tasas de inflación implícitas se han mantenido, en general, en consonancia con las señales recibidas de los mercados de *swaps* iniciados con la inflación durante esos episodios. En conjunto, los indicadores basados en los mercados sugieren que las expectativas de inflación de los participantes en los mercados siguen estando firmemente ancladas.

El patrón general de rendimiento de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro puede descomponerse en variaciones de las expectativas de tipos de interés (y de las primas de riesgo asociadas) en distintos horizontes (véase gráfico 16). En comparación con finales de mayo, la estructura temporal de los tipos *forward* a corto plazo para horizontes comprendidos entre dos y tres años se ha desplazado a la baja en torno a 15 puntos básicos, posiblemente como consecuencia de los ajustes de las primas de riesgo en junio y a principios de julio.

Durante el período analizado, los diferenciales de renta fija privada con grado de inversión, emitida por las sociedades no financieras, aumentaron ligeramente, especialmente en las calificaciones más bajas. Estos indicadores parecen estar alineados con las perspectivas actuales de impago de las sociedades no financieras y se mantienen en niveles cercanos a las medias históricas y, al mismo tiempo, muy por debajo de los altos valores registrados durante la crisis financiera. Los diferenciales de renta fija privada con grado de inversión, emitida por las instituciones financieras aumentaron algo más que los de las sociedades no financieras, especialmente en el caso de los valores con calificación más baja. La inquietud respecto a la reestructuración de la deuda griega, que había tenido un impacto negativo sobre los precios de los activos financieros, también se reflejó claramente en los precios de la deuda emitida por

Gráfico 15 Tasas de inflación implícitas de cupón cero en la zona del euro

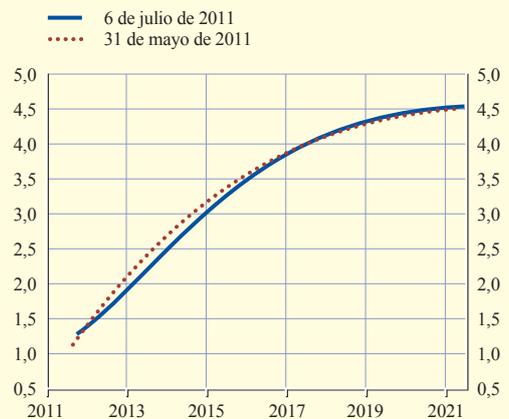
(porcentajes; medias móviles de cinco días de datos diarios; datos desestacionalizados)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Gráfico 16 Tipos de interés *forward* implícitos a un día, en la zona del euro

(porcentajes; datos diarios)



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

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

las instituciones financieras. No obstante, el rendimiento de la renta fija privada emitida por dichas instituciones siguió siendo menor que durante el período posterior a la quiebra de Lehman Brothers y, para la mayoría de las calificaciones, más bajo que a comienzos de este año.

2.5 TIPOS DE INTERÉS DE LOS PRÉSTAMOS Y DE LOS DEPÓSITOS

En mayo de 2011, la mayor parte de los tipos de interés aplicados por las IFM tendieron a aumentar ligeramente. En términos históricos, los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a hogares y sociedades no financieras siguen siendo muy bajos en todos los plazos de vencimiento.

En mayo de 2011, la mayoría de los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM tendieron a aumentar, aunque solo ligeramente. En promedio, los tipos de interés de los depósitos a corto plazo tanto de los hogares como de las sociedades no financieras se elevaron de forma moderada, en menos de 10 puntos básicos, con respecto al mes anterior (véase gráfico 17). Los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a corto plazo concedidos a los hogares se incrementaron de manera más acusada. Los tipos de interés de los préstamos a corto plazo para adquisición de vivienda se situaron en el 3,2%, alrededor de 10 puntos básicos por encima del nivel registrado en el mes precedente, y los tipos de interés del crédito al consumo fueron del 5,3%, unos 18 puntos básicos por encima del nivel que se registró en abril. La imagen relativa a las sociedades no financieras es más dispar. Los tipos de interés de los descubiertos experimentaron un ligero incremento. Los tipos de interés de los préstamos a corto plazo por importes reducidos (es decir, préstamos hasta un millón de euros) también tendieron subir, y se situaron en el 3,9%, frente al 3,8% de abril, mientras que estos mismos tipos de interés, pero aplicados a préstamos por importes elevados (es decir, de más de un millón de euros), se redujeron ligeramente, situándose en el 2,7% en mayo de 2011 (frente al 2,8% de abril). Por consiguiente, al haber aumentado el EURIBOR 10 puntos básicos en mayo, el diferencial entre los tipos de interés de los préstamos a corto plazo concedidos por las IFM a las sociedades no financieras y el tipo a tres meses del mercado monetario continuó reduciéndose en ese mes, mientras que el diferencial entre los tipos de interés de los préstamos a corto plazo otorgados a los hogares y el tipo a tres meses del mercado monetario se mantuvo, en promedio, prácticamente sin cambios (véase gráfico 18).

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

(porcentaje; tipos de interés de las nuevas operaciones)



Fuente: BCE.

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

Desde una perspectiva de más largo plazo, durante el ciclo de relajación de la política monetaria se produjo una transmisión significativa de las variaciones observadas en los tipos de interés de mercado a los tipos de interés de los préstamos y créditos aplicados por las entidades de crédito. Desde octubre de 2008 hasta abril de 2010, el EURIBOR a tres meses registró un descenso de más de 400 puntos básicos y desde entonces se ha recuperado de forma moderada. Mientras tanto, los tipos de interés a corto plazo tanto de los créditos a hogares para adquisición de vivienda como de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras disminuyeron alrededor de 300 puntos básicos. En los últimos trimestres, los tipos de interés de los préstamos a corto plazo también empezaron a repuntar y a aumentar gradualmente

En cuanto a los vencimientos a más largo plazo, la mayor parte de los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a hogares también se incrementaron, aunque parece que la evolución ha sido más dispar en el caso de los tipos de interés de los préstamos otorgados a las sociedades no financieras. Más concretamente, los tipos de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda a más de cinco años y hasta diez años de fijación del tipo inicial registraron una subida ligeramente inferior a 10 puntos básicos, y se situaron en el 4,2% en mayo de 2011. Del mismo modo, los tipos de interés medios de los préstamos por importes reducidos a más de cinco años de fijación del tipo inicial aumentaron 20 puntos básicos. No obstante, al mismo tiempo, los tipos de interés aplicados a los préstamos por importes ele-

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

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



Fuente: BCE.

Notas: Los diferenciales de los préstamos se calculan como el tipo de interés de los préstamos y créditos menos el tipo a tres meses del mercado monetario, y los de los depósitos se calculan como el tipo a tres meses del mercado monetario menos el tipo de interés de los depósitos. Es posible que los datos a partir de junio de 2010 no sean totalmente comparables con los anteriores a esa fecha, debido a los cambios metodológicos derivados de la aplicación de los Reglamentos BCE/2008/32 y BCE/2009/7 (por los que se modifica el Reglamento BCE/2001/18).

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

(porcentaje; tipos de interés de las nuevas operaciones)



Fuente: BCE.

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

vados y con un plazo de vencimiento similar se redujeron 45 puntos básicos, hasta situarse en el 3,8% en mayo de 2011, corrigiendo el máximo registrado en el mes anterior.

En mayo de 2011, el diferencial entre los tipos de interés de los préstamos a largo plazo concedidos a los hogares y el rendimiento de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA repuntó en torno a 30 puntos básicos, hasta situarse en unos 130 puntos básicos, como consecuencia del movimiento en direcciones opuestas que se observó entre el menor rendimiento de los bonos y el aumento de los tipos de interés de los préstamos. En el caso de las sociedades no financieras, el diferencial correspondiente frente a los préstamos por importes elevados se mantuvo prácticamente sin cambios, pero el diferencial frente a los préstamos por importes reducidos también se amplió en torno a 30 puntos básicos.

Desde una perspectiva de largo plazo, las entidades de crédito de la zona del euro han ajustado los tipos de interés de los préstamos a largo plazo concedidos a las sociedades no financieras prácticamente en línea con las variaciones observadas en los rendimientos de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA. Por el contrario, los tipos de interés de los préstamos a largo plazo concedidos a los hogares mostraron una transmisión algo más incompleta y lenta.

2.6 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

En junio y a principios de julio, las cotizaciones bursátiles se mantuvieron, en general, estables tanto en la zona del euro como en Estados Unidos. Durante la mayor parte de junio, el descenso de las cotizaciones bursátiles estuvo determinado por la incertidumbre respecto a la fortaleza de la recuperación mundial y las revisiones a la baja de la misma. Además, el aumento de las tensiones en los mercados de deuda soberana de la zona del euro contribuyó negativamente a la evolución de los precios de las acciones. Una vez que remitieron las tensiones, en los últimos días de junio, las cotizaciones se recuperaron. La incertidumbre de los mercados bursátiles, medida por la volatilidad implícita, aumentó inicialmente a ambos lados del Atlántico, pero se redujo hacia finales del período considerado.

Las cotizaciones bursátiles de la zona del euro y de Estados Unidos descendieron durante la mayor parte de junio, pero se recuperaron en los últimos días del mes y a comienzos de julio. En general, las cotizaciones de la zona del euro, medidas por el índice amplio Dow Jones EURO STOXX, prácticamente no experimentaron variaciones entre el 31 de mayo y el 6 de julio. En Estados Unidos el índice Standard & Poor's 500 también se mantuvo, en general, estable (véase gráfico 20). Durante el mismo período, las cotizaciones bursátiles de Japón, medidas por el índice Nikkei 225, subieron un 4%.

El descenso de las cotizaciones bursátiles durante la mayor parte de junio, que fue generalizado en todos los sectores a ambos lados del Atlántico, reflejó principalmente la incertidumbre respecto a la fortaleza de la recuperación mundial y las revisiones a la baja de la misma. Examinando los datos publicados, se observa que las cifras sobre el empleo en Estados Unidos resultaron decepcionantes en relación con las expectativas de los mercados, lo que se reflejó en una significativa caída de las cotizaciones bursátiles de Estados Unidos a comienzos de junio. Además, las tensiones en los mercados de deuda de la zona del euro resultaron ser otro factor de incertidumbre, especialmente con respecto a las perspectivas del sector financiero. En los últimos días de junio, a medida que las noticias sobre la continuación del programa de ajuste de Grecia se tornaban cada vez más positivas, se redujo la aversión al riesgo y repuntaron las cotizaciones bursátiles. En la zona del euro, el crecimiento efectivo anual de los beneficios por acción de las empresas que integran el índice Dow Jones EURO STOXX descendió hasta el 29%, desde el

32% de mayo, mientras que los participantes en las encuestas todavía prevén que el crecimiento de los beneficios por acción a 12 meses vista se mantendrá en torno al 12%.

Tanto en la zona del euro como en Estados Unidos, el nivel de incertidumbre en los mercados de renta variable, medido por la volatilidad implícita, aumentó durante la primera parte del período analizado y se redujo en los últimos días (véase gráfico 21). Esta evolución reflejó, en gran medida, los cambios de percepción de los mercados respecto a la crisis de la deuda soberana.

En general, los índices bursátiles de la zona del euro descendieron en todos los sectores durante la mayor parte de junio y repuntaron en los últimos días del mes y a comienzos de julio. En particular, las cotizaciones del sector financiero de la zona del euro registraron una fuerte caída al intensificarse las tensiones en algunos mercados de deuda soberana de la zona del euro. A finales del período de referencia, experimentaron una recuperación, pero se situaron ligeramente por debajo del nivel observado a finales de mayo. Los mejores resultados se registraron, entre otros, en los sectores de bienes de consumo, atención sanitaria y materias primas. El descenso más significativo de las cotizaciones se observó en los sectores de servicios de consumo, empresas de servicios públicos (*utilities*) y telecomunicaciones. En Estados Unidos, se registraron ligeros aumentos de las cotizaciones en los sectores de servicios de consumo, industria y empresas de servicios públicos (*utilities*), mientras que los sectores financiero y de telecomunicaciones se situaron entre los que mostraron peores resultados.

Gráfico 20 Índices bursátiles

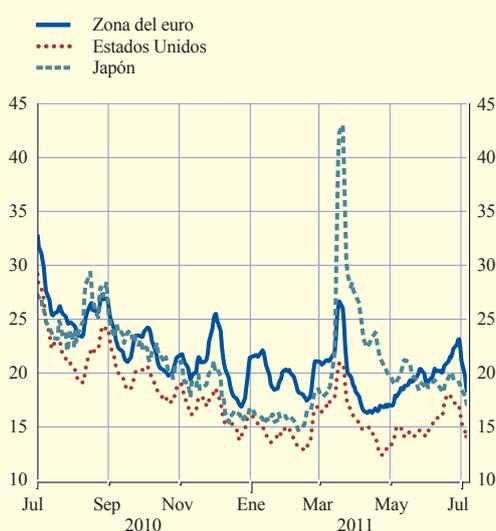
(índice: 1 de julio de 2010 = 100; datos diarios)



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.

Gráfico 21 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.

3 PRECIOS Y COSTES

Según el avance de Eurostat, la inflación interanual de la zona del euro medida por el IAPC fue del 2,7% en junio de 2011, la misma tasa que en mayo. Las tasas relativamente elevadas registradas por la inflación en los últimos meses reflejan, en gran medida, la subida de los precios de la energía y de las materias primas. Sigue siendo de primordial importancia que el aumento de la inflación medida por el IAPC no provoque efectos de segunda vuelta en la fijación de precios y salarios, dando lugar a presiones inflacionistas generalizadas. Las expectativas de inflación deben permanecer 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. Los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios a medio plazo siguen al alza.

3.1 PRECIOS DE CONSUMO

Según el avance de Eurostat, la inflación interanual de la zona del euro medida por el IAPC fue del 2,7% en junio de 2011, sin cambios con respecto al mes anterior (véase cuadro 5). Los datos del Boletín Petrolífero semanal de la Comisión Europea, que proporciona información sobre la evolución de aproximadamente la mitad del componente energético del IAPC, muestran que, en junio, los precios de consumo de los combustibles para transporte y el gasóleo para calefacción disminuyeron ligeramente en comparación con el mes anterior, contribuyendo con ello a atenuar las presiones inflacionistas.

En mayo, el último mes para el que se dispone de una desagregación oficial, la tasa de variación interanual de los precios de la energía se redujo hasta el 11,1%, frente al 12,5% registrado en abril, lo que es atribuible al descenso intermensual de los precios de los productos derivados del petróleo (como los combustibles líquidos y los combustibles y lubricantes para vehículos privados) y a un reducido efecto de base a la baja.

La tasa de variación interanual de los precios de los alimentos no elaborados experimentó un fuerte avance, pasando del 1,4% registrado en abril al 2,4% de mayo, a causa de un efecto de base al alza, al que se sumó una subida intermensual de los precios de todas las partidas, salvo de las verduras.

La tasa de inflación interanual de los alimentos elaborados siguió aumentando, hasta situarse en el 3,2% en mayo, la tasa más alta observada desde enero de 2009, como consecuencia del incremento de las

Cuadro 5 Evolución de los precios

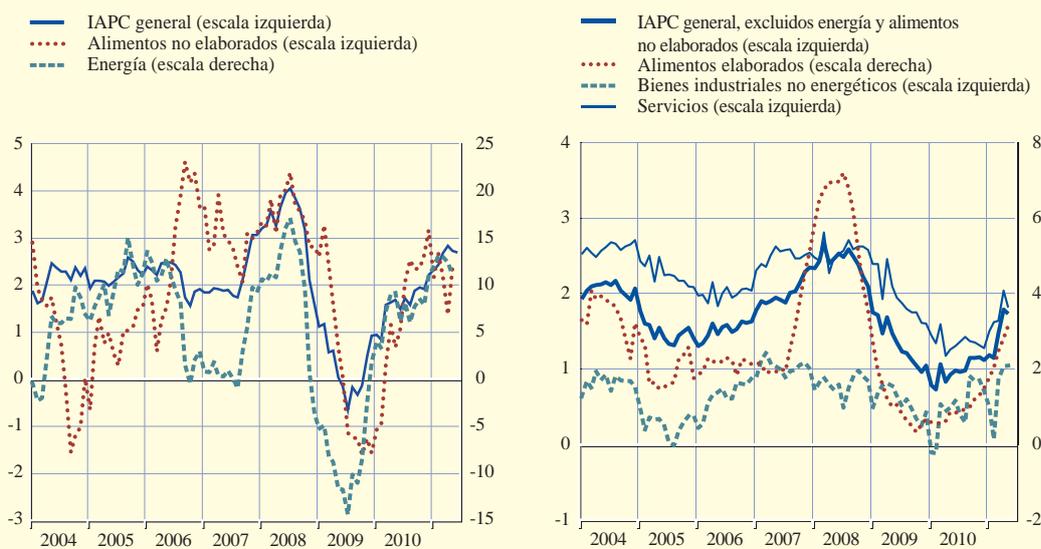
(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)								
	2009	2010	2011 Ene	2011 Feb	2011 Mar	2011 Abr	2011 May	2011 Jun
IAPC y sus componentes								
Índice general ¹⁾	0,3	1,6	2,3	2,4	2,7	2,8	2,7	2,7
Energía	-8,1	7,4	12,0	13,1	13,0	12,5	11,1	.
Alimentos no elaborados	0,2	1,3	2,2	2,7	2,2	1,4	2,4	.
Alimentos elaborados	1,1	0,9	1,8	2,0	2,5	2,8	3,2	.
Bienes industriales no energéticos	0,6	0,5	0,5	0,1	0,9	1,0	1,0	.
Servicios	2,0	1,4	1,5	1,6	1,6	2,0	1,8	.
Otros indicadores de precios								
Precios industriales	-5,1	2,9	5,9	6,6	6,8	6,7	6,2	.
Precios del petróleo (euro/barril)	44,6	60,7	72,6	76,6	82,1	85,1	79,8	79,1
Precios de las materias primas no energéticas	-18,5	44,7	46,0	47,5	35,7	15,1	11,1	8,8

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

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

Gráfico 22 Desagregación del IAPC por principales componentes

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

tasas de variación interanual de los precios de muchas partidas. Pese a este incremento, parece que, por el momento, la transmisión de las recientes subidas de los precios de las materias primas alimenticias a los consumidores sigue siendo incompleta. La tasa de variación interanual de los precios del tabaco descendió levemente en mayo por segundo mes consecutivo.

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 redujo ligeramente, desde el 1,6% registrado en abril hasta el 1,5% de mayo. No obstante, esta partida agregada, que consta de dos componentes, es decir, servicios y bienes industriales no energéticos, ha venido creciendo en los últimos meses a tasas interanuales más elevadas que en el segundo semestre de 2010.

En mayo, la tasa de variación interanual de los bienes industriales no energéticos se mantuvo estable en el 1%, ocultando, entre otros aspectos, el aumento de las tasas de variación interanual de los precios de las prendas de vestir y del calzado y las menores subidas de otras partidas. La inflación de precios de los servicios se redujo del 2% en abril al 1,8% de mayo, debido, en particular, al descenso de las tasas de variación interanual de los precios de los servicios recreativos y personales (sobre todo las vacaciones organizadas). Esta última partida ha registrado tasas de variación interanual relativamente elevadas en el mes anterior, debido a que las vacaciones de Semana Santa de 2011 tuvieron lugar en fechas distintas a las de 2010.

3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

La inflación de los precios industriales (excluida la construcción) disminuyó hasta situarse en una tasa interanual del 6,2% en mayo de 2011, frente al 6,7% de abril. La reducción de las presiones inflacionistas se debe, en gran medida, a la evolución de los sectores energético y de bienes intermedios, que se encuen-

tran en las primeras fases de la cadena de producción y se vieron afectados de manera más inmediata por la reciente moderación de los precios de las materias primas (véase gráfico 23). La inflación medida por el IPRI, excluida la construcción y la energía, cayó hasta el 4,2 % en mayo, frente al 4,4 % de abril.

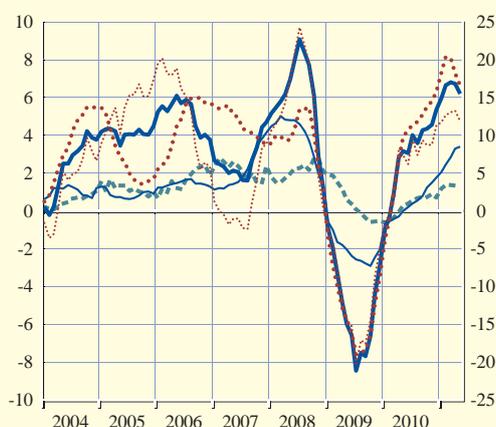
En fases posteriores de la cadena de producción, la inflación de los precios industriales en las ramas de bienes de consumo volvió a aumentar en mayo, desde el 3,3 % hasta el 3,4 %, debido a pequeños incrementos tanto en el componente de materias primas alimenticias como en el de materias primas no alimenticias. La tasa de variación interanual del componente de alimentos del IPRI se elevó del 5,2 % de abril al 5,4 % de mayo, manteniéndose por debajo de las tasas registradas en 2008, y sugiere una transmisión aún incompleta de los precios de las materias primas alimenticias a los precios industriales y de consumo. La tasa de variación interanual de los bienes de consumo no alimenticios también siguió acelerándose, desde el 1,1 % hasta el 1,3 %, igualando el último máximo alcanzado en octubre de 2007. La evolución gradual al alza observada en la inflación de los precios de industriales de la rama de bienes de consumo durante los últimos meses señala las continuas presiones latentes sobre la inflación subyacente de los precios de consumo existentes a nivel interno, mientras que las presiones externas derivadas de los precios de importación han registrado un descenso progresivo desde diciembre de 2010, como consecuencia de la apreciación del euro.

De cara al futuro, la mayor parte de los indicadores procedentes de las encuestas de precios, que adelantan la evolución del IPRI, continuaron disminuyendo en junio, aunque se mantuvieron por encima de sus medias históricas (véase gráfico 24). El índice de precios de bienes intermedios en las manufacturas de la encuesta a los directores de compras (PMI) registró una fuerte caída por segunda vez consecutiva, pasando de 69,4 en mayo a 62,5 en junio, mientras que el índice de precios de venta solo disminuyó ligeramente,

Gráfico 23 Desagregación de los precios industriales

(tasas de variación interanual; datos mensuales)

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

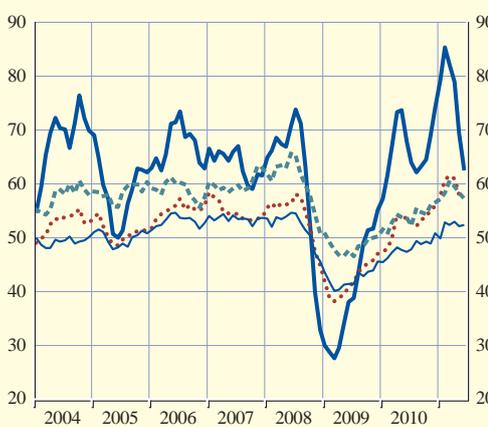


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico 24 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 58,0 a 57,2. En el sector servicios, el índice de precios de venta se incrementó en cierta medida, de 52,1 en mayo a 52,4 en junio, mientras que el índice de precios de bienes intermedios se redujo de 58,3 a 57,3.

En resumen, la disminución de la tasa de variación interanual de los precios industriales es consecuencia de una cierta moderación en los precios de las materias primas. Sin embargo, los últimos datos sobre precios industriales siguen indicando presiones latentes continuadas.

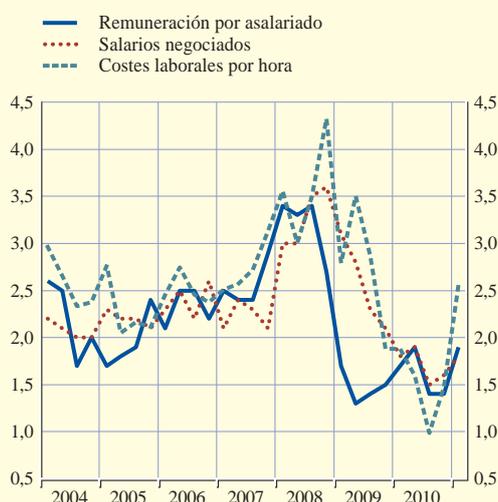
3.3 INDICADORES DE COSTES LABORALES

Los indicadores de costes laborales registraron un ligero avance en el primer trimestre de 2011, en correspondencia con la mejora sostenida observada en la situación de los mercados de trabajo. La información preliminar sobre los salarios negociados correspondiente a abril sugiere que el patrón de crecimiento de los salarios, aún moderado pero en aumento, ha continuado, en general, en 2011. Las subidas salariales registradas en 2010, y en gran medida también en 2011, fueron acordadas hasta principios de 2011, antes del repunte de la inflación general, que tuvo su origen en el fuerte incremento de los precios de las materias primas.

Los salarios negociados de la zona del euro crecieron un 1,8%, en tasa interanual, en el primer trimestre de 2011, tras el 1,6% del cuarto trimestre de 2010 (véase cuadro 6 y gráfico 25). La tasa de crecimiento interanual de los costes laborales por hora aumentó de manera pronunciada, hasta el 2,6%, en el primer trimestre de 2011, tras una tasa de crecimiento, revisada a la baja, del 1,5% en el cuarto trimestre de 2010. Este aumento fue generalizado en todos los sectores (véase gráfico 26). El crecimiento de los costes laborales por hora se aceleró en la mayoría de los países, pero se moderó en algunos otros, mientras que Irlanda y Grecia informaron de caídas interanuales de los costes laborales por hora. Dentro de los costes laborales por hora para el conjunto de la zona del euro, los costes no salariales siguieron creciendo con más rapidez que el componente de sueldos y salarios.

Gráfico 25 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

Cuadro 6 Indicadores de costes laborales

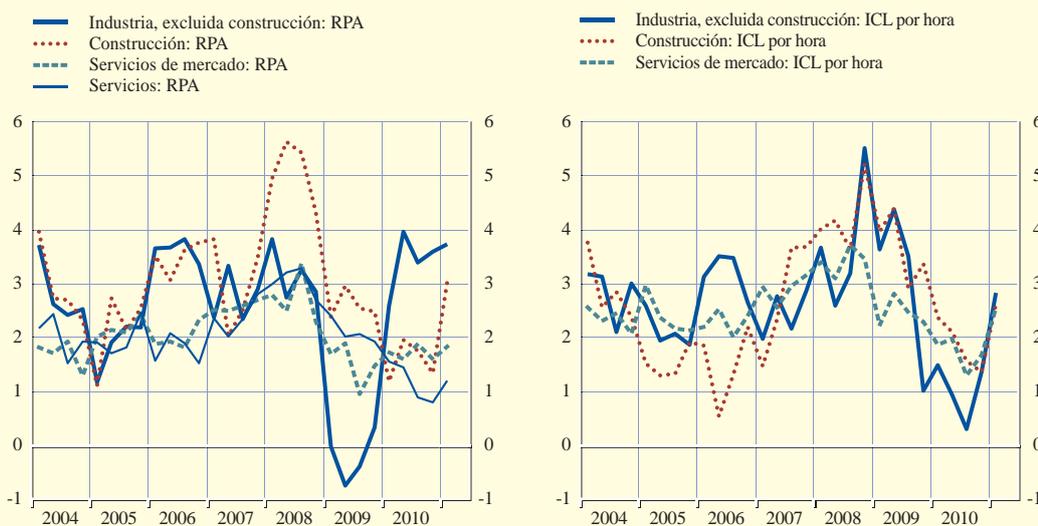
(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	2009	2010	2010 I	2010 II	2010 III	2010 IV	2011 I
Salarios negociados	2,6	1,7	1,8	1,9	1,5	1,6	1,8
Costes laborales totales por hora	2,8	1,5	1,9	1,6	1,0	1,5	2,6
Remuneración por asalariado	1,5	1,6	1,7	1,9	1,4	1,4	1,9
<i>Pro memoria:</i>							
Productividad del trabajo	-2,3	2,2	2,2	2,6	2,1	1,7	2,1
Costes laborales unitarios	3,9	-0,6	-0,5	-0,7	-0,7	-0,3	-0,2

Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

Gráfico 26 Evolución de los costes laborales por sectores

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

La tasa de crecimiento interanual de la productividad del trabajo por persona ocupada aumentó hasta el 2,1 % en el primer trimestre de 2011, desde el 1,7 % del cuarto trimestre de 2010. Como la tasa de crecimiento interanual superó la de la remuneración por asalariado (1,9 % en el primer trimestre de 2011, tras el 1,4 % del cuarto trimestre de 2010), los costes laborales unitarios experimentaron un descenso interanual del 0,2 %, ligeramente menor que la reducción observada en el cuarto trimestre de 2010, que fue del 0,3 %.

3.4 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

De cara al futuro, es probable que las tasas de inflación se mantengan claramente por encima del 2 % en los próximos meses. Las presiones al alza sobre la inflación, generadas fundamentalmente por los precios de la energía y de las materias primas, siguen siendo evidentes en las primeras fases del proceso de producción. Sigue siendo de primordial importancia que el aumento de la inflación medida por el IAPC no provoque efectos de segunda vuelta en la fijación de precios y salarios, dando lugar a presiones inflacionistas generalizadas. Las expectativas de inflación deben permanecer 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.

Los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios a medio plazo siguen al alza y están relacionados, en particular, con subidas de los precios de la energía mayores de lo previsto. Además, existe el riesgo de que los impuestos indirectos y los precios administrados registren aumentos mayores de lo que se espera actualmente, debido a la necesidad de sanear las finanzas públicas en los próximos años. Por último los riesgos al alza pueden proceder, asimismo, de presiones inflacionistas sobre los precios internos más pronunciadas de lo previsto en un contexto de incremento de la utilización de la capacidad productiva en la zona del euro.

4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

En el primer trimestre de 2011, el PIB real de la zona del euro registró un fuerte crecimiento intertrimestral del 0,8%, tras el aumento del 0,3% observado en el cuarto trimestre de 2010. Las últimas estimaciones estadísticas y los indicadores de opinión apuntan a una expansión sostenida, aunque más lenta, de la actividad económica de la zona del euro en el segundo trimestre de este año. Esta moderación refleja el hecho de que el fuerte crecimiento observado en el primer trimestre se debió, en parte, a factores especiales.

Se mantiene el positivo dinamismo subyacente de la actividad económica en la zona del euro. Las exportaciones de la zona deberían seguir sosteniendo la expansión en curso de la economía mundial. Al mismo tiempo, si se tiene en cuenta el nivel actual de la confianza empresarial en la zona del euro, es probable que la demanda del sector privado contribuya al crecimiento económico. Sin embargo, se prevé que el proceso de ajuste de los balances que se está llevando a cabo en varios sectores continúe moderando, en cierta medida, la actividad. En un contexto de elevada incertidumbre, los riesgos para estas perspectivas económicas siguen estando prácticamente equilibrados.

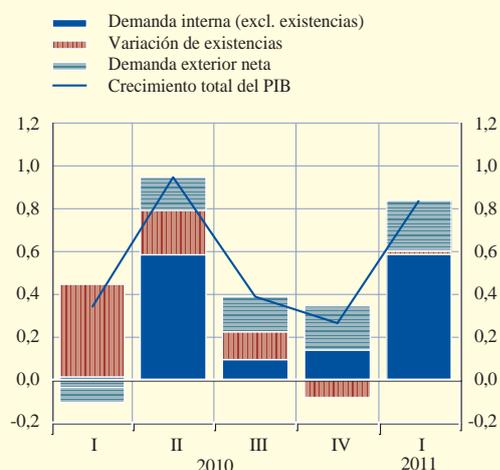
4.1 PIB REAL Y COMPONENTES DE LA DEMANDA

El PIB real de la zona del euro se elevó un 0,8%, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre de 2011 (véase gráfico 27). El crecimiento intertrimestral medio desde el mínimo cíclico más reciente observado en el segundo trimestre de 2009 ha sido del 0,5%, ligeramente por encima del crecimiento medio registrado desde 1995¹. Pese a esta favorable evolución, el nivel del producto en el primer trimestre siguió situándose por debajo del máximo alcanzado en el primer trimestre de 2008.

1 Las cuentas nacionales trimestrales de la zona del euro, publicadas por Eurostat, solo están disponibles a partir del primer trimestre de 1995.

Gráfico 27 Crecimiento del PIB real y contribuciones

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



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico 28 Ventas del comercio al por menor y confianza del comercio al por menor y de los hogares

(datos mensuales)



Fuentes: Encuestas de opinión de la Comisión Europea y Eurostat.
1) Tasas de variación interanual; medias móviles de tres meses; datos ajustados por días laborables. Excluido el combustible.
2) Saldos netos; datos desestacionalizados ajustados a la media.

En el primer trimestre del año, el consumo privado registró un avance del 0,2%, en términos intertrimestrales, tras un incremento del 0,3% en el último trimestre de 2010. A pesar de que el consumo ha mostrado tasas de crecimiento positivas durante seis trimestres consecutivos, su ritmo de recuperación ha sido especialmente lento.

En lo que se refiere al segundo trimestre de 2011, la información sobre el consumo privado señala el mantenimiento de una débil evolución del gasto en consumo. Las ventas del comercio al por menor, que se redujeron un 0,2%, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre, volvieron a contraerse un 1,1% en mayo de 2011. Los datos de las encuestas de opinión relativos al sector minorista, disponibles hasta junio de 2011 inclusive, también son coherentes con un crecimiento más moderado de las ventas del comercio al por menor en el segundo trimestre de 2011 (véase gráfico 28). Al mismo tiempo, las matriculaciones de automóviles disminuyeron en mayo por tercer mes consecutivo (0,4%, en tasa intermensual). Según la encuesta de opinión de los consumidores de la Comisión Europea, los indicadores de confianza de los consumidores y de compras esperadas de bienes duraderos se mantuvieron prácticamente estabilizados en el segundo trimestre de 2011. Este último indicador continúa situándose en niveles reducidos, lo que sugiere que los consumidores siguen comportándose con cautela a la hora de tomar decisiones relativas a la adquisición de bienes de consumo duradero (véase recuadro 4).

Recuadro 4

GASTO DE LOS HOGARES, CONFIANZA DE LOS CONSUMIDORES Y CONSUMO DE BIENES DURADEROS

El gasto de los hogares de la zona del euro ha aumentado de forma constante desde que terminara la recesión en 2009. Sin embargo, la velocidad de recuperación del consumo privado ha sido relativamente moderada desde un punto de vista histórico, y el crecimiento del consumo ha sido más contenido que el crecimiento económico general. Mientras que el crecimiento intertrimestral del PIB de la zona del euro se ha situado en un promedio del 0,5% desde que se inició la recuperación en el tercer trimestre de 2009, el crecimiento del consumo ha sido del 0,2%, en promedio¹. En cambio, la encuesta de opinión de los consumidores de la Comisión Europea ha señalado un incremento más acusado en los últimos 18 meses, situándose actualmente el indicador de confianza de los consumidores por encima de su media histórica. En este recuadro se analiza la información sobre la evolución del consumo obtenida a partir de la encuesta de la Comisión.

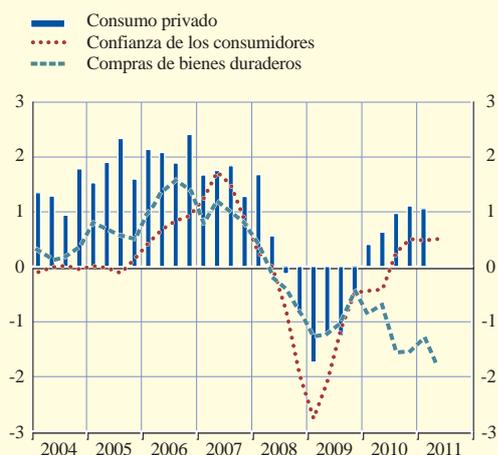
La encuesta de opinión de la Comisión Europea formula a los participantes preguntas relativas a sus circunstancias personales y a su opinión sobre las perspectivas económicas generales. El indicador general de confianza de los consumidores resume las respuestas a cuatro preguntas en relación con la opinión de los hogares sobre la situación económica general, la evolución del desempleo, su situación financiera personal y sus intenciones respecto al ahorro². En el pasado, el indicador de confianza de los consumidores estaba estrechamente correlacionado con la evolución del consumo agregado de la zona del euro, aunque solía seguir más los movimientos cíclicos a largo plazo del consumo (por ejemplo, el crecimiento interanual) que los de corto plazo (por ejemplo, el crecimiento intertrimestral). Sin embargo, la serie obtenida a partir de otra pregunta planteada en la encuesta, que no se utiliza para compilar el indicador de confianza de los consumidores y que indaga sobre si los consumidores piensan efectuar

1 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.

2 Para más detalles de la encuesta de opinión de los consumidores de la Comisión Europea, véase el recuadro titulado «Compilación, utilidad y evolución reciente del indicador de confianza de los consumidores de la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, marzo de 2010.

Gráfico A Consumo privado y datos de las encuestas

(tasa de variación interanual; desviaciones típicas respecto a las medias de las series)



Fuentes: Comisión Europea y Eurostat.

Gráfico B Detalle del consumo privado de la zona del euro

(tasas de variación interanual; puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

compras de bienes de consumo duradero en el futuro próximo, ha mostrado una correlación ligeramente mayor con la evolución del consumo privado que el indicador de confianza de los consumidores o que cualquiera de sus componentes³. En el pasado, esta serie también se movió bastante en línea con el indicador general de confianza de los consumidores. No obstante, más recientemente su evolución ha sido divergente: mientras que la confianza general de los consumidores ha señalado una continua expansión cíclica del crecimiento del consumo, la serie relativa a las intenciones de los hogares respecto a realizar compras de bienes duraderos empezó a descender de nuevo a principios de 2010 (véase gráfico A).

La disociación de las dos series parece estar relacionada con la evolución divergente del consumo de bienes duraderos y no duraderos de los hogares⁴. Como puede observarse en el gráfico B, la mayor parte del repunte del consumo durante 2010 tuvo su origen en las compras de bienes y servicios no duraderos por parte de los hogares. La contribución del consumo duradero fue prácticamente neutra, ya que las aportaciones positivas del consumo de bienes duraderos, excluidos los automóviles, se vieron compensadas por el fuerte descenso de las compras de vehículos al darse por terminados los planes públicos que alentaban la adquisición de automóviles durante la recesión. Las series de las encuestas reflejan dichas circunstancias: mientras que la confianza de los consumidores se ha movido en línea con el consumo agregado, la serie de compras de bienes importantes ha seguido de manera razonablemente estrecha la evolución reciente del consumo de bienes duraderos, que mantuvo su debilidad durante 2010.

Una posible explicación del retraimiento actual del consumo de bienes duraderos es que refleja un ajuste posterior a la acumulación de bienes duraderos en el período previo a la crisis. Antes de la recesión, los hogares habían incrementado sus compras de bienes duraderos y los habían acumulado. Con el inicio de la recesión y el empeoramiento de las perspectivas para el empleo, la renta y el pa-

3 El enunciado de la pregunta es el siguiente «Comparado con los últimos 12 meses, ¿esperas gastar más o menos en compras importantes (muebles, aparatos eléctricos/electrónicos, etc.) en los próximos 12 meses?».

4 Eurostat no publica la desagregación del consumo privado de la zona del euro en consumo de bienes duraderos y consumo de bienes no duraderos. En este recuadro, los agregados de la zona del euro se han aproximado utilizando los datos de países disponibles, que abarcan aproximadamente el 80% de la zona del euro. Véase el recuadro titulado «El consumo de bienes duraderos por parte de los hogares durante la última recesión», *Boletín Mensual*, BCE, julio de 2010.

trimonio, los hogares pueden haberse comportado de manera más cauta a la hora de decidir si adquirir más bienes duraderos. El gasto de los hogares en bienes duraderos descendió con rapidez durante la recesión, aunque el ajuste se vio interrumpido cuando los Gobiernos de algunos países de la zona del euro introdujeron incentivos para alentar la compra de automóviles por parte de los hogares. Sin embargo, al ir retirándose gradualmente estos planes durante 2010, el consumo de bienes duraderos por parte de los hogares volvió a ser negativo.

Otro posible factor es que, dados el elevado nivel de paro y la constante incertidumbre económica, los consumidores se hayan vuelto reacios a realizar compras de bienes duraderos o a incrementar el gasto una vez iniciada la recuperación. Por sus características, los bienes duraderos suelen ser más caros. Por otra parte, suelen durar y pueden utilizarse repetidamente, proporcionando a los consumidores un flujo de servicios durante varios años. Esto implica que poseen algunos de los atributos de los activos. Así pues, la decisión de adquirir bienes duraderos exige cierta confianza por parte de los hogares en cuanto a las perspectivas económicas. Al ser las perspectivas de crecimiento de la renta real disponible relativamente contenidas —afectadas por la escasa mejora observada en los mercados de trabajo, la consolidación fiscal y el aumento de los precios de las materias primas— y al seguir observándose un elevado grado de incertidumbre, puede que los hogares hayan seguido actuando con cautela a la hora de realizar grandes gastos en las etapas iniciales de la recuperación.

En resumen, la encuesta de opinión de los consumidores de la Comisión Europea arroja cierta luz sobre la evolución reciente del gasto de los hogares de la zona del euro. Mientras que el indicador general de confianza de los consumidores ha registrado una mejora gradual desde que comenzó la recuperación, el crecimiento del consumo privado ha sido relativamente moderado en la zona del euro, como consecuencia, en parte, de la renuencia de los hogares a realizar grandes gastos, como muestra la encuesta de la Comisión Europea. Puede que esto indique la persistencia de la incertidumbre que afecta a las decisiones de gasto de los hogares, que probablemente incida sobre el consumo de la zona del euro en el futuro próximo.

La formación bruta de capital fijo registró un fuerte aumento intertrimestral del 1,9% en el primer trimestre de 2011, tras mostrar un crecimiento negativo en el tercer y cuarto trimestre de 2010. Esta fue la primera tasa de crecimiento positiva de la inversión total desde el primer trimestre de 2008, salvo un incremento transitorio en el segundo trimestre de 2010. Por lo que se refiere al detalle de la inversión en el primer trimestre, se observó un avance tanto en la inversión, excluida la construcción, como la inversión en construcción, este último debido, en parte, a una corrección efectuada tras las condiciones meteorológicas inusualmente frías que se registraron en diciembre. Los indicadores disponibles señalan un crecimiento positivo y sostenido de la inversión en la zona del euro en el segundo trimestre de 2011, aunque a un ritmo más lento. Más concretamente, la debilidad de la inversión a raíz de la recesión, junto con la creciente producción del sector industrial, ha dado lugar a que la ratio de inversión total en relación con el PIB de la zona del euro alcanzara niveles históricamente bajos (véase el recuadro 5 para más información).

La producción industrial de bienes de equipo, un indicador de la inversión futura, excluida la construcción, se incrementó un 0,7% en abril, hasta situarse en torno a un 1% por encima del nivel observado en el primer trimestre. Los resultados de las encuestas relativas a la producción, excluida la construcción —tanto el índice de directores de compras (PMI) como el indicador de confianza industrial de la Comisión Europea— apuntan a un crecimiento positivo, pero en descenso, en el segundo trimestre. Además, la utilización de la capacidad productiva ha ido en aumento desde mediados de 2009, según las encuestas de la Comisión Europea, y en abril se situó en un nivel ligeramente por debajo de su media de largo plazo.

RATIOS DE INVERSIÓN EN LA ZONA DEL EURO

La inversión es un importante componente de la demanda agregada, que constituye aproximadamente una quinta parte del PIB real de la zona del euro. También influye en la oferta futura, ya que aumenta el *stock* de capital. Una determinada ratio de inversión en relación con el PIB real puede representar opciones viables de asignación intertemporal de recursos, pero en algunos casos también podría indicar una acumulación de desequilibrios si, por ejemplo, la inversión está excesivamente sesgada hacia actividades no generadoras de ingresos. Los factores que determinan la ratio de inversión suelen ser el crecimiento del PIB real, la tasa de depreciación del capital, los tipos de interés reales, el coste del capital y otros inputs de producción, así como la rentabilidad esperada¹. Últimamente, la teoría de la inversión también ha tenido en cuenta las imperfecciones de los mercados. En este recuadro se presentan algunas regularidades empíricas acerca de las ratios de inversión en la zona del euro con respecto a la inversión total y por sectores.

La ratio de inversión de la zona del euro

La ratio de inversión real total en relación con el PIB real de la zona del euro se ha mantenido estable, en general, desde 1995 (véase gráfico A), ya que, en promedio, tanto la inversión total como el PIB registraron un crecimiento ligeramente inferior al 2 % por año. Dado que la inversión muestra mayor volatilidad a corto plazo que el PIB, se observan máximos y mínimos procíclicos en la ratio de inversión durante el ciclo económico. En 2010, la ratio de la zona se situó en el 19,4 %, lo que constituye un mínimo histórico desde el comienzo de la serie de la zona del euro, en 1995².

Gráfico A Ratio de inversión total en relación con el PIB

(en porcentaje del PIB real)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1 Estos factores explican la inversión privada, que representa alrededor del 90% de la inversión total de la zona del euro. Véase, por ejemplo, R. Chirinko (1993), «Business Fixed Investment Spending: Modeling Strategies, Empirical Results, and Policy Implications», *Journal of Economic Literature*, vol. 31(4), pp. 1875-1911.
 2 El nivel de la ratio depende, entre otros factores, del año de referencia de la serie del deflactor utilizado para deflactor las series nominales del PIB y de la inversión. El año de referencia de la serie del deflactor es 2000.

La relativa estabilidad observada en la ratio de inversión total en relación con el PIB de la zona del euro durante los quince últimos años oculta diferencias considerables entre los distintos países de la zona. Aunque muchos países han mostrado patrones coyunturales cada vez más similares, los niveles de las ratios de inversión, así como la amplitud de sus fluctuaciones, han presentado importantes diferencias entre las economías de la zona del euro (véase gráfico A).

Aunque las ratios de inversión se mantuvieron relativamente estables en muchos países de la zona del euro, España y Estonia (y, hasta cierto punto, Chipre y Eslovenia) experimentaron aumentos pronunciados de estas ratios en la década que precedió a la crisis financiera de 2008. El fuerte crecimiento de la inversión en estos países puede ser consecuencia, en cierta medida, de los procesos de convergencia, en los que estas economías, que tenían un nivel de renta per cápita relativamente bajo, se beneficiaron de cuantiosos flujos de entrada de inversión directa extranjera.

Durante las desaceleraciones, y especialmente durante la última recesión, la mayor parte de los países experimentaron una disminución de sus ratios de inversión al reducirse la demanda total, aumentar el coste del capital y descender la rentabilidad. En 2010, las ratios de inversión en relación con el PIB de la zona del euro en su conjunto y de la mayor parte de los países que la integran cayeron hasta situarse en los niveles más bajos observados desde el inicio de la serie de la zona, en 1995. En Estonia e Irlanda, en particular, pero también en Malta, España, Eslovenia, Grecia, Eslovaquia y Chipre, se registraron considerables ajustes, de 5 puntos porcentuales o más, con respecto a los máximos observados.

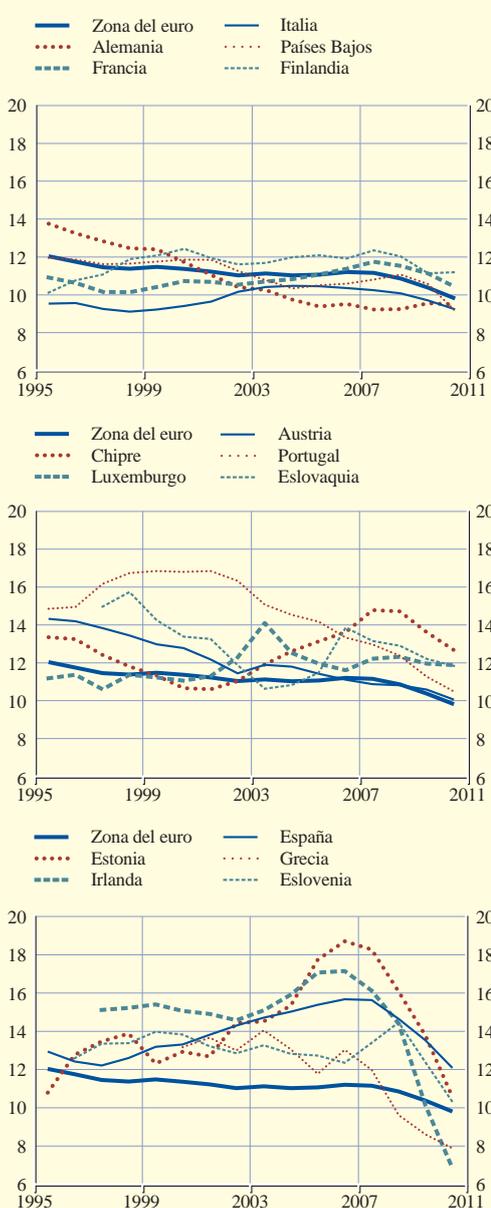
Evolución por sectores de las ratios de inversión

Los dos sectores principales que proporcionan bienes de inversión son la construcción y el sector de productos metálicos y maquinaria. En 2010, la construcción representó alrededor del 50% de la inversión total de la zona del euro, y el sector de productos metálicos y maquinaria, en torno al 30%³. Aunque la participación de la

3 El resto de la inversión está formada por material de transporte (aproximadamente el 10%), otros productos y agricultura (que conjuntamente representan alrededor del 10%).

Gráfico B Ratio de inversión en construcción en relación con el PIB

(en porcentaje del PIB real)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.
Nota: No se dispone de datos para Bélgica y Malta.

construcción en la inversión total de la zona ha disminuido en los quince últimos años, la del sector de productos metálicos y maquinaria ha experimentado un ligero aumento.

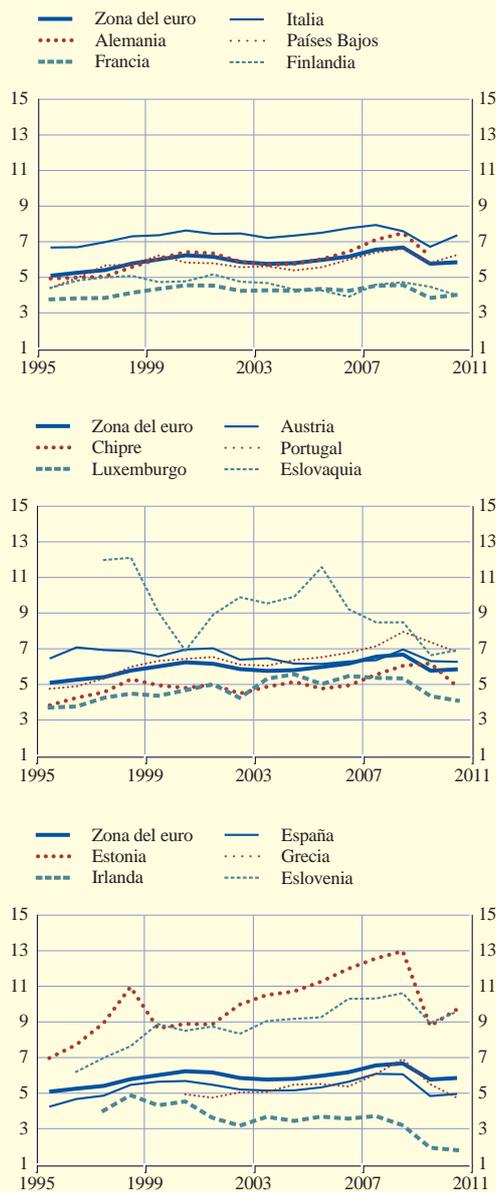
En muchos países de la zona del euro, las variaciones de la ratio de inversión en construcción en relación con el PIB han sido considerables en los quince últimos años (véase gráfico B), y explican gran parte del patrón observado en la evolución de las ratios de inversión total. Por ejemplo, en Alemania y Portugal, la ratio de inversión en construcción fue elevada a mediados y finales de la década de los noventa, reduciéndose gradualmente en la siguiente década. En Chipre, Irlanda, España y Estonia, esta ratio registró fuertes incrementos relacionados con el auge de la construcción en la década que precedió a la crisis de 2008.

Las ratios de inversión en construcción disminuyeron en todos los países de la zona del euro durante la recesión, especialmente en Chipre, Irlanda, España, Grecia, Estonia y Eslovaquia. Entre los países que antes de la crisis se caracterizaron por un fuerte desarrollo de la construcción, que en determinados casos fue, en cierta medida, insostenible, algunos (Chipre y Eslovaquia) todavía registran ratios relativamente elevadas, mientras que, en otros (Grecia, Irlanda, España, Estonia y Eslovenia), estas ratios se redujeron en 2010 hasta situarse en niveles próximos o inferiores a los observados antes del auge.

En el período que precedió a la crisis financiera, la ratio de inversión en productos metálicos y maquinaria en relación con el PIB en la mayor parte de los países de la zona del euro se caracterizó por una tendencia estable o ligeramente al alza (véase gráfico C). Las ratios de Estonia, Eslovenia y Eslovaquia aumentaron de manera más pronunciada, lo que puede deberse a los cuantiosos flujos de capital invertidos en sus *stocks* de capital, habida cuenta de las expectativas de que la productividad fuera particularmente elevada durante la fase de transición para incorporarse a la Unión Europea y a la zona del euro. Pese a que, en estos países, los niveles de inversión cayeron de forma relativamente acusada durante la crisis, siguen siendo relativamente elevados. En general, la ratio de inversión en productos metálicos y

Gráfico C Ratio de inversión en productos metálicos y maquinaria en relación con el PIB

(en porcentaje del PIB real)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.
Nota: No se dispone de datos para Bélgica y Malta.

maquinaria de los demás países de la zona del euro y la zona en su conjunto experimentó una corrección a la baja más limitada durante la crisis.

De cara al futuro, los reducidos niveles de la ratio de inversión total en relación con el PIB de la zona del euro, así como de muchos países de la zona, registrados en 2010, junto con los indicadores a corto plazo que apuntan a un aumento de la utilización de la capacidad productiva y de la producción de bienes de equipo y de la construcción, así como a un incremento de los nuevos pedidos de bienes de equipo, sugieren que hay margen para un crecimiento más pronunciado de la inversión⁴. Es posible que la inversión en construcción todavía siga afectada por los procesos de ajuste que se están llevando a cabo en algunos países, mientras que se espera que la inversión no residencial se recupere antes y con mayor intensidad.

4 Para más información sobre las perspectivas de inversión, véase el recuadro titulado «Perspectivas de inversión en la zona del euro: valoración basada en datos de encuestas y de utilización de la capacidad productiva», *Boletín Mensual*, BCE, febrero de 2011; y el recuadro titulado «Recuperación de la utilización de la capacidad productiva en la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, octubre de 2010.

En abril de 2011, la producción de la construcción registró una subida del 1 %, en tasa intermensual, situándose un 0,7 % por encima de la media del primer trimestre. Mientras tanto, el indicador de confianza de la construcción publicado por la Comisión Europea mostró un leve avance entre el primer y el segundo trimestre de 2011, aunque se mantuvo por debajo de su media de largo plazo. Al mismo tiempo, el PMI de la construcción en la zona del euro se situó, en promedio, algo por encima de 50 en abril y en mayo, lo que indica un crecimiento positivo, pero muy moderado.

En lo que respecta a los flujos comerciales, las importaciones y las exportaciones siguieron aumentando a comienzos del segundo trimestre de 2011. En abril, los valores tanto de las importaciones como de las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro crecieron a un ritmo más lento, mientras que el comercio de servicios se contrajo (en términos de intertrimestrales), en comparación con el primer trimestre de 2011. Los datos y las encuestas recientes sugieren que el comercio de la zona del euro siguió creciendo en el segundo trimestre de 2011. Sin embargo, como la actividad mundial ha mostrado recientemente señales de desaceleración, cabe esperar que en el futuro próximo se produzca una moderación en el crecimiento de las exportaciones de la zona del euro. Aunque se mantiene por encima del umbral de expansión de 50, el PMI de nuevos pedidos exteriores del sector manufacturero de la zona del euro, disponible hasta junio de 2011, ha estado contrayéndose desde febrero de 2011, lo que indica una cierta moderación en la dinámica exportadora de la zona del euro en el corto plazo.

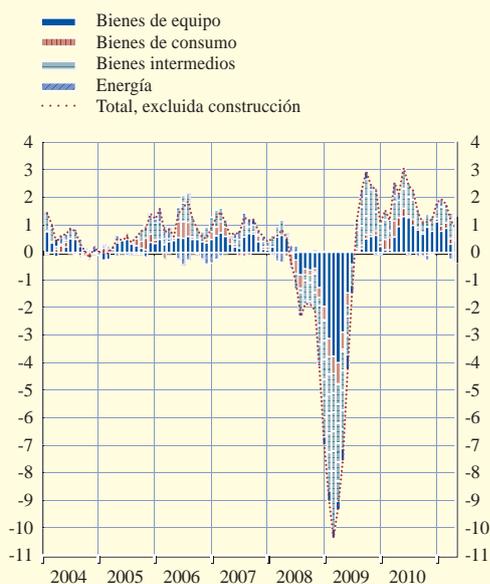
4.2 PRODUCTO, OFERTA Y MERCADO DE TRABAJO

El valor añadido real ha se incrementó un 0,8 %, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre de 2011. La actividad en al industria (excluida la construcción) creció un 1,8 %, mientras que la actividad en los servicios aumentó un 0,4 %. Al mismo tiempo, el valor añadido de la construcción repuntó un 2,8 %.

Por lo que se refiere a la evolución en el segundo trimestre de 2011, en abril la producción industrial (excluida la construcción) registró un aumento intermensual del 0,4 %, tras haberse mantenido estable en el mes anterior. La producción en las principales ramas de actividad (excluida la energía) experimentó un avance en abril. En ese mismo mes, la tasa de crecimiento intertrimestral de la producción total siguió descendiendo, hasta alcanzar el 0,9 %, frente a la subida intertrimestral del 1,2 % en el primer

Gráfico 29 Crecimiento de la producción industrial y contribuciones

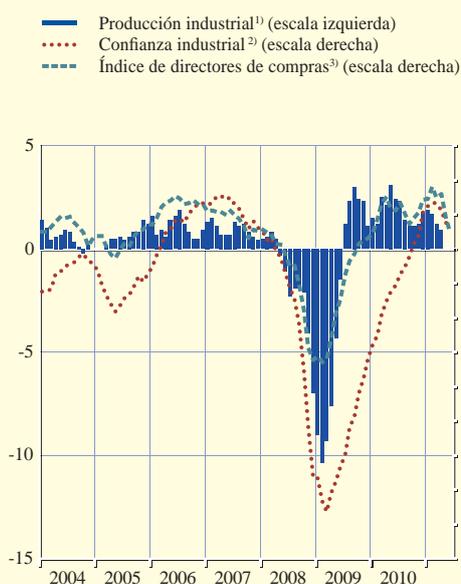
(tasa de crecimiento y contribuciones en puntos porcentuales; datos mensuales desestacionalizados)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.
Nota: Los datos mostrados se calculan como medias móviles de tres meses, frente a la media correspondiente a los tres meses anteriores.

Gráfico 30 Producción industrial, confianza industrial e índice de directores de compras

(datos mensuales; desestacionalizados)



Fuentes: Eurostat, encuestas de opinión de la Comisión Europea, Markit y cálculos del BCE.
Nota: Los datos de las encuestas se refieren a las manufacturas.
1) Tasas de variación intertrimestral.
2) Saldos netos.
3) Índice de directores de compras; desviaciones con respecto al valor 50.

trimestre de 2011. Mientras tanto, los nuevos pedidos industriales de la zona del euro (excluido el material de transporte pesado) se redujeron un 0,4 %, en tasa intermensual. La tasa de crecimiento intertrimestral de los nuevos pedidos siguió contrayéndose en abril, hasta situarse en el 1,8 %, que sigue siendo más del doble del 0,8 %, su media a largo. Esta evolución, sumada a los indicadores de opinión, confirma un crecimiento industrial sostenido, pero en descenso, en el segundo trimestre. El índice PMI de producción del sector manufacturero se retrajo en junio, situándose en un promedio de 56,0 en el segundo trimestre de 2011, frente al 59,7 del primer trimestre (véase gráfico 30). En el sector servicios se observa una imagen similar. El índice PMI de actividad comercial se contrajo en junio de 2011, situándose en un promedio de 55,5 en el segundo trimestre, 1,1 puntos por debajo del nivel del trimestre anterior. Otras encuestas de opinión, como las de la Comisión Europea, están prácticamente en línea con la evolución del PMI.

MERCADO DE TRABAJO

La situación de los mercados de la zona del euro está mejorando gradualmente. El empleo creció un 0,1 %, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre de 2011, tras un aumento del 0,2 % en el trimestre anterior (véase cuadro 7). Al mismo tiempo, las horas trabajadas registraron un incremento del 0,3 % en el primer trimestre. La diferencia entre la evolución de las horas trabajadas y el empleo es acorde con la recuperación de los mercados de trabajo y debe considerarse un ajuste de la evolución observada durante la recesión, cuando una gran parte del descenso en el total de horas trabajadas se produjo a través de la reducción de la jornada de trabajo individual en lugar de a través del empleo.

Cuadro 7 Crecimiento del empleo

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

	Personas					Horas				
	Tasas interanuales		Tasas intertrimestrales			Tasas interanuales		Tasas intertrimestrales		
	2009	2010	2010 III	2010 IV	2011 I	2009	2010	2010 III	2010 IV	2011 I
Total de la economía	-1,9	-0,5	0,0	0,2	0,1	-3,5	0,4	0,1	0,0	0,3
<i>Del cual:</i>										
Agricultura y pesca	-2,4	-0,6	0,3	0,4	-1,6	-2,3	-1,2	-0,1	0,0	-0,5
Industria	-5,7	-3,3	-0,4	-0,2	0,0	-9,0	-1,3	0,2	-0,5	0,6
Excluida construcción	-5,2	-3,1	-0,2	0,1	0,3	-9,2	-0,3	0,8	0,1	0,7
Construcción	-6,7	-3,7	-1,0	-0,9	-0,8	-8,6	-3,3	-0,9	-1,7	0,5
Servicios	-0,5	0,5	0,1	0,3	0,2	-1,6	1,0	0,1	0,2	0,3
Comercio y transporte	-1,8	-0,6	0,0	0,3	0,1	-3,0	0,3	-0,1	0,0	0,0
Finanzas y empresas	-2,2	1,0	0,2	0,3	0,9	-3,5	1,7	0,3	0,5	1,1
Administración pública ¹⁾	1,4	1,1	0,1	0,2	-0,1	1,0	1,4	0,1	0,1	0,1

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

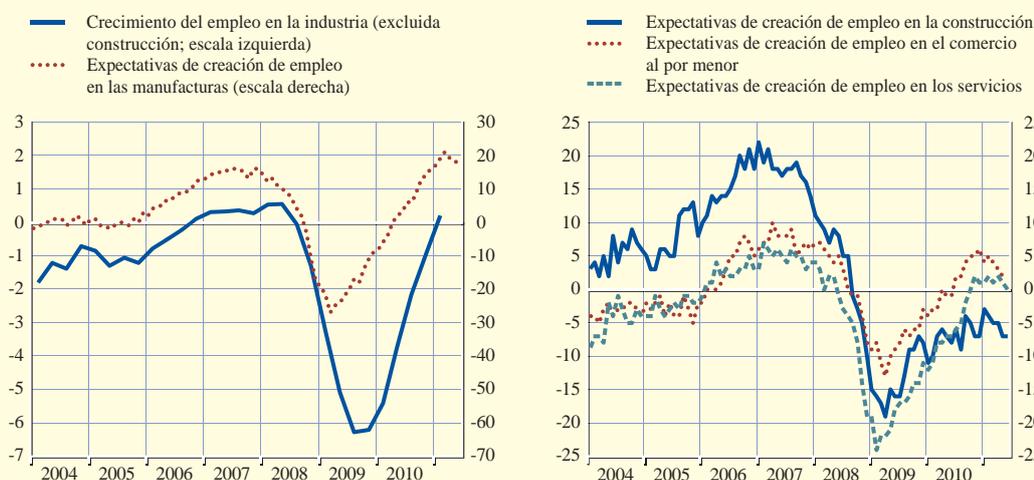
1) Incluye también educación, salud y otros servicios.

A nivel sectorial, y en términos intertrimestrales, los últimos resultados reflejan un crecimiento del empleo del 0,3% en la industria, excluida la construcción, y del 0,9% en los servicios financieros y empresariales, lo que sirvió para compensar las continuas pérdidas de empleo en la construcción (-0,8%), la agricultura (-1,6%) y un ligero descenso del empleo público (-0,1%).

En relación con el fuerte crecimiento del PIB en el primer trimestre de 2011 y con la evolución más moderada del empleo, el crecimiento de la productividad repuntó en el primer trimestre, como consecuencia de la evolución de la industria y la construcción y, en menor medida, del comercio y los transportes. La productividad del trabajo por persona ocupada creció un 2,1%, en términos interanuales, frente al 1,7% del trimestre anterior, pero fue similar al crecimiento interanual medio registrado en

Gráfico 31 Crecimiento del empleo y expectativas de creación de empleo

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

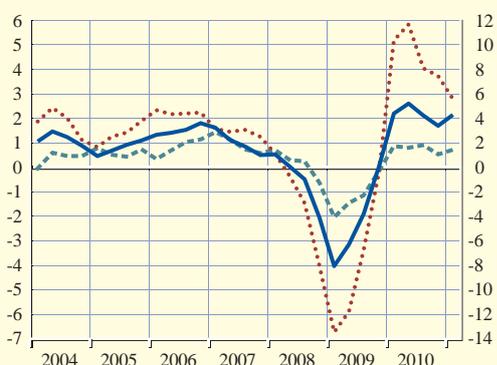


Fuentes: Eurostat y encuestas de opinión de la Comisión Europea.
Notas: Los saldos netos están ajustados a la media.

Gráfico 32 Productividad del trabajo

(tasas de variación interanual)

— Total economía (escala izquierda)
..... Industria (excluida construcción; escala derecha)
- - - Servicios (escala izquierda)

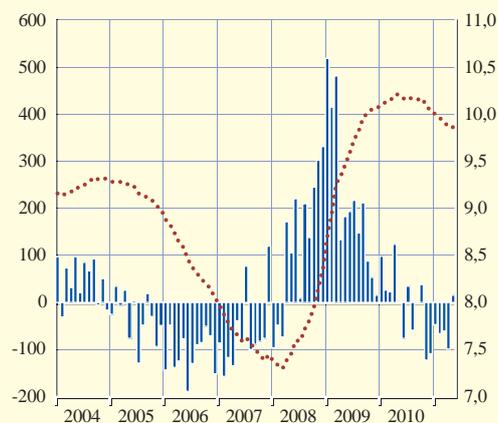


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico 33 Desempleo

(datos mensuales desestacionalizados)

— Variación intermensual, en miles (escala izquierda)
..... Porcentaje de la población activa (escala derecha)



Fuente: Eurostat.

2010 (véase gráfico 32). La productividad por hora trabajada aumentó un 1,7 %, en tasa interanual, en el primer trimestre, frente al 1,3 % del último trimestre de 2010, y fue algo más elevada que la tasa de crecimiento media anual del 1,4 % que se observó en 2010. De cara al futuro, los últimos datos del índice PMI de productividad sugieren un nuevo crecimiento de la productividad, aunque a un ritmo algo más lento que el que se observó en el primer trimestre de 2011. En el recuadro 6 se analiza con más detalle la evolución reciente de la productividad y se compara esta evolución con la de Estados Unidos

En mayo de 2011, la tasa de desempleo se mantuvo estabilizada en el 9,9 % por tercer mes consecutivo (véase gráfico 33). Sin embargo, este hecho oculta una mejora sostenida, ya que el número de parados ha descendido durante este período de tres meses. Además, los indicadores de opinión señalan un crecimiento positivo y sostenido del empleo en el segundo trimestre, tanto en la industria como en los servicios, lo que es un buen augurio para el desempleo de la zona del euro en los próximos meses (véase gráfico 31).

Recuadro 6

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA PRODUCTIVIDAD EN LA ZONA DEL EURO Y EN ESTADOS UNIDOS

Durante la reciente crisis económica y financiera, la brecha de crecimiento de la productividad observada entre la zona del euro y Estados Unidos se amplió considerablemente. Esta ampliación estuvo relacionada con las pérdidas de empleo que se registraron en Estados Unidos en la primera parte de la crisis, que fueron mucho más importantes que en la zona del euro, especialmente en relación con la magnitud de la contracción del PIB. En este recuadro se compara la evolución reciente de la productividad en la zona del euro y en Estados Unidos y se presta especial atención al ajuste realizado durante la crisis y desde el inicio de la recuperación.

Visión general de la evolución reciente de la productividad

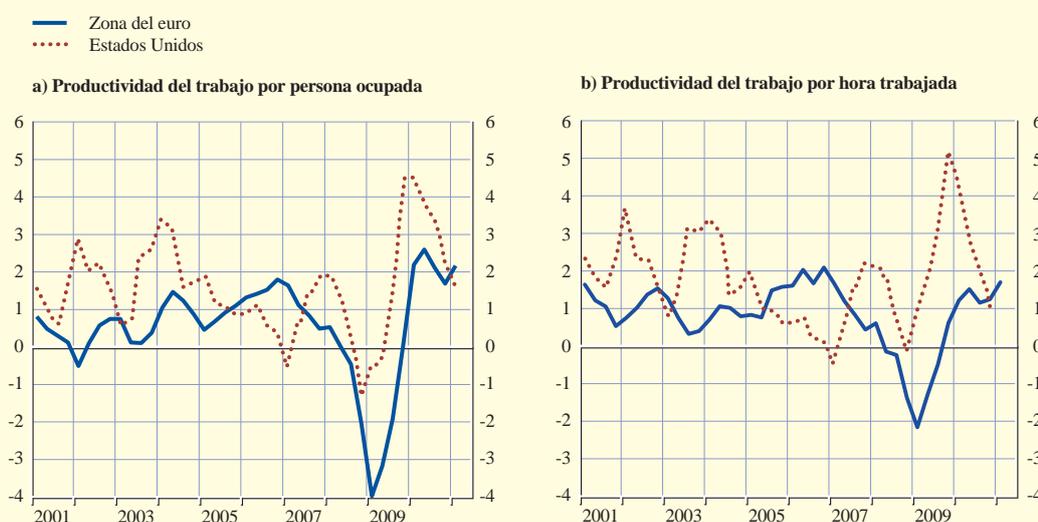
El inicio de la recesión anunció un acusado descenso de la productividad agregada en la zona del euro, cayendo el crecimiento de la productividad por persona ocupada un máximo del 4 %, en tasa interanual, en el primer trimestre de 2009, según los datos de contabilidad nacional. La productividad por hora disminuyó de forma menos marcada, ya que la flexibilidad en la organización de la jornada laboral y las medidas frente a la crisis adoptadas en muchos países de la zona del euro (como los planes de reducción de las horas de trabajo de Alemania) llevaron a las empresas de la zona a ajustar las horas de trabajo más que el empleo mientras duró la recesión¹. Desde entonces, las consecutivas estimaciones trimestrales han mostrado mejoras sostenidas en el crecimiento de la productividad, observándose un crecimiento interanual positivo desde el cuarto trimestre de 2009. En el primer trimestre de 2010, el crecimiento interanual de la productividad de la zona del euro alcanzó un promedio del 2,2 %, medida en términos de personas ocupadas, y del 1,4 %, medida en términos de horas trabajadas (véase gráfico A).

En Estados Unidos, por el contrario, el ajuste del factor trabajo que se observó durante la recesión se basó mucho más en la destrucción de empleo (que en ajustes en las horas trabajadas por las personas ya ocupadas), lo que contribuyó a sostener la productividad —medida tanto en términos de personas como de horas— en mayor medida que en la zona del euro. Cuando el producto comenzó a recuperarse, las constantes e importantes pérdidas de empleo en Estados Unidos provocaron un repunte especialmente acusado del crecimiento de la productividad en la primera parte de la recuperación. Más recientemente, el crecimiento de la productividad en Estados Unidos se ha moderado sustancialmente, hasta el punto de que —bien se mida en términos de personas ocupadas o bien de horas tra-

1 Para más información sobre las medidas frente a la crisis adoptadas durante la recesión, véase el artículo titulado «Ajustes de los mercados de trabajo a la recesión en la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, de julio de 2010.

Gráfico A Crecimiento de la productividad del trabajo en la zona del euro y en Estados Unidos

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat, OCDE, US Bureau of Labor Statistics y cálculos del BCE.

Nota: En el caso de Estados Unidos, se ha utilizado el empleo civil residente para obtener la evolución de la productividad. Las últimas observaciones hacen referencia al primer trimestre de 2011.

bajadas— desde el cuarto trimestre de 2010 las tasas de crecimiento de la productividad se han asemejado en las dos economías. Sin embargo, esta similitud oculta importantes diferencias en la dinámica cíclica de la evolución de la productividad desde el inicio de la recuperación.

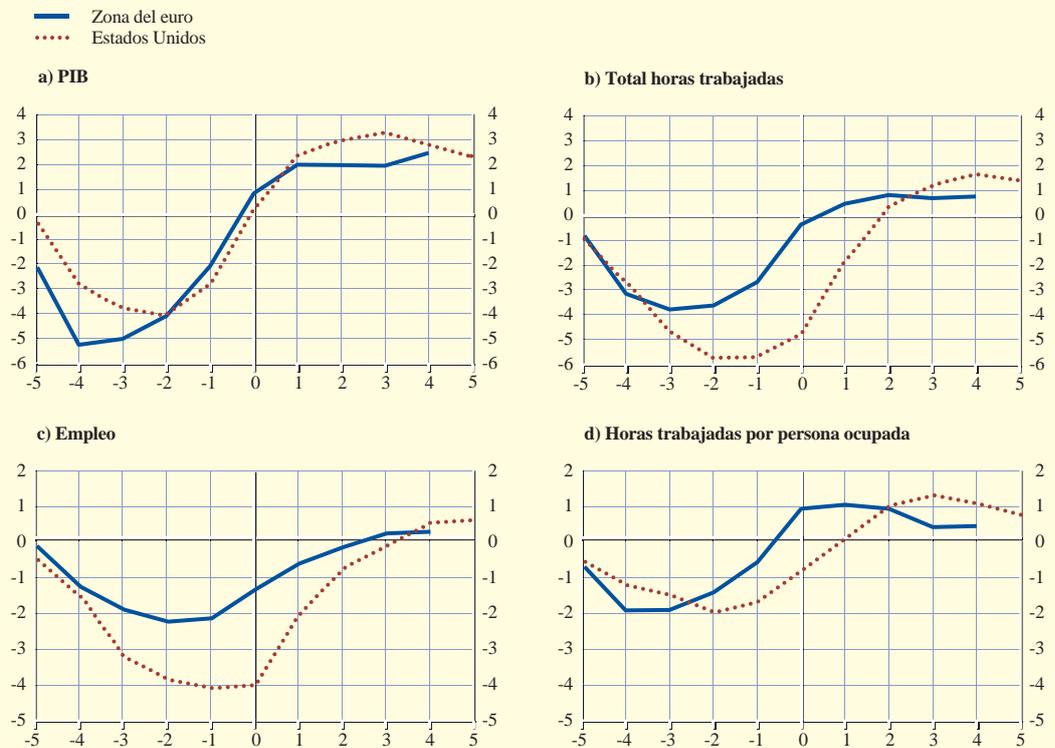
Dos patrones distintos de ajuste en los mercados de trabajo

Para poder comparar adecuadamente la evolución de la productividad en una fase similar del proceso de recuperación, en el gráfico B se presentan las tasas de crecimiento de cada uno de los componentes del crecimiento de la productividad en torno al inicio de la recuperación (definida como el primer trimestre de crecimiento interanual positivo del PIB). Así pues, los períodos relevantes son el primer trimestre de 2010 para la zona del euro y el último trimestre de 2009 para Estados Unidos.

El gráfico B muestra que, pese a un repunte inicial más acusado del crecimiento del PIB al inicio de la recuperación, la destrucción de empleo continuó durante algo más de tiempo —y en mayor medida— en Estados Unidos que en la zona del euro. En la zona del euro, el total de horas trabajadas se ajustó prácticamente al mismo tiempo que se inició la recuperación de la actividad —al principio fundamentalmente a través de un aumento de las horas trabajadas por persona, y más recientemente por el moderado crecimiento del empleo—. Por el contrario, el total de horas trabajadas siguió disminuyendo

Gráfico B Crecimiento del PIB, del total de horas trabajadas, del empleo y de las horas trabajadas por persona ocupada en la zona del euro y en Estados Unidos

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat, OCDE, US Bureau of Labor Statistics y cálculos del BCE.

Notas: 0 en el eje de abscisas representa el primer trimestre de crecimiento interanual positivo del PIB tras la recesión (primer trimestre de 2010 para la zona del euro; cuarto trimestre de 2009 para Estados Unidos). Las últimas observaciones hacen referencia al primer trimestre de 2011.

en Estados Unidos incluso al inicio de la recuperación (hasta el último trimestre de 2009 y el primer trimestre de 2010), ya que el incremento de las horas trabajadas por personas ya ocupadas fue contrarrestado con creces por las continuas pérdidas de empleo. Esta evolución ayuda a explicar los pronunciados incrementos que se registraron en Estados Unidos en el crecimiento de la productividad al inicio de la recuperación, sobre todo en términos de horas trabajadas. Sin embargo, al avanzar la recuperación, el empleo y el total de horas trabajadas parecen haber aumentado a un ritmo más rápido en Estados Unidos que en la zona del euro, aunque se ha observado una cierta estabilización en los últimos trimestres en ambas economías.

En resumen, durante la crisis el crecimiento de la productividad en Estados Unidos superó considerablemente al de la zona del euro, debido en cierto sentido a los distintos ajustes que se observaron en el empleo y en las horas trabajadas en las dos economías. En los últimos trimestres las tasas de crecimiento de la productividad parecen haber convergido. Sin embargo, al estar las dos economías en las primeras etapas de la recuperación, es demasiado pronto para valorar las implicaciones de la reciente dinámica en las tendencias a largo plazo.

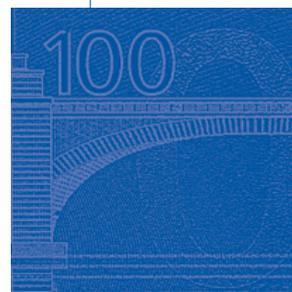
4.3 PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

Las últimas estimaciones estadísticas y los indicadores de opinión apuntan a una expansión sostenida, aunque más lenta, de la actividad económica de la zona del euro en el segundo trimestre de este año. Esta moderación refleja el hecho de que el fuerte crecimiento observado en el primer trimestre se debió, en parte, a factores especiales. Se mantiene el positivo dinamismo subyacente de la actividad económica en la zona del euro. Las exportaciones de la zona deberían seguir sosteniendo la expansión en curso de la economía mundial. Al mismo tiempo, si se tiene en cuenta el nivel actual de la confianza empresarial en la zona del euro, es probable que la demanda del sector privado contribuya al crecimiento económico. Sin embargo, se prevé que el proceso de ajuste de los balances que se está llevando a cabo en varios sectores continúe moderando, en cierta medida, la actividad.

En un contexto de elevada incertidumbre, los riesgos para estas perspectivas económicas siguen estando prácticamente equilibrados. Por una parte, la sólida confianza empresarial podría respaldar la actividad económica de la zona del euro en mayor medida de lo que se prevé actualmente y el aumento de la demanda externa podría también contribuir al crecimiento con más intensidad de la esperada. Por otra parte, los riesgos a la baja están relacionados con las tensiones existentes en algunos segmentos de los mercados financieros, que podrían trasladarse a la economía real de la zona del euro. Los riesgos a la baja también guardan relación con las nuevas subidas de los precios de la energía, con las presiones proteccionistas y con la posibilidad de que se lleve a cabo una corrección desordenada de los desequilibrios mundiales.

ARTÍCULOS

LAS MEDIDAS NO CONVENCIONALES DEL BCE: IMPACTO Y RETIRADA GRADUAL



El BCE respondió a la crisis financiera introduciendo una serie de medidas de política monetaria no convencionales y reduciendo los tipos de interés oficiales. El objetivo de estas medidas no convencionales era mantener el mecanismo de transmisión de la política monetaria. Se aplicaron, principalmente, haciendo uso de la estructura del marco operativo existente para i) sostener las condiciones de financiación de las entidades de crédito a fin de aumentar la provisión de crédito al sector privado y ii) contener el contagio en los mercados financieros. La evidencia disponible sugiere que las medidas no convencionales han logrado los objetivos previstos.

No obstante, si las medidas no convencionales se mantienen durante demasiado tiempo, podrían alentar una asunción de riesgos excesiva por parte de los participantes en el mercado, distorsionar los incentivos y retrasar el necesario proceso de ajuste de los balances en las entidades de los sectores público y privado. Ello afectaría, en última instancia, a la estabilidad de precios a medio plazo, con efectos perjudiciales para el crecimiento económico. Así pues, las medidas no convencionales adoptadas por el BCE se concibieron para ser transitorias y complementar las decisiones convencionales relativas a los tipos de interés. Dada la flexibilidad que permite el diseño del marco operativo del BCE para aplicar la política monetaria, las decisiones sobre la retirada gradual de las medidas no convencionales se toman independientemente de las decisiones de elevar los tipos de interés oficiales desde sus niveles actuales, que son muy bajos. Por lo tanto, su retirada gradual se efectuará de acuerdo con la evidencia de una normalización sostenida del funcionamiento del mecanismo de transmisión. De este modo, la orientación de la política monetaria del BCE puede ajustarse a tiempo con el fin de contrarrestar los riesgos para la estabilidad de precios a medio plazo, mientras que se hace frente a las dificultades que siguen existiendo en el mecanismo de transmisión con medidas no convencionales. No obstante, resulta crucial que los Gobiernos y los reguladores atiendan con urgencia los problemas de financiación que persisten en regiones y sectores concretos de la zona del euro.

I INTRODUCCIÓN

Entre octubre de 2008 y mayo de 2009, en vista de la grave crisis financiera y de los correspondientes riesgos a la baja para la estabilidad de precios a medio plazo, el BCE redujo el tipo de interés de sus operaciones principales de financiación en 325 puntos básicos. No obstante, los obstáculos en el proceso de transmisión amenazaban con impedir que esta orientación de la política monetaria tan acomodaticia se trasladara a las condiciones crediticias para los hogares y las sociedades no financieras. Por ello, el BCE también introdujo varias medidas no convencionales durante el período de agudas tensiones que se observaron en los mercados financieros, con el fin de mantener operativa la transmisión de la política monetaria, lo que se llevó a cabo, principalmente, relajando las condiciones de financiación de las entidades de crédito, para apoyar la provisión de crédito al sector privado, y conteniendo el contagio en los mercados financieros¹.

Al igual que las medidas no convencionales se introdujeron durante el período de crisis financiera para complementar los cambios en los tipos de interés oficiales en un contexto de dificultades en el mecanismo de transmisión, su retirada gradual puede producirse de forma independiente de los ajustes en la orientación de la política monetaria mediante cambios en los tipos de interés en un contexto de restablecimiento progresivo del mecanismo de transmisión. En concreto, las medidas no convencionales se retirarán en línea con la mejora sostenida de los canales de transmisión previamente dañados y con la normalización de la transmisión de la política monetaria. En última instancia, las medidas del BCE están determinadas por su mandato de mantener la estabilidad de precios.

¹ En «La respuesta del BCE a la crisis financiera», *Boletín Mensual*, BCE, octubre de 2010, y en «La aplicación de la política monetaria desde agosto de 2007», *Boletín Mensual*, BCE, julio de 2009 se encuentra una descripción detallada de la respuesta del BCE.

En la sección 2 se analizan brevemente las principales dificultades que la crisis financiera causó en el proceso de transmisión de la política monetaria y recuerda las medidas no convencionales adoptadas en respuesta a esta evolución. También proporciona evidencia sobre su eficacia para restablecer un funcionamiento más normal de la transmisión de la política monetaria. Al hacerlo, ha de tenerse en cuenta que tal valoración solo puede tener un carácter preliminar, y que serán necesarios más datos y un análisis más profundo para llevar a cabo una evaluación exhaustiva. En la sección 3 se examinan consideraciones relativas a la retirada gradual de las medidas no convencionales, mientras que en la sección 4 se presentan algunas de las lecciones aprendidas de la experiencia actual con las medidas de política monetaria no convencionales y se extraen las conclusiones².

2 MEDIDAS NO CONVENCIONALES Y SU EFICACIA

2.1 DIFICULTADES EN EL PROCESO DE TRANSMISIÓN

La crisis financiera ha generado importantes tensiones en todos los canales de transmisión de la política monetaria, a través de los cuales las decisiones relativas a los tipos de interés del BCE se suelen transmitir a la economía y, en última instancia, a los precios³.

En primer lugar, en circunstancias normales, con un buen funcionamiento del proceso de intermediación financiera a través del sector bancario y de los mercados financieros, las señales incorporadas en los tipos de interés oficiales se transmiten de manera fluida a los tipos de interés del mercado monetario a corto plazo, y, por lo tanto, a los tipos de interés a plazos más largos, que son más relevantes para la toma de decisiones del sector privado (lo que se denomina «canal de tipos de interés»)⁴. La crisis financiera dañó la transmisión de los tipos de interés oficiales a los tipos de interés del mercado monetario y a otros tipos de interés bancarios y de mercado, y la transmisión se vio afectada nuevamente por la crisis de la deuda soberana. Como los rendimientos de la deuda pública pueden actuar como determinante de la fijación

de precios de otros activos, una perturbación severa en el mercado de deuda pública puede alterar el mecanismo de transmisión y generar contagios y propagarlos a otros segmentos del mercado.

En segundo lugar, las dificultades experimentadas por las entidades de crédito para acceder a la financiación (incluidos capital bancario y liquidez) presionaron sobre el activo del balance de dichas entidades, aumentando el riesgo de una contracción acusada y repentina de la oferta de préstamos bancarios (denominado «canal del crédito bancario»). Además, en el contexto de la crisis de la deuda soberana, la escasa liquidez en los mercados de deuda pública añadió nuevas tensiones —dado el uso generalizado de estos valores como activos de garantía en los préstamos garantizados—, afectando con ello a la capacidad de las entidades de crédito para prestar al sector privado.

En tercer lugar, la recesión cíclica, sumada a las caídas en los precios de los activos, incidió de manera significativa en el balance y en la solvencia de los prestatarios de las entidades (denominado «canal del balance financiero»)⁵. Estos efectos se vieron exacerbados por la crisis de la deuda soberana que afectó a algunos países de la zona del euro, causando pérdidas en las carteras de inversores financieros y no financieros, de nuevo con el potencial de tener un efecto adverso en su capacidad de préstamo.

Por último, los importantes vaivenes observados en las percepciones de riesgo de los intermediarios financieros y de los inversores amenazaron el

2 La fecha de cierre de los datos que figuran en este artículo fue el 14 de junio de 2011.

3 Para un análisis exhaustivo de los canales de transmisión de la política monetaria en la zona del euro, véanse «Transmisión de la política monetaria un decenio después de la introducción del euro», *Boletín Mensual*, BCE, mayo de 2010, y «El papel de las entidades de crédito en el mecanismo de transmisión de la política monetaria», *Boletín Mensual*, BCE, agosto de 2008. Además, *The Monetary Policy of the ECB*, BCE, mayo de 2011, presenta una visión general de la política monetaria del BCE, incluidos los canales de transmisión.

4 Para más información, véase el recuadro titulado «Volatilidad del tipo de interés a un día y su transmisión a la curva de rendimientos del mercado monetario», *Boletín Mensual*, BCE, agosto de 2007.

5 Los resultados empíricos indican que los canales del crédito bancario y del balance financiero han pasado a ser más importantes en el período de turbulencias financieras; véase, por ejemplo, «La política monetaria y la oferta de préstamos en la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, octubre de 2009.

UNA PERSPECTIVA ACADÉMICA DE LAS MEDIDAS NO CONVENCIONALES

Antes de la crisis financiera, el debate académico sobre las medidas de política monetaria no convencionales estaba estrechamente relacionado con el problema del límite inferior del 0%, que se plantea cuando una recesión profunda y los correspondientes riesgos a la baja para la estabilidad de precios justifican una reducción del tipo de interés oficial del banco central al 0%. Este nivel representa un límite inferior para el tipo de interés nominal, porque cualquier intento de reducirlos más aún fracasaría. Los particulares preferirían mantener efectivo antes que prestar sus fondos o mantener depósitos a un tipo negativo. En una recesión suficientemente profunda, el límite inferior del 0% del tipo de interés nominal limita la capacidad del banco central para reducir más los tipos de interés reales. Podría darse una espiral deflacionista si una menor demanda agregada genera expectativas deflacionistas y, por tanto, unos tipos de interés más elevados y, con ellos, nuevas presiones deflacionistas.

Las medidas no convencionales se han considerado tradicionalmente una manera alternativa de proporcionar un estímulo de política monetaria una vez que el tipo de interés nominal ha llegado al 0%. Por ejemplo, la «relajación cuantitativa» supone inducir importantes aumentos en las reservas de las entidades de crédito para estimular la demanda de activos más productivos a través de los efectos sobre la composición de las carteras. Tradicionalmente, la relajación cuantitativa se ha considerado ineficaz cuando los tipos de interés no están próximos al límite inferior del 0%, porque los tipos de interés positivos representarían un coste de oportunidad que desanimaría el mantenimiento de reservas adicionales por parte de las entidades de crédito.

No obstante, en respuesta a la crisis financiera, muchos bancos centrales adoptaron medidas innovadoras que no se habían estudiado de forma explícita en la literatura académica. Por ello, se ha empezado a investigar la conveniencia de aplicar medidas no convencionales diferentes, dependiendo de las circunstancias económicas. De estas investigaciones en curso se desprenden dos resultados fundamentales¹.

Uno de los resultados es que, en los casos en los que se remuneran las reservas en los bancos centrales –como ocurre en la zona del euro–, pueden adoptarse cambios en las reservas de las entidades de crédito a cualquier nivel del tipo de interés oficial. El coste de oportunidad de las reservas pasa a ser independiente del nivel de tipos de interés, y alcanzar el límite inferior del 0% deja de ser una condición previa para que las entidades estén dispuestas a mantener cantidades importantes de reservas. Desde esta perspectiva, la remuneración de las reservas da lugar a una separación entre las decisiones relativas a la gestión de la liquidez y las relacionadas con la fijación de los tipos de interés. La gestión de la liquidez puede ajustarse para acomodar perturbaciones en la demanda de reservas, y los tipos de interés oficiales pueden fijarse sin necesidad de preocuparse por las condiciones del mercado de reservas.

El segundo resultado se refiere a que se pueden justificar otros tipos de medidas no convencionales distintas de las de expansión de la liquidez para hacer frente a importantes dificultades en el mecanismo de transmisión. La eficacia se maximiza cuando las medidas no convencionales se desarrollan para tratar de resolver una dificultad específica observada en un momento concreto. Una perturbación que, por ejemplo, tendiera a reducir el valor de los activos en poder de las entidades de manera uniforme

1 Véase, por ejemplo, V. Cúrdia y M. Woodford, «The Central Bank Balance Sheet as an Instrument of Monetary Policy.» *Journal of Monetary Economics*, n.º 1, 2011, pp. 54-79, y M. Gertler y N. Kiyotaki, «Financial Intermediation and Credit Policy in Business Cycle Analysis.» en B. Friedman y M. Woodford (eds.), *Handbook of Monetary Economics*, vol. 3A, North Holland, 2010, pp. 547-599.

podría ser contrarrestada mediante compras de activos para impedir el colapso del crédito y un incremento excesivo de los tipos de interés aplicados a los préstamos, o mediante la provisión directa de crédito al sector privado. Cuando la heterogeneidad de las entidades desempeña un papel fundamental y el mercado interbancario también experimenta dificultades –como ocurrió en la zona del euro durante la crisis–, el banco central puede, en lugar de lo anterior, querer tener una función de intermediación y proporcionar financiación a las entidades individuales según sus necesidades. Medidas tales como la extensión del vencimiento máximo de las operaciones de financiación o la ampliación de la lista de activos aceptados como activos de garantía pueden ser fundamentales para proporcionar a las entidades de crédito un entorno de financiación más estable y para evitar el colapso de la actividad económica real y los riesgos deflacionistas.

Una vez adoptada esta perspectiva de abordar distorsiones específicas en el mercado, las medidas no convencionales pueden utilizarse convenientemente para reforzar la orientación de la política monetaria siempre que las distorsiones afecten al mecanismo de transmisión. Al mismo tiempo, estas consideraciones no justifican el empleo de medidas no convencionales en circunstancias normales. Por una parte, los beneficios derivados de aplicar estas medidas aumentan con la gravedad de las perturbaciones económicas. Por otra parte, las medidas no convencionales también conllevan costes que, en circunstancias normales, suelen superar a los beneficios. Estos costes podrían manifestarse, por ejemplo, en tensiones inducidas en las operaciones del banco central y en la exposición del balance del banco central al riesgo.

2.2 MEDIDAS BASADAS EN EL MERCADO MONETARIO

Durante la primera fase de la crisis que se inició en agosto de 2007 (denominada «Turbulencias» en el gráfico 1), la dificultad principal fue el mal funcionamiento del mercado monetario a causa de la incertidumbre en torno a la solvencia de las contrapartes. Las entidades de crédito prefirieron acumular la liquidez al comienzo del período de mantenimiento, con el fin de reducir la incertidumbre sobre su situación de liquidez. El BCE acomodó esta preferencia adjudicando mayores volúmenes de liquidez en las operaciones principales de financiación (OPF) al comienzo del período de mantenimiento, reduciendo con ello la volatilidad de los tipos de interés a corto plazo y manteniendo un marco operativo eficiente en lo que se refiere a conducir el tipo de interés a un día hacia el tipo de interés de la OPF⁷. Además, se adjudicó un porcentaje más elevado de liquidez del Eurosistema a través de las operaciones de financiación a tres meses, lo que alargó el plazo medio de vencimiento de la liquidez y redujo la incertidumbre de las entidades de crédito en lo que respecta a su financiación⁸.

La intensificación de la crisis a mediados de septiembre de 2008 exacerbó las tensiones en el merca-

do monetario, observándose importantes diferencias entre el EURIBOR a tres meses sin garantías y el tipo swap del EONIA a tres meses garantizado, y un acusado descenso de la negociación en el mercado monetario (véase gráfico 2). El BCE reaccionó adoptando directamente una función de intermediación en la provisión de liquidez a entidades de crédito individuales, función desempeñada habitualmente por el mercado monetario, al cambiar las subastas a tipo de interés variable por subastas a tipo fijo con adjudicación plena de la liquidez demandada por las contrapartes. Además, la lista de activos de garantía admitidos se amplió en varias etapas, ajustando los umbrales de calidad para determinadas categorías de activos, permitiendo con ello que las entidades de crédito aprovecharan las subastas con adjudicación plena a tipo de interés fijo. En este contexto también, el Eurosistema aplica sus medidas de control de riesgos para mitigar los riesgos de liquidez, de mercado y de crédito.

7 Para una visión global del marco operativo de la política monetaria, véase P. Mercier y F. Papadia, *The concrete euro – how monetary policy operations withstood the crisis*, Oxford University Press, 2011.

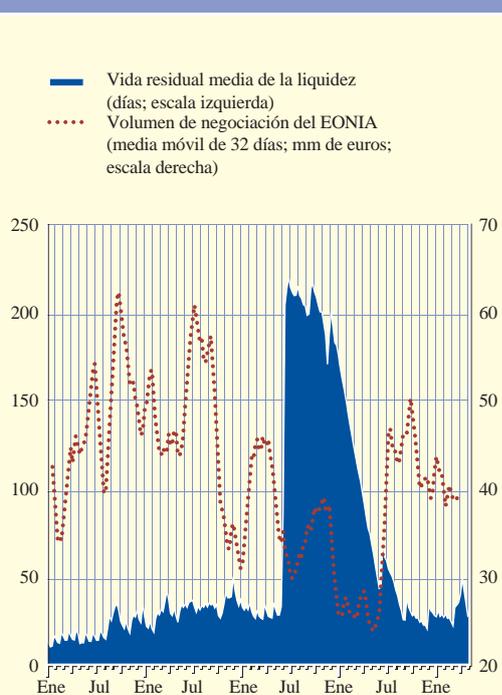
8 Las medidas adoptadas en este período en relación con las operaciones de mercado abierto, así como su impacto, se describen con más detalle en «Las operaciones de mercado abierto del Eurosistema durante el reciente período de volatilidad de los mercados financieros», *Boletín Mensual*, BCE, mayo de 2008.

El BCE también amplió el plazo de sus operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) hasta 12 meses. Este hecho aumentó la vida residual media de la liquidez adjudicada e hizo que pasara de unos 20 días, antes de la crisis, a 30 días, durante la fase inicial de las turbulencias financieras, y a más de 200 días en el segundo semestre de 2009, cuando estaban vivas las OFPML a un año, antes de reducirse de nuevo (véase gráfico 2). Esta ampliación de los plazos tuvo por objeto proporcionar certidumbre a las entidades de crédito sobre las fuentes de financiación durante un período más prolongado, permitiendo con ello que el sistema bancario restableciera y planificara mejor sus actividades, así como que mantuviera el crédito a los hogares y a las sociedades no financieras. Las OFPML a un año contribuyeron eficazmente a estabilizar los diferenciales en el mercado monetario en niveles inferiores a los observados durante la fase de turbulencias financieras⁹.

La intensificación de la crisis se caracterizó, además, no solo por un elevado grado de incertidumbre, sino también por el heterogéneo comportamiento de las entidades de crédito. Esto queda ilustrado por el volumen y la distribución del exceso de liquidez, que puede calcularse a partir del uso que hacen las entidades de crédito de la facilidad de depósito, que se había situado cerca de cero al inicio de la crisis. Sin embargo, en la segunda semana de octubre de 2008, cuando se establecieron las subastas a tipo fijo con adjudicación plena, el uso de la facilidad de depósito por parte de las entidades de crédito se incrementó de forma significativa y heterogénea (véase gráfico 3). El impor-

⁹ Véase gráfico 2 en «La respuesta del BCE a la crisis financiera», *Boletín Mensual*, BCE, octubre de 2010. En el período de retirada gradual de las medidas, el diferencial entre el EURIBOR a tres meses y el tipo *swap* del EONIA se situó alrededor de 25 puntos básicos, en torno a la mitad del valor alcanzado durante la fase de turbulencias. Entretanto, en el momento de intensificación de la crisis, el diferencial alcanzó un máximo de más de 175 puntos básicos

Gráfico 2 Vida media de la financiación y actividad negociadora en el mercado monetario



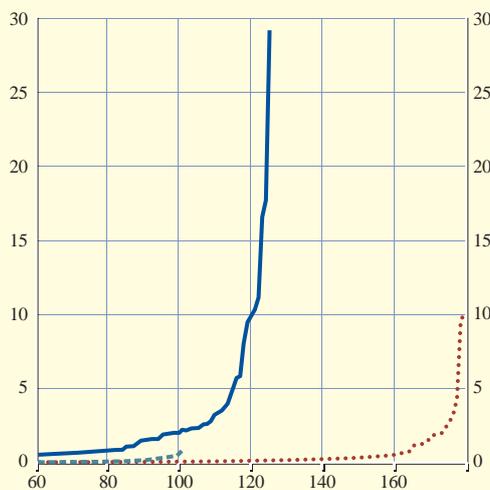
Fuente: BCE.
Notas: La vida residual media se calcula como la media de las OPF y de las OFPML hasta sus fechas de vencimiento respectivas, ponderada por el saldo vivo de cada operación.

Gráfico 3 Saldos diarios en la facilidad de depósito

(mm de euros)

Eje de abscisas: entidades de crédito con recurso a la facilidad de depósito

— 2.ª semana de octubre de 2008
 2.ª semana de julio de 2010
 - - - 4.ª semana de abril de 2011



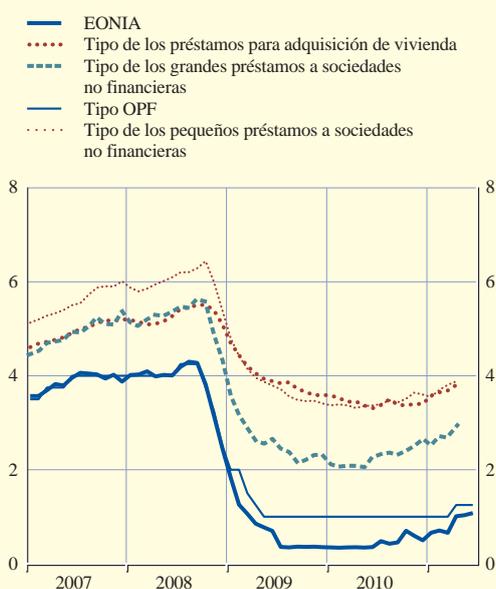
Fuente: BCE.
Nota: El importe mostrado es la media semanal del recurso a la facilidad de depósito.

tantísimo recurso a las operaciones de financiación y el uso simultáneo e intensivo de la facilidad de depósito para almacenar el exceso de liquidez a un día son indicativos de hasta qué punto era disfuncional el mercado monetario. Tras el vencimiento de la primera OFPML a un año a comienzos de julio de 2010, el importe total depositado disminuyó, pero, en promedio, un número mayor de entidades accedió a la facilidad de depósito para mantener importes más reducidos. En el período más reciente, mostrado en el gráfico 3, los importes sustancialmente menores que se depositaron en esta facilidad y su distribución más equilibrada indican una mejora del funcionamiento del mercado monetario.

Asimismo, la cobertura total de una demanda tan elevada de liquidez en las operaciones de financiación hizo que el tipo de interés a un día (EONIA) cayera por debajo del tipo de las OPF (véase gráfico 4), reflejando el exceso de liquidez en el mercado monetario y el uso intensivo de la facilidad de depósito.

Gráfico 4 Evolución de los tipos de interés

(en porcentaje)



Fuente: BCE.

Nota: La fecha de cierre de los datos utilizados en este gráfico es el 7 de julio de 2011.

Además de las medidas mencionadas, centradas en la financiación en euros, el BCE también realizó operaciones de inyección de liquidez en dólares estadounidenses respaldadas con activos aceptados por el BCE en su sistema de garantías, así como *swaps*, para hacer frente a las dificultades que experimentaban algunos bancos activos internacionalmente para financiarse en divisas, sobre todo en dólares estadounidenses. También se llevaron a cabo subastas de *swaps* en francos suizos

Dado el objetivo de las medidas no convencionales de ayudar a la normal transmisión de los tipos de interés oficiales del BCE a la economía, la evolución de los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a los préstamos y de sus volúmenes puede dar idea de la eficacia de estas medidas¹⁰. Los tipos de interés de los préstamos concedidos a los hogares y a las sociedades no financieras se redujeron con un pequeño retraso, en paralelo con la caída del EONIA (véase gráfico 4). En lo que se refiere al volumen, el nivel de los préstamos solo se contrajo moderadamente durante la crisis¹¹. El análisis que se presenta en el recuadro 2 confirma que, durante la crisis, tanto los tipos de interés de los préstamos como su volumen se comportaron de forma acorde con un funcionamiento del mecanismo de transmisión bastante normal, valorado de acuerdo con las regularidades históricas anteriores a la crisis financiera. Estos resultados, aunque en gran medida indicativos, sugieren que las medidas no convencionales del BCE han tenido éxito a la hora de lograr el objetivo previsto¹².

De forma más general, las medidas no convencionales, junto con las medidas introducidas por los Gobiernos de la zona del euro en apoyo de las en-

10 Para información sobre la eficacia de las medidas no convencionales en los distintos bancos centrales, véanse las presentaciones del seminario del BCE sobre «The macroeconomic impact of non-standard monetary policy measures», que se celebró los días 24 y 25 de marzo de 2011 (disponible en el sitio web del BCE, en la sección titulada «conferences»).

11 Véase «Evolución reciente de los préstamos al sector privado», *Boletín Mensual*, BCE, enero de 2011.

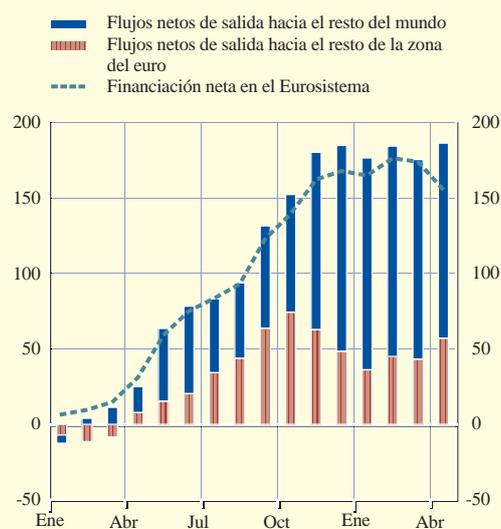
12 Los resultados de la encuesta trimestral sobre préstamos bancarios del BCE, que analiza el papel de los factores de oferta y de demanda en la evolución de los préstamos, también indica que las restricciones de oferta no constituyeron el principal factor determinante del bajo crecimiento del volumen de préstamos.

tidades de crédito, evitaron un proceso de desapalancamiento desordenado. Las medidas no convencionales desempeñaron, así, un importante papel durante la fase marcada por la crisis de la deuda soberana. Por ejemplo, la adjudicación plena a tipo de interés fijo de la liquidez demandada por el sector bancario utilizando como respaldo una lista ampliada de activos de garantía ayudó a estabilizar la financiación de las IFM de los países que se vieron más afectados por la crisis de la deuda soberana (véase gráfico 5).

Sin embargo, el apoyo a la liquidez no sustituye al saneamiento y al fortalecimiento necesarios de los balances y en ningún caso puede resolver los problemas de solvencia. La experiencia adquirida en episodios anteriores de crisis bancarias y financieras sugiere que la única acción eficaz para resolver una crisis bancaria es que los Gobiernos y los reguladores intervengan con rapidez y determinación, mientras que el banco central debería limitarse a proporcionar apoyo a la liquidez (véase recuadro 3).

Gráfico 5 Flujos netos de salida de las IFM de Grecia, Irlanda y Portugal hacia el resto de la zona del euro y del mundo, y financiación neta en el Eurosistema

(flujos acumulados, desestacionalizados, mm de euros)



Fuente: BCE.

Nota: Los flujos de salida reflejan variaciones en los pasivos exteriores menos variaciones en los activos exteriores. La financiación neta es la financiación menos el uso de la facilidad de depósito.

Recuadro 2

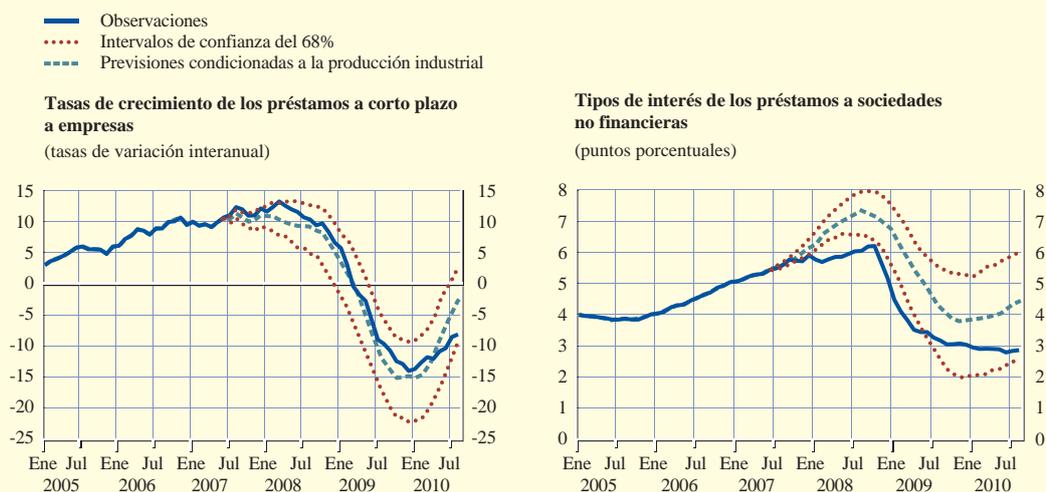
LA EFICACIA DE LAS MEDIDAS NO CONVENCIONALES: UNA EVALUACIÓN BASADA EN LOS MODELOS

A continuación, se describen dos enfoques analíticos para evaluar la eficacia de las medidas no convencionales intentando responder a la cuestión de qué habría ocurrido si el BCE no hubiese adoptado algunas de sus medidas de política no convencionales a partir de octubre de 2008. Partiendo de unos ejercicios basados en modelos, se observa que las medidas orientadas específicamente al mercado monetario fueron cruciales para estabilizar el sistema financiero y la economía, así como para garantizar la estabilidad de precios.

Un primer enfoque aborda la cuestión de determinar si las regularidades económicas «anteriores a la crisis» de las variables económicas persistieron durante la crisis. En este sentido, el modelo desarrollado por Giannone et ál.¹ estima la relación entre 32 variables durante el período comprendido entre 1991 y 2007, incluidos indicadores de producción, inflación, confianza, agregados monetarios y rendimientos de los bonos. Para el período posterior a agosto de 2007, el ejercicio incluyó una previsión condicional utilizando como variable condicionante la senda observada de la producción industrial. Las series restantes se obtienen aplicando las regularidades estimadas previas a la crisis. Las pequeñas diferencias existentes que se registran entre las observaciones efectivamente registradas durante la crisis y las series resultantes de la simulación implican que las regularidades se mantuvie-

1 D. Giannone, M. Lenza, H. Pill y L. Reichlin, «Non-standard monetary policy measures and monetary developments», *Working Paper Series*, n.º 1290, BCE, enero de 2011.

Gráfico A Datos observados y previsión condicional basada en modelos



Fuente: Giannone et ál.

ron durante la crisis. Como ejemplo de los resultados, el gráfico A indica que el crecimiento de los préstamos a corto plazo a empresas respondió en gran medida a lo esperado del episodio previo a la crisis y que los tipos de interés de los préstamos se situaron incluso por debajo de esas regularidades, lo que podría haberse debido a las rápidas y audaces medidas adoptadas por el BCE.

Dado que la economía siguió, en general, las regularidades observadas anteriormente, es posible comprobar si esta condición se seguiría cumpliendo de no haberse adoptado las medidas no convencionales. Las medidas no convencionales que adoptó el BCE tenían por objeto, entre otras cosas, mejorar la situación del mercado monetario reduciendo el diferencial entre el EURIBOR y el tipo de interés de las operaciones principales de financiación. El modelo desarrollado por Lenza et ál.² analiza las repercusiones si dicho diferencial, en lugar de reducirse, se hubiera mantenido durante más tiempo. Si se atribuye la diferencia entre las series temporales observadas de las variables económicas y las sendas resultantes de la simulación basada en los modelos obtenidos de la aplicación de las regularidades estimadas del episodio «anterior a la crisis» a las medidas no convencionales, cabría pensar que estas fueron muy eficaces. El modelo muestra, por ejemplo, que el crecimiento de M1 en 2009 y 2010, así como el crecimiento de los préstamos para adquisición de vivienda y del crédito al consumo, habrían sido notablemente inferiores si no se hubieran aplicado las medidas no convencionales.

Un segundo enfoque se centra en la introducción de la provisión de liquidez mediante procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena y en el alargamiento de los plazos máximos de vencimiento de las operaciones de financiación desde los tres meses al año en el contexto del modelo de equilibrio general dinámico y estocástico (DSGE, en sus siglas en inglés) de Fahr et ál.³. Se trata de un modelo DSGE de tamaño medio, que recoge diversas percepciones del riesgo y se centra, especialmente, en el canal de la intermediación bancaria, basado en las necesidades de liquidez de las entidades de crédito y en un acelerador financiero entre dichas entidades y las empresas. Para evaluar el impacto del alargamiento de los plazos, se compara la reacción del tipo de interés sin riesgo a diez años frente a

2 M. Lenza, H. Pill y L. Reichlin, «Monetary policy in exceptional times», *Economic Policy*, vol. 62, 2010, pp. 295-339.

3 Para consultar los detalles técnicos, véase S. Fahr, R. Motto, M. Rostagno, F. Smets y O. Tristani, «A monetary policy strategy in good and bad times: lessons from the recent past», *Working Paper Series*, n.º 1336, BCE, mayo de 2011.

las variaciones del tipo de interés a tres meses en las condiciones observadas antes de la crisis con la observada durante la crisis. A continuación, se atribuyen las discrepancias en la respuesta de las distintas variables a la ampliación de la estructura de vencimientos y se presentan como la diferencia entre la línea de puntos contrafactual y las observaciones efectivamente registradas que representa la línea continua del gráfico B. Si no se hubieran ampliado los plazos, el diferencial entre el tipo de interés a diez años y el tipo a tres meses habría sido mayor (panel superior del gráfico), y la inflación interna (panel central) y el crecimiento del producto (panel inferior) habrían resultado menores, debido principalmente a unos rendimientos de la deuda a diez años más elevados.

En un segundo paso, el modelo DSGE aborda la cuestión de lo que habría sucedido si la demanda de liquidez en las operaciones de inyección de liquidez del Eurosistema no se hubiera satisfecho totalmente a un tipo de interés fijo⁴. Una estimación del modelo muestra que, antes de la crisis, la mayor demanda de liquidez por parte de las entidades de crédito dio lugar a una subida de los tipos de interés del mercado monetario. Se observa que, de haberse aplicado las mismas regularidades en ausencia de subastas a tipo de interés fijo y adjudicación plena durante la crisis financiera, el incremento sin precedentes de la demanda de liquidez durante la crisis habría reducido drásticamente el diferencial entre el tipo de interés a diez años y el tipo a tres meses, debido al aumento de los tipos de interés del mercado monetario (que representa la diferencia entre la línea de puntos y la línea discontinua del gráfico B)⁵. Esta presión al alza sobre el coste de endeudamiento, sumada a la falta de liquidez, habría desencadenado un proceso de fuerte y abrupto desapalancamiento por parte de las entidades de crédito, que habría dado lugar a graves riesgos a la baja para la estabilidad de precios y a una contracción económica más profunda que la efectivamente observada.

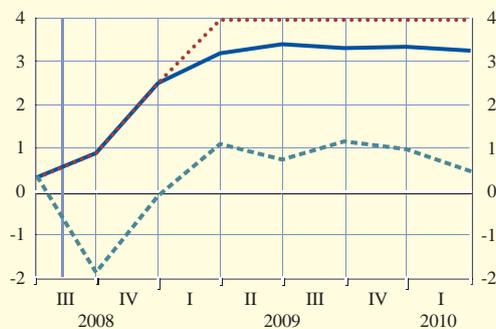
4 La adjudicación de liquidez antes de la crisis financiera se fijó para cubrir las reservas mínimas obligatorias por parte de las entidades de crédito y los factores autónomos.

5 El diferencial en el contrafactual no considera un posible límite superior para el tipo de interés a corto plazo inducido por el tipo de la facilidad marginal de crédito.

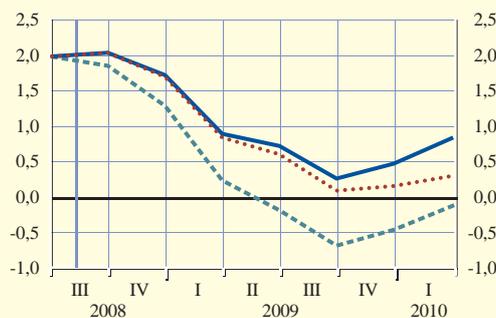
Gráfico B Resultados de un ejercicio contrafactual basado en modelos

— Observaciones
 Datos contrafactuales asociados a un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena en las operaciones principales de financiación
 - - - Datos contrafactuales asociados a un procedimiento de subasta a tipo de interés variable en todas las operaciones de financiación

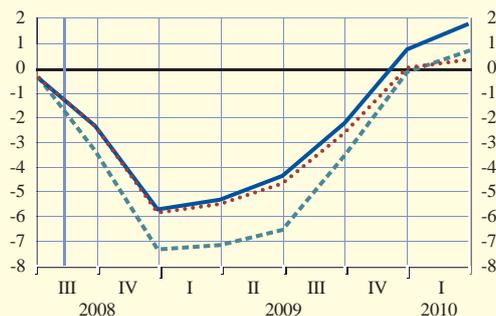
Diferencial entre el rendimiento de la deuda pública a diez años y el tipo de interés a tres meses
 (puntos porcentuales, en desviaciones de la media)



Deflactor del PIB
 (tasas de variación interanual)



Crecimiento del PIB real
 (tasas de variación interanual)



Fuente: Fahr et al.

Recuadro 3

MEDIDAS ADOPTADAS EN RESPUESTA A LAS CRISIS BANCARIAS: EL CASO DE LOS PAÍSES NÓRDICOS Y JAPÓN EN LOS AÑOS NOVENTA

Las crisis bancarias que afectaron a los países nórdicos (Noruega, Suecia y Finlandia) y a Japón en los años noventa sugieren que los problemas de las entidades de crédito solo pueden resolverse si las autoridades actúan sin demora y con determinación y se adoptan medidas encaminadas a eliminar de raíz las causas de dichos problemas.

Concretamente, las experiencias de los países nórdicos y de Japón son ejemplos destacados de las enseñanzas que pueden extraerse respecto a la eficacia de diversas medidas orientadas a la resolución de las crisis. Los países nórdicos sufrieron crisis de solvencia, en las que algunas instituciones financieras experimentaron graves pérdidas en los créditos, aunque dichas crisis no afectaron al funcionamiento general de los mercados financieros. Es necesario diferenciar esta situación de la crisis que sufrió Japón, que contenía elementos tanto de crisis de solvencia (entre 1991 y 2002 quebraron 180 entidades de depósito) como de crisis de liquidez, que en ocasiones impuso graves tensiones en los principales mercados financieros.

Las dos crisis presentan diferencias significativas respecto al tiempo necesario para controlar los problemas de solvencia. En el caso de los países nórdicos, las autoridades reguladoras abordaron estos problemas con relativa celeridad. El saneamiento sistemático y creíble de los bancos con problemas estabilizó el sistema financiero, y la posterior recuperación económica, orientada a las exportaciones, mejoró aún más el funcionamiento del sector bancario y sus balances. Estas experiencias contrastan con la crisis japonesa, en cuyo caso solo se tomaron medidas integrales para hacer frente al problema de los bancos en dificultades muchos años después del estallido de la burbuja de precios de los activos que había desencadenado la crisis financiera. Además de los problemas de solvencia no resueltos, el funcionamiento de los mercados financieros japoneses se vio amenazado por problemas ocasionales de liquidez.

La experiencia de Japón en lo tocante a problemas de liquidez generalizados en los mercados sugiere que el banco central, mediante una combinación de medidas convencionales y no convencionales, alcanzó en última instancia un éxito relativo al evitar el agotamiento de la liquidez en los principales mercados financieros. Al mismo tiempo, hay que distinguir esas medidas de las encaminadas a resolver los problemas de solvencia básicos de las entidades de crédito japonesas, problemas que debían tratar de solucionar otras instituciones y políticas que están fuera del ámbito de la política monetaria.

Tanto la experiencia de los países nórdicos como la de Japón sugieren que, para hacer frente a los problemas de las entidades de crédito, fue necesario, en última instancia, adoptar medidas centradas específicamente en las instituciones financieras con problemas de solvencia que ponían en riesgo la estabilidad del sistema financiero en su conjunto. A tal efecto, hubo que combinar avales e inyecciones de capital para las entidades en situación de crisis. Los activos dañados se transfirieron a entidades de gestión de activos (los denominados «bancos malos»)¹. Al mismo tiempo, las entidades de crédito más grandes y sólidas procedieron, en algunos casos, a la adquisición de los bancos con problemas en operaciones respaldadas por el Gobierno, mientras que, en otros casos y en ausencia de soluciones impulsadas por el sector privado, se realizaron adquisiciones públicas (nacionalizaciones).

1 Noruega representa una excepción porque no se estableció ningún «banco malo» para gestionar los préstamos con problemas de las instituciones financieras.

2.3 MEDIDAS BASADAS EN LOS MERCADOS DE VALORES

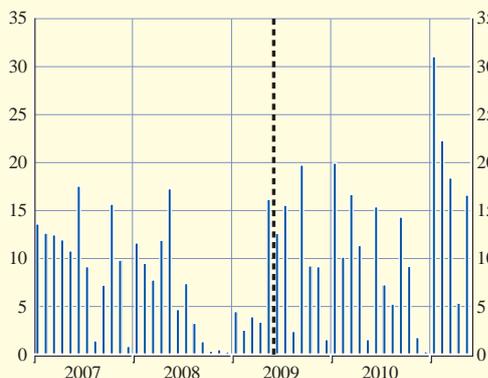
Además de las medidas dirigidas principalmente al mercado monetario, el Eurosistema también intervino directamente en algunos mercados de valores.

El programa de adquisiciones de bonos garantizados, anunciado el 7 de mayo de 2009, tuvo por objeto fomentar la relajación de la situación crediticia y mejorar la liquidez en este importante segmento del mercado, dado que la emisión de bonos garantizados es una fuente primordial de financiación para las entidades de crédito de la zona del euro. Durante el período de doce meses comprendido entre el 6 de julio de 2009 y el 30 de junio de 2010, el Eurosistema realizó compras simples de bonos garantizados denominados en euros emitidos en la zona del euro, por un importe nominal total, anunciado previamente, de 60 mm de euros.

En el mercado primario, el anuncio de este programa provocó la reactivación, en la zona del euro, de las emisiones de gran tamaño de bonos garantizados y los volúmenes retornaron a los niveles observados antes de la crisis (véase gráfico 6). El efecto sobre el mercado secundario se puso de manifiesto en la evolución de los diferenciales de bonos garantizados en torno al día del anuncio (véase gráfico 7). La mayo-

Gráfico 6 Grandes emisiones de bonos garantizados en la zona del euro

(mm de euros)

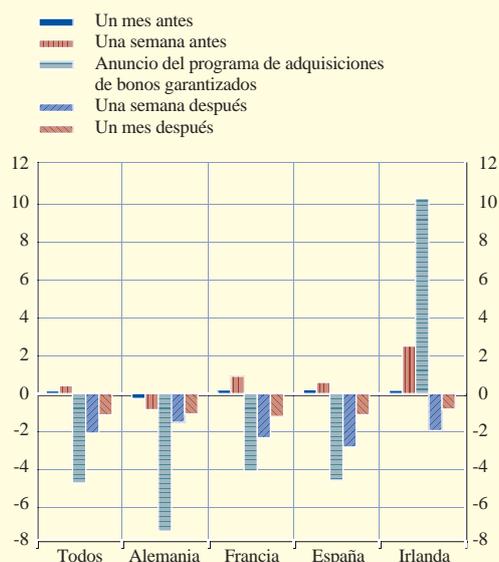


Fuente: Dealogic.

Nota: La línea discontinua indica la fecha en que se produjo el anuncio del programa de adquisiciones de bonos garantizados.

Gráfico 7 Variaciones medias diarias de los diferenciales de los bonos garantizados frente a los swap en torno a la fecha en la que se anunció el programa de adquisiciones de bonos garantizados

(puntos básicos)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Notas: El gráfico presenta las variaciones medias diarias del diferencial de bonos garantizados frente a *swaps* en euros a cinco años calculadas para los períodos comprendidos entre el 1 de abril y el 6 de mayo de 2009 («un mes antes»), el 30 de abril y el 6 de mayo de 2009 («una semana antes»), el 6 de mayo y el 7 de mayo («anuncio del programa de adquisiciones de bonos garantizados»), el 7 de mayo y el 14 de mayo («una semana después») y el 7 de mayo y el 5 de junio de 2009 («un mes después»). Los rendimientos de los bonos garantizados son los índices iBoxx de los países.

ría de los mercados de bonos garantizados de la zona experimentaron una notable reducción de los diferenciales, que fue inducida por el programa de adquisiciones de bonos garantizados. Mientras que la variación media diaria de los diferenciales fue insignificante en las semanas anteriores al anuncio, los diferenciales cayeron hasta 7 puntos básicos (en el caso de los bonos garantizados alemanes) en el día que se produjo el anuncio y se redujeron más aún, a un ritmo medio de 2 puntos básicos al día, en la semana siguiente. Si bien el anuncio del programa tuvo un efecto significativo sobre los precios, las adquisiciones posteriores tuvieron una incidencia bastante limitada, ya que probablemente se consideró que eran una ejecución del compromiso anunciado previamente¹³.

13 Véase J. Beirne, L. Dalitz, J. Ejsing, M. Grothe, S. Manganelli, F. Monar, B. Sahel, M. Sušec, J. Tapking, y T. Vong, «The impact of the Eurosystem's covered bond purchase programme on the primary and secondary markets», *Occasional Paper Series*, n.º 122, BCE, enero de 2011.

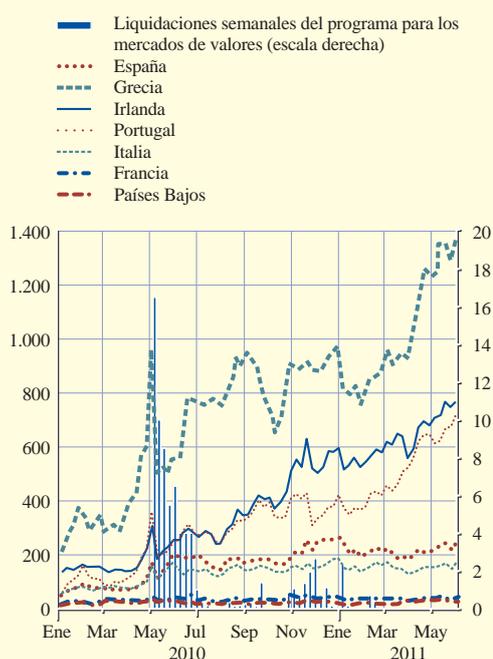
El programa para los mercados de valores se inició el 10 de mayo de 2010 en respuesta a la crisis de la deuda soberana¹⁴. El programa pretende hacer frente al mal funcionamiento de algunos mercados de valores y mejorar el mecanismo de transmisión de la política monetaria¹⁵. Al amparo de este programa, es admisible la adquisición de deuda tanto pública como privada. El Eurosistema reabsorbe la liquidez suministrada mediante las adquisiciones de bonos haciendo uso de operaciones semanales de absorción de liquidez, para lograr que la orientación de la política monetaria no se vea afectada.

Resulta complejo evaluar la eficacia de este programa debido al hecho de que el grado de normalización del proceso de transmisión que se produce a través de los mercados de bonos no puede ser recogido fácilmente por uno o varios indicadores. Sin embargo, considerando los efectos directos del anuncio del programa y de su puesta en marcha inicial sobre el rendimiento de los bonos, el lunes 10 de mayo los diferenciales de los rendimientos de la deuda pública a diez años frente a los de la deuda pública alemana se redujeron sustancialmente de forma generalizada (véase gráfico 8).

Esto sugiere que el anuncio, junto con el primer día de las intervenciones, fue bastante eficaz. Sin embargo, hay que tener en cuenta que el fin de semana del 8 y 9 de mayo se adoptaron decisiones adicionales con un posible impacto en los mercados financieros, incluidos los compromisos adicionales adquiridos por algunos Estados miembros para adelantar sus esfuerzos de consolidación fiscal y el acuerdo de los Gobiernos europeos sobre el establecimiento de la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera. Además, la eficacia de las intervenciones del programa no puede evaluarse solamente en función de los diferenciales observados en los bonos. Por ejemplo, la mera posibilidad de que se produjeran intervenciones en el mercado de bonos podría haber contribuido a limitar la propagación de la crisis de deuda soberana desde los países directamente afectados a otros, lo que habría supuesto un obstáculo mayor en el proceso de transmisión monetaria en la zona del euro en su conjunto si no se hubiera estableci-

Gráfico 8 Diferenciales de los rendimientos de la deuda pública a diez años frente a los rendimientos de la deuda pública alemana y liquidaciones del programa para los mercados de valores

(datos semanales; puntos básicos; mm de euros)



Fuentes: Thomson Reuters y BCE.

Nota: Las liquidaciones semanales del programa para los mercados de valores hasta el 12 de julio de 2010 reflejan el importe neto liquidado semanalmente anunciado en las operaciones de absorción de liquidez semanales. Los datos posteriores al 19 de julio reflejan las adquisiciones liquidadas semanalmente, excluidas las operaciones correspondientes a valores próximos al vencimiento y las amortizaciones.

do este programa para los mercados de valores. Desde julio de 2010, el nivel de adquisiciones del programa ha sido mucho más reducido, aunque la volatilidad de los diferenciales de los bonos ha seguido siendo elevada.

En general, el programa para los mercados de valores resultó ser muy importante pues contribuyó a mejorar la transmisión de la política monetaria a

14 Al mismo tiempo, algunas medidas no convencionales dirigidas fundamentalmente al mercado monetario que se habían retirado gradualmente a comienzos de 2010 se reintrodujeron cuando estalló la crisis de la deuda soberana.

15 Para más detalles, véase el recuadro titulado «Medidas adicionales decididas por el Consejo de Gobierno», *Boletín Mensual*, BCE, mayo de 2010. Véase la sección 2.1 del presente artículo en la que se analizan las maneras en que el mal funcionamiento de los mercados de deuda soberana puede afectar negativamente al proceso de transmisión de la política monetaria.

la zona del euro en su conjunto. El papel fue especialmente crucial al inicio de su puesta en marcha, cuando también contribuyó a contener el contagio, así como en varios momentos concretos de los últimos doce meses. El BCE proporcionó un ancla sólida para la estabilidad y la confianza, que fue esencial para la recuperación económica de la zona del euro.

3 CONSIDERACIONES SOBRE LA RETIRADA GRADUAL DE LAS MEDIDAS NO CONVENCIONALES

Las medidas de política monetaria no convencionales del BCE fueron concebidas teniendo en cuenta su «salida». Esta premisa exigió la adopción de medidas que limitaran las restricciones a las decisiones futuras de política monetaria. Las medidas se ejecutaban con las entidades fundamentalmente a través de cesiones temporales de duración limitada y sin ampliaciones automáticas tras su vencimiento. De este modo, la exposición del BCE a los riesgos inherentes a los valores subyacentes se mantuvo contenida, y la responsabilidad de financiar la economía siguió recayendo en el sector financiero. Así pues, las medidas de apoyo al crédito respondían solamente a las condiciones de financiación de las entidades y, como tales, eran distintas de la relajación cuantitativa practicada por otros importantes bancos centrales. Las medidas de relajación cuantitativa conllevan la adquisición de bonos en el mercado abierto con el objetivo primordial de disminuir los rendimientos en el mercado de renta fija mediante la reducción de la prima por plazo. Si se compara el balance del Eurosistema con el del Banco de Inglaterra y con el de la Reserva Federal se observa que la escala de las intervenciones en el mercado de renta fija en forma de compras simples efectuadas en el Reino Unido y en Estados Unidos fue mucho mayor (véase gráfico 9), lo que puede atribuirse en parte a que, en estos países, el sector privado se financia en gran medida en los mercados.

Por el contrario, las medidas no convencionales del BCE se materializaron fundamentalmente en la ampliación del marco operativo existente, alar-

Gráfico 9 Balance del Eurosistema, del Banco de Inglaterra y de la Reserva Federal

(en porcentaje del PIB)



Fuentes: Banco Central Europeo, Banco de Inglaterra, Reserva Federal.

Nota: Para calcular las cifras de junio de 2011 se utilizó el PIB correspondiente al primer trimestre de 2011

gando los plazos y ampliando la lista de activos de garantía, y en una cuantía relativamente limitada de compras simples. De este modo, el BCE ha preservado un alto grado de flexibilidad en sus decisiones futuras porque la mayor parte de las medidas adoptadas pueden retirarse fácilmente una vez que se restablezca de manera sostenida la situación financiera normal. Las tres OFPML a un año constituyen un ejemplo: no se renovaron a su vencimiento, lo que dio lugar a una reducción y normalización general de la vida residual de las operaciones de financiación (véase gráfico 2).

El carácter diferente de las medidas no convencionales del BCE también tiene implicaciones para el tamaño del balance del banco central. Su aumento relativo durante la crisis es más limitado que en el caso de los bancos centrales que intervinieron predominantemente mediante compras de activos, como en Estados Unidos y el Reino Unido.

De cara al futuro, las medidas no convencionales del BCE continuarán retirándose paulatinamente en línea con la normalización en curso de las condiciones de la intermediación financiera relevantes para el mecanismo de transmisión. Su retirada será gradual para seguir garantizando una transmisión efectiva de la orientación de la política monetaria. Las decisiones relativas a la retirada gradual de las medidas no convencionales pueden adoptarse independientemente de las relativas a los cambios en los tipos de interés oficiales del BCE, dado su carácter complementario. Este hecho se puso de manifiesto en abril y julio de 2011, cuando se aumentaron los tipos de interés oficiales del BCE en 25 puntos básicos en cada caso y no se mantuvieron las medidas no convencionales.

Al decidir sobre la magnitud y la velocidad de la retirada de las medidas no convencionales, se ha de tomar en consideración que cuanto más tiempo se mantengan –especialmente a tipos de interés muy reducidos– mayor es el riesgo de introducir distorsiones y de crear incentivos a la asunción excesiva de riesgos, lo que se traduciría en última instancia en la creación de desequilibrios financieros y en riesgos para la estabilidad de precios en el medio plazo. La oferta de importantes cantidades

de liquidez a entidades de crédito individuales a tipos de interés muy bajos durante un período de tiempo prolongado también conlleva el riesgo de retrasar el necesario ajuste de los balances y, por tanto, de obstaculizar el crecimiento económico a medio plazo.

Concretamente, el apoyo a la liquidez proporcionado por el BCE al sector bancario no puede sustituir las medidas que deben adoptar los Gobiernos nacionales, los organismos regulatorios y el propio sector financiero para asegurar la solvencia de las entidades individuales y la sostenibilidad de los modelos de negocio del sector bancario, también a tipos de interés más elevados. La mejora de la capacidad de resistencia del balance en todos los sectores, incluidos los hogares, las sociedades financieras y no financieras, así como los Gobiernos, es un factor clave para el crecimiento económico sólido y sostenido de la zona del euro. El BCE determina las condiciones de financiación generales de la economía mediante la orientación de su política monetaria, y no puede ni debe asumir responsabilidades que pertenecen al ámbito de los organismos regulatorios o fiscales.

4 LECCIONES APRENDIDAS Y CONCLUSIONES

De la experiencia del BCE con las medidas de política monetaria no convencionales pueden extraerse tres enseñanzas principales.

En primer lugar, el hecho de que las medidas no convencionales se centraran en el mercado monetario y en la financiación de las entidades de crédito resultó ser fundamental para mantener el proceso de transmisión de la política monetaria en la zona del euro. Esto es especialmente cierto para la cobertura total de la demanda de liquidez de las entidades de crédito a tipo de interés fijo, a cambio de activos de garantía. Esta medida daba flexibilidad a la hora de adjudicar la liquidez, teniendo en cuenta las necesidades de liquidez tan heterogéneas de las entidades, y reducían de forma acusada la incertidumbre de financiación de las entidades en cuanto a volúmenes, tipos de interés y vencimientos. Además, la evidencia disponible

sugiere que las medidas de una escala relativamente pequeña, pero orientadas a los segmentos del mercado de valores con problemas de funcionamiento, tuvieron éxito. El programa de adquisiciones de bonos garantizados dio lugar a nuevas emisiones en el mercado de este tipo de instrumentos y redujo los diferenciales en el mercado secundario, mejorando la financiación de las entidades de crédito, mientras que el programa para los mercados de valores contribuyó a contener el contagio, que habría dificultado gravemente el proceso de transmisión en la zona del euro.

En segundo lugar, el amplio marco operativo adoptado desde la introducción del euro en 1999 garantiza la flexibilidad necesaria para que el BCE persiga su objetivo de mantener la estabilidad de precios a medio plazo. La mayoría de las medidas no convencionales adoptadas por el BCE exigieron únicamente cambios en los parámetros de su marco operativo actual para la aplicación de la política monetaria. Ello contribuyó a infundir confianza y a reducir la incertidumbre, facilitando así el mantenimiento de la estabilidad de precios.

En tercer lugar, el curso de la política monetaria del BCE no se vio nunca limitado por las medidas

no convencionales. El BCE no participó en grandes programas de compras simples de activos, y no facilitó ninguna indicación sobre la senda futura de los tipos de interés oficiales, lo que le permitió conservar una gran flexibilidad a la hora de ajustar su política a hechos económicos y financieros imprevistos para mantener la estabilidad de precios.

La decisiones de abril y julio de 2011 de aumentar los tipos oficiales del BCE en 25 puntos básicos en cada caso reflejan la flexibilidad en el ajuste de las medidas convencionales y no convencionales. De cara al futuro, la orientación de la política monetaria se ajustará de acuerdo con los riesgos para la estabilidad de precios a medio plazo, mientras que el momento y ritmo de la retirada gradual de las medidas no convencionales se decidirá sobre la base de los avances realizados en la normalización sostenida del mecanismo de transmisión. No obstante, es esencial que todos los sectores –hogares, empresas y sociedades financieras, así como los Gobiernos– avancen con rapidez en el saneamiento y fortalecimiento de sus balances como condición previa para un crecimiento sólido y sostenible en la zona del euro.

EL MECANISMO EUROPEO DE ESTABILIDAD

La crisis financiera mundial ha puesto de manifiesto importantes deficiencias en el diseño y la aplicación del actual marco de gobernanza económica de la UE, y de la zona del euro en particular. Las reglas fiscales (establecidas en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento) se han debilitado con el tiempo, y los procedimientos y las medidas puestos en marcha para coordinar las políticas económicas no se han aplicado. El Consejo Europeo de los días 24 y 25 de marzo de 2011 adoptó un amplio paquete de medidas para afrontar la actual crisis, así como para impedir que este tipo de crisis se materialicen en el futuro. Las características principales de este paquete se refieren al reforzamiento de los mecanismos preventivos y correctivos para hacer frente a los desequilibrios internos y externos, en especial los desequilibrios fiscales y los problemas de competitividad de los Estados miembros, antes de que puedan plantear riesgos sistémicos. Además, el paquete incluye el establecimiento de un mecanismo permanente de gestión de crisis como última salvaguardia frente a los desequilibrios de países concretos. Se prevé que el nuevo Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) entre en vigor el 1 de julio de 2013, tras una modificación del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea (el Tratado) y la firma de un Tratado relativo al MEDE por parte de los países de la zona del euro. Es este artículo se explican los argumentos fundamentales que justifican el establecimiento del MEDE y se analizan sus características más importantes¹.

Desde la perspectiva del BCE, es fundamental que la existencia, el diseño y las actividades del MEDE no creen riesgo moral, sino que refuercen los incentivos para aplicar políticas fiscales y económicas prudentes en todos los países de la zona del euro. Por este motivo, resulta esencial que cualquier ayuda financiera esté sujeta a una condicionalidad de la política macroeconómica muy estricta y se otorgue en condiciones no concesionarias. La ayuda financiera no debe actuar como una transferencia fiscal, sino únicamente como un puente de liquidez que permita a los países de la zona de euro en dificultades «ganar tiempo» para adoptar las medidas necesarias con miras a restablecer la sostenibilidad fiscal y la competitividad a medio plazo. El MEDE se activaría si fuera indispensable para salvaguardar la estabilidad financiera en la zona del euro en su conjunto. Por tanto, es fundamental que las medidas de prevención de crisis y de supervisión de políticas estén bien diseñadas y se apliquen en su totalidad con el fin de evitar la necesidad de recurrir al MEDE.

I POR QUÉ ES ÚTIL UN MECANISMO PERMANENTE DE GESTIÓN DE CRISIS

El marco institucional de la Unión Económica y Monetaria (UEM) es singular². La UEM es una unión monetaria sin una unión política plenamente desarrollada. Se caracteriza por una política monetaria única fijada a nivel supranacional (es decir, la zona del euro), un mercado común y políticas fiscales ampliamente descentralizadas, que permanecen dentro del ámbito de competencia de cada uno de los Estados miembros de la UE, pero que están sujetas a procedimientos de coordinación basados en determinadas normas, como el Pacto de Estabilidad y Crecimiento.

El buen funcionamiento de la UEM requiere que los Gobiernos nacionales garanticen la sostenibili-

dad de sus propias finanzas públicas, la competitividad de sus economías nacionales y la estabilidad de sus sistemas financieros. La falta de cumplimiento de una o más de estas condiciones durante un período de tiempo prolongado reduce los beneficios netos de la UEM y plantea el riesgo de contagio adversos entre países. El Tratado contiene dos disposiciones clave cuyo fin es evitar una acumulación de deuda excesiva a nivel nacional y proteger la independencia del BCE: la cláusula de «no corresponsabilidad financiera» (artículo 125)

- 1 En el momento de la publicación de este artículo, el Tratado por el que se establece el Mecanismo Europeo de Estabilidad (el Tratado relativo al MEDE) todavía se encuentra en proceso de terminación.
- 2 Para acceder a un análisis más detallado de los mecanismos institucionales, véanse el artículo titulado «Una política monetaria y múltiples políticas fiscales para garantizar el buen funcionamiento de la UEM», *Boletín Mensual*, BCE, julio de 2008, y el artículo titulado «La relación entre la política monetaria y las políticas fiscales de la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, febrero de 2003.

y la prohibición relativa a la financiación monetaria (artículo 123). Estas disposiciones prohíben las transferencias y la monetización de la deuda pública en caso de una crisis de deuda en un Estado miembro y seguirán siendo pilares básicos tras la reforma de la gobernanza económica de la UE.

Al mismo tiempo, la crisis financiera ha puesto de manifiesto importantes deficiencias y lagunas en el actual marco de gobernanza. Las reglas fiscales (establecidas en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento) se han debilitado con el tiempo y los procedimientos y las medidas puestos en marcha para reforzar la coordinación de las políticas económicas no se han aplicado. Si no se subsanan estas deficiencias y lagunas, la estabilidad financiera de la zona del euro en su conjunto podría estar en peligro. La UEM se caracteriza por un elevado grado de integración económica y financiera entre sus miembros, lo que en épocas normales resulta beneficioso para todos ellos. No obstante, en épocas de crisis, la alta integración financiera implica que una evolución insostenible en un país miembro puede propagarse fácilmente a otros que el mercado considera vulnerables.

El reforzamiento de la vigilancia fiscal, macroeconómica y macroprudencial es fundamental para protegerse frente a posibles contagios desestabilizadores entre países, derivados de una pérdida de confianza en la sostenibilidad de las políticas nacionales. El fracaso del marco de gobernanza económica de la UE a la hora de evitar y corregir políticas nacionales insostenibles que favorecieron la acumulación de desequilibrios importantes en los países de la zona del euro, ha puesto claramente en evidencia las deficiencias del marco de gobernanza general, como, en particular, la insuficiente aplicación de las recomendaciones en materia de política, las inadecuadas medidas coercitivas adoptadas para frenar o corregir las infracciones y el insuficiente reconocimiento, por parte de las autoridades nacionales, de la necesidad de garantizar la coherencia entre las políticas nacionales en una unión monetaria, especialmente en relación con la competitividad³.

En su reunión de los días 24 y 25 de marzo de 2011, el Consejo Europeo acordó una serie de me-

didias importantes para reforzar el marco de gobernanza económica de la UE. El Pacto de Estabilidad y Crecimiento será reformado para mejorar la vigilancia de las políticas fiscales y para fomentar la pronta aplicación de medidas que obliguen a ejecutarlas. Se establecerá un nuevo marco de vigilancia macroeconómica, que incluirá un mecanismo de aplicación forzosa, con el fin de hacer frente a los desequilibrios macroeconómicos internos y externos en una fase temprana. Además de estas propuestas legislativas a escala de la UE, los países de la zona del euro han confeccionado un «Pacto Euro Plus» independiente, con opción de inclusión de Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona, con el fin de mejorar la competitividad, fomentar el empleo, aumentar la sostenibilidad de las finanzas públicas y reforzar la estabilidad financiera. Estas medidas complementan el fortalecimiento de la arquitectura supervisor para el sistema financiero que entró en vigor a principios de 2011 con el establecimiento de la Junta Europea de Riesgo Sistémico (el nuevo órgano de la UE responsable de la supervisión macroprudencial) y de las tres nuevas Agencias Europeas de Supervisión: la Autoridad Bancaria Europea, la Autoridad Europea de Valores y Mercados y la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación. Una vez que se encuentren plenamente operativas, estas medidas deberían reforzar el pilar económico de la UEM.

La observancia estricta del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, la vigilancia estrecha de los desequilibrios macroeconómicos y la coordinación eficaz de las políticas económicas deberían servir de salvaguardia frente a crisis de confianza del mismo tipo y magnitud que las que se han experimentado recientemente. Sin embargo, en la medida en que se pueden producir perturbaciones externas no previstas, el riesgo de crisis nunca puede eliminarse del todo, a pesar de que se refuerce la vigilancia fiscal y macroeconómica. Por ello, y con el fin de garantizar la estabilidad de la zona del euro en su conjunto, se decidió crear también un marco que pudiera proporcionar apoyo financiero temporal a

³ Véase el artículo titulado «La reforma de la gobernanza económica de la zona del euro: elementos esenciales», *Boletín Mensual*, BCE, marzo de 2011.

los países de la zona del euro, con el fin de facilitar financiación puente durante el período necesario para aplicar un profundo programa de ajuste destinado a corregir los desequilibrios y recuperar el acceso a los mercados. Cualquier financiación concedida en el contexto del MEDE tiene que estar sujeta a una condicionalidad de la política económica muy fuerte.

El objetivo de este marco de gestión de crisis es proporcionar a los países de la zona del euro que atraviesan dificultades el tiempo necesario para aplicar medidas que ayuden a restablecer la sostenibilidad fiscal, la competitividad y la estabilidad financiera a medio plazo. La ayuda financiera solo se concederá si el país en cuestión implanta un programa de ajuste capaz de enderezar la situación. Dicho programa incluirá, por lo general, medidas de saneamiento presupuestario y reformas estructurales para abordar la rigidez de los mercados de trabajo y de productos, mejorando así el potencial de crecimiento de la economía. Aunque dichas medidas tendrán cierto impacto a corto plazo, su efecto pleno suele manifestarse a medio plazo. En este contexto, la ayuda financiera servirá como puente de liquidez hasta que el país en cuestión recupere el acceso a los mercados. Al mismo tiempo, la asistencia financiera debe otorgarse en condiciones no concesionarias (es decir, en condiciones suficientemente carentes de atractivo), con el fin de aumentar el incentivo para que el país vuelva a la financiación en los mercados lo antes posible. Asimismo, cualquier ayuda financiera debe ser desembolsada en tramos, condicionados a que el país cumpla los objetivos establecidos en el programa de ajuste, con el fin de mantener su interés por seguir cumpliendo con el programa.

Estas características del diseño del marco europeo de gestión de crisis son similares, intencionadamente, a las principales características del diseño de los programas de ajuste respaldados por el FMI. Obviamente, la naturaleza de las restricciones de balanza de pagos es diferente para los países de la zona del euro, que en este sentido se asemejan más a regiones dentro de un Estado más grande, que a países con su propia moneda. Por este motivo, entre otros, la UE no cuenta con una

facilidad de apoyo a la balanza de pagos para los países de la zona del euro, mientras que esta facilidad sí que existe para los Estados miembros no pertenecientes a la zona del euro⁴.

La creación del marco de gestión de crisis de la zona del euro se ha visto motivada por tres consideraciones principales.

Primera, incluso con un marco de gobernanza de la zona del euro reforzado, no puede descartarse que se produzcan perturbaciones externas y que se desarrollen crisis de confianza que podrían tener repercusiones en el acceso de los países de la zona a la financiación en los mercados. Por ejemplo, una perturbación exógena de una magnitud sin precedentes podría azotar de forma asimétrica a un país de la zona del euro, con serias repercusiones para sus perspectivas económicas internas. Dada la mayor propensión a contagios entre países en una unión monetaria, y teniendo en cuenta la ausencia de una autoridad fiscal central, dicha perturbación podría desestabilizar la zona del euro en su conjunto (a falta de un cortafuegos financiero). La posibilidad de que se produzca una espiral adversa (que se refuerce mutuamente) entre los sectores fiscal y financiero podría ser significativa y aumentar y propagar la perturbación.

Segunda, también existe la posibilidad de fallos de mercado en el sector financiero, incluyendo la dinámica tendencial autorrealizada en la valoración del riesgo soberano. Los fallos de mercado son costosos en una unión monetaria debido a la posibilidad de contagio. La experiencia de los mercados de deuda soberana de la zona del euro en los últimos años es reveladora en este sentido. Antes de que se produjeran las tensiones en los mercados financieros en otoño de 2008, los diferenciales de deuda soberana de la zona del euro se encontraban muy próximos entre sí, a pesar de las considera-

4 El mecanismo de ayuda financiera a medio plazo (MTFA, en sus siglas en inglés) es un instrumento basado en el Tratado (artículo 143 del Tratado) que permite al Consejo de la UE autorizar a la Comisión Europea a endeudarse en mercados de capitales y a prestar financiación, con una estricta condicionalidad, a los Estados miembros no pertenecientes a la zona del euro que experimenten dificultades financieras. Entre los actuales beneficiarios se encuentran Letonia y Rumanía.

bles diferencias en las situaciones fiscales y estructurales subyacentes de los distintos países. Esta infravaloración del riesgo soberano y, en última instancia, los fallos en la disciplina de mercado en un período de tranquilidad abrieron paso rápidamente a una revisión brusca y desordenada de la valoración del riesgo que, nuevamente, y por lo general, no consideró debidamente las diferentes situaciones fiscales y estructurales subyacentes. El hecho de que la disciplina de mercado se aplicara de una manera bastante repentina y polarizada también implicó que, en este entorno, una crisis de liquidez prolongada pudiera convertirse en un riesgo sistémico si no se solucionaba. Un marco de gestión de crisis abordaría estas situaciones y, por tanto, compensaría parcialmente el hecho de que los mercados sean dispositivos imperfectos para imponer disciplina en la política pública.

Tercera, la experiencia reciente también ha puesto de manifiesto la necesidad de credibilidad y de previsibilidad en las respuestas a las crisis. Un marco de gestión de crisis creíble debería ayudar a configurar las expectativas de los mercados, proporcionando «reglas del juego» claras, y, por tanto, influir en los incentivos para los acreedores privados y los deudores públicos. Estos incentivos dependen de forma esencial del diseño del mecanismo de gestión de crisis, y en particular de la medida en que refuerza el interés de los gobiernos por cumplir políticas fiscales y macroeconómicas nacionales sólidas y el interés de los inversores por valorar correctamente el riesgo a la hora de prestar al sector público. Si se diseña adecuadamente, debería actuar también como amortiguador adicional de los efectos no lineales descritos anteriormente, en los que los cambios repentinos del clima de los mercados pueden convertir las tensiones en verdaderas crisis.

En este contexto, los Gobiernos de la zona del euro han decidido establecer un mecanismo permanente de gestión de crisis, el MEDE, como salvaguardia última frente a los desequilibrios de países concretos.

Para que el marco de financiación oficial sea eficaz tiene que estar diseñado de forma que minimi-

ce el riesgo moral y refuerce los incentivos para emprender ajustes fiscales y macroeconómicos y para buscar financiación en los mercados lo antes posible. Este resultado puede conseguirse mediante una estricta condicionalidad y disposiciones justas, pero no concesionarias, sobre el precio de los préstamos. En la sección siguiente se describen en líneas generales las características más destacadas del MEDE y se comparan con los mecanismos temporales de gestión de crisis existentes en la actualidad.

2 CARACTERÍSTICAS DEL MECANISMO EUROPEO DE ESTABILIDAD

BASES DEL MECANISMO

En su reunión de los días 28 y 29 de octubre de 2010, el Consejo Europeo acordó establecer un mecanismo permanente de gestión de crisis para salvaguardar la estabilidad financiera en la zona del euro en su conjunto, que sustituyera a las soluciones temporales como la facilidad de préstamos a Grecia, el Mecanismo Europeo de Estabilización Financiera (MEEF) y la Facilidad Europea de Estabilización Financiera (FEEF) a partir del 1 de julio de 2013. La FEEF se mantendrá más allá de junio de 2013, hasta que todos los créditos pendientes hayan sido reembolsados. Cualquier tramo de las facilidades de préstamo existentes que no esté desembolsado o financiado en el momento de entrada en vigor del MEDE en julio de 2013 se pagará con arreglo al nuevo mecanismo. Con el fin de limitar el posible pasivo de los países de la zona del euro durante este período de transición, los préstamos consolidados totales de la FEEF y del MEDE no pueden exceder de 500 mm de euros.

En la reunión del Consejo Europeo de los días 16 y 17 de diciembre de 2010 se alcanzó el consenso político sobre el MEDE, cuando se convino en añadir un nuevo apartado al artículo 136 del Tratado mediante el procedimiento de revisión simplificado. Tras los dictámenes de la Comisión Europea, del BCE y del Parlamento Europeo, el Consejo Europeo aprobó la redacción siguiente: «Los Estados miembros cuya moneda es el euro

Mecanismos de ayuda financiera para países de la zona del euro				
	Préstamos intergubernamentales de la zona del euro a Grecia	Mecanismo Europeo de Estabilización Financiera	Facilidad Europea de Estabilización Financiera	Mecanismo Europeo de Estabilidad
Forma jurídica/institucional	Acuerdo intergubernamental	Mecanismo de la UE	Sociedad anónima participada por los países de la zona del euro	Organismo intergubernamental
Estructura de capital	Ninguna, préstamos bilaterales reunidos por la Comisión Europea	Garantizada por el presupuesto de la UE (es decir, todos los Estados miembros de la UE)	Garantías y sobregarantías de países de la zona del euro	Capital desembolsado: 80 mm de € Capital exigible: 620 mm de € (los países de la zona del euro deben desembolsar las acciones iniciales en cinco plazos anuales del 20% del importe total)
Capacidad crediticia				
Límite de la UE/zona euro	80 mm de €	60 mm de €	440 mm de € ¹⁾	500 mm de €
Compromisos	80 mm de €	22,5 mm de € para Irlanda	17,7 mm de € para Irlanda (más 4,8 mm de € en préstamos bilaterales)	N/A
		26 mm de € para Portugal	26 mm de € para Portugal	N/A
Instrumentos	Préstamos	Préstamos, líneas de crédito	Préstamos, adquisiciones de deuda en el mercado primario ¹⁾	Préstamos, adquisiciones de deuda en el mercado primario
Duración	Devolución de los préstamos siete años y medio después de la fecha de desembolso, en 22 pagos trimestrales iguales	Hasta finales de junio de 2013	Hasta finales de junio de 2013. También se mantendrá operativo después de esa fecha hasta que se hayan reembolsado todos los pasivos pendientes	Mecanismo permanente a partir de principios de julio de 2013
Participación del BCE	En el diseño y seguimiento de los programas y como agente de pagos	En el diseño y seguimiento de los programas y como agente de pagos	En el diseño y seguimiento de los programas y como agente de pagos	En la realización del análisis de sostenibilidad de la deuda, en el diseño y seguimiento de los programas y como agente de pagos
Órganos rectores principales	Eurogrupo	Consejo ECOFIN, decidiendo por mayoría cualificada a propuesta de la Comisión Europea	Eurogrupo/Consejo de Administración de la FEEF	Eurogrupo/Consejo de Gobernadores del MEDE y Consejo de Administración del MEDE
Base jurídica Financiación	Decisión intergubernamental y artículo 136 del Tratado	Artículo 122 del Tratado (un Estado miembro que se enfrenta a «acontecimientos excepcionales que dicho Estado no pudiese controlar»)	Decisión intergubernamental	Tratado intergubernamental vinculado al artículo 136 modificado del Tratado
Condicionidad	Artículos 126 y 136 del Tratado	Decisión del Consejo de la UE sobre la base de Reglamento del MEEF	Acuerdo Marco de la FEEF contrastando con Convenio de Cooperación (MoU) y Decisión del Consejo de la UE	Decisión del Consejo de la UE sobre la base de reglamento con arreglo al artículo 136 del Tratado (de próxima publicación)

1) Una vez que se adopte el Acuerdo Marco modificado de la FEEF.

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»⁵.

La redacción de este nuevo apartado refleja algunas condiciones previas importantes para el esta-

5 Véase la Decisión del Consejo Europeo 2011/199/UE de 25 de marzo de 2011 que modifica el artículo 136 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea en relación con el mecanismo de estabilidad para los Estados miembros cuya moneda es el euro.

blecimiento de un mecanismo permanente de estabilidad⁶. En concreto, tanto la condición de que el MEDE solo podrá activarse «cuando sea indispensable para salvaguardar la estabilidad de la zona del euro en su conjunto», como las condiciones estrictas a las que se supedita la ayuda son necesarias para limitar el riesgo moral implícito en un mecanismo de gestión de crisis y para garantizar que la existencia del MEDE no reduzca los incentivos para la aplicación de políticas fiscales y macroeconómicas sólidas en los países de la zona del euro. Está previsto que la modificación propuesta al artículo 136 del Tratado entre en vigor el 1 de enero de 2013⁷, permitiendo que el MEDE inicie sus operaciones en julio de 2013.

LA GOBERNANZA DEL MECANISMO EUROPEO DE ESTABILIDAD

El MEDE será un organismo intergubernamental establecido con arreglo al Derecho internacional público en virtud de un tratado firmado por los países de la zona del euro. En cambio, la FEEF es una sociedad anónima constituida con arreglo a las leyes de Luxemburgo.

Las decisiones más importantes en relación con el MEDE serán adoptadas por su Consejo de Gobernadores, que estará formado por los ministros de Economía y Finanzas de los países de la zona del euro, es decir, los miembros del Eurogrupo. El Comisario Europeo de Asuntos Económicos y Monetarios y el Presidente del BCE serán observadores. Las decisiones relativas a cuatro cuestiones básicas, entre otras, se adoptarán de mutuo acuerdo: la concesión de ayuda financiera, las condiciones de la ayuda financiera, la capacidad crediticia del MEDE y los cambios en la gama de instrumentos. «Mutuo acuerdo» se define como una decisión adoptada por unanimidad por aquellos países que participan en la votación, lo cual significa que las abstenciones no impiden que se adopte la decisión. Este sistema favorecerá la eficacia del proceso de toma de decisiones del MEDE. El resto de decisiones del Consejo de Gobernadores se tomarán por mayoría cualificada, que se fija en el 80 % de los votos ponderados. La ponderación de los votos será proporcional a la

parte del capital del MEDE suscrita por cada uno de los países.

El segundo órgano rector, el Consejo de Administración, desempeñará cometidos específicos por delegación del Consejo de Gobernadores. Cada país de la zona del euro nombrará a un administrador y a un administrador suplente, con la Comisión Europea y el BCE en calidad de observadores. El Consejo de Administración estará presidido por un Director Ejecutivo responsable de la gestión diaria del MEDE. El MEDE estará radicado en Luxemburgo, al igual que la FEEF, lo que ayudará a garantizar una transición fluida de la FEEF al MEDE.

El ejemplo del programa para Irlanda en el marco de la FEEF ha mostrado que Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro pueden desear participar en el suministro de ayuda financiera a países de la zona de forma ad hoc. Esta posibilidad se mantendrá en el contexto del MEDE. En estos casos, los Estados miembros en cuestión no pertenecientes a la zona del euro estarán representados en las reuniones pertinentes de los consejos del MEDE, tendrán acceso a toda la información relevante y serán consultados adecuadamente.

El MEDE cooperará muy estrechamente con el FMI en la prestación de ayuda financiera. En todas las circunstancias se recabará la participación activa del FMI, tanto a nivel técnico como financiero. Como se explica con más detalle a continuación, se espera que el FMI desempeñe un papel importante en todas las fases de los procesos de activación y seguimiento, de acuerdo con sus propios procedimientos de decisión y su mandato.

El BCE participará en parte de las operaciones del MEDE. En primer lugar, colaborará con la Comisión Europea y el FMI para evaluar si existe riesgo para la estabilidad financiera de la zona del euro en su conjunto y llevará a cabo un riguroso análisis

6 Véase el documento *Reinforcing economic governance in the euro area*, BCE, 10 de junio de 2010.

7 La modificación del artículo 136 no puede entrar en vigor hasta que se hayan recibido las notificaciones de ratificación de todos los Estados miembros de la UE. Si esto no sucede antes del 1 de enero de 2013, entrará en vigor el primer día del mes siguiente a la recepción de la última notificación.

sis de sostenibilidad de la deuda. En segundo lugar, los expertos del BCE aportarán sus conocimientos técnicos, cuando proceda, a la negociación de un programa de ajuste macroeconómico y a las actividades de seguimiento del MEDE.

INSTRUMENTOS DE AYUDA FINANCIERA

El MEDE ha sido creado para facilitar ayuda financiera, bajo unas condiciones estrictas, a los países de la zona del euro que sufran graves problemas de financiación. Como en el caso de la FEEF, esta asistencia se proporcionará principalmente en forma de préstamos, conocidos como apoyo a la estabilidad del MEDE (ESS, en sus siglas en inglés). El ESS estará supeditado a que se acuerde y cumpla un riguroso programa de ajuste macroeconómico. El vencimiento de los préstamos del ESS dependerá de la naturaleza de los desequilibrios y de las perspectivas que tenga el país beneficiario de recuperar el acceso a los mercados financieros. El tipo de interés de los préstamos, que puede ser fijo o variable, será la suma del coste de financiación para el MEDE y un recargo de 200 puntos básicos. Se añadirá un recargo adicional de 100 puntos básicos para los importes que sigan pendientes de reembolso después de tres años. El Consejo de Gobernadores del MEDE revisará la política de fijación de precios con regularidad.

En caso de que el Consejo de Gobernadores decidiera cambiar la estructura y la política de precios del MEDE, será importante que se fijen adecuadamente los incentivos, en la tónica que se indica a continuación.

Esta estructura de precios está en consonancia con los principios que rigen la fijación de precios de la financiación del FMI y refleja un principio importante para la concesión de ayuda financiera oficial. Los tipos de interés deberían ser tales que la ayuda financiera no resultara atractiva y deberían minimizar el riesgo moral, lo que implica un nivel mínimo superior al tipo medio histórico aplicado por los mercados en «condiciones normales». Este nivel mínimo también es necesario para compensar adecuadamente el riesgo asumido por los miembros del MEDE.

Con carácter excepcional, el MEDE podrá adquirir los bonos de un país beneficiario de la zona del euro en el mercado primario. En estos casos, el MEDE podría, por ejemplo, actuar como una facilidad de respaldo, absorbiendo parte de las ofertas públicas no suscritas por los inversores privados. Esta estrategia podría ayudar al país en cuestión a recuperar el acceso a la financiación en los mercados, mejorando así la relación coste-eficiencia del apoyo. Las condiciones y las modalidades para llevar a cabo las compras de bonos se especificarán en las condiciones de la ayuda financiera para el país beneficiario, pero estarán sujetas, en cualquier caso, a la misma condicionalidad macroeconómica que se aplica en el marco del ESS.

Es importante que el MEDE disponga de una gama adecuada de instrumentos para mantener la estabilidad financiera en la zona del euro en su conjunto. Sin embargo, el hecho de que el MEDE también pueda recurrir a la adquisición de bonos en el mercado primario dentro de la estrategia general de su programa para respaldar el ajuste macroeconómico es posible que sea solo una solución parcial. Dado que la evolución del mercado primario de deuda pública depende de forma fundamental de la evolución del mercado secundario (a través de los canales de liquidez y de precios), el MEDE debería, a más largo plazo, tener también la capacidad para intervenir en los mercados secundarios de deuda pública, con el fin de combatir eficazmente el contagio en situaciones de inestabilidad aguda en los mercados. El Consejo de Gobernadores del MEDE estará facultado para decidir, de mutuo acuerdo, ampliar la gama de instrumentos de que dispone. En cambio, para ampliar los instrumentos disponibles para la FEEF es necesario modificar su Acuerdo Marco.

APLICACIÓN DEL MECANISMO

La ayuda financiera del MEDE se activará únicamente cuando los Presidentes del Eurogrupo y del ECOFIN, y el Director Gerente del FMI, reciban una petición de un país de la zona del euro. Tras esta petición, la Comisión Europea, junto con el FMI y en colaboración con el BCE, evaluará si existe un riesgo para la estabilidad financiera de la

zona del euro en su conjunto y llevará a cabo un riguroso análisis de la sostenibilidad de la deuda pública del país solicitante. Si, sobre la base del análisis de sostenibilidad, se concluye que un programa de ajuste macroeconómico podría reconducir de forma realista la deuda pública a una senda sostenible, la Comisión, junto con el FMI y en colaboración con el BCE, evaluará entonces las necesidades efectivas de financiación del país en cuestión. En función de esta evaluación, el Consejo de Gobernadores del MEDE encomendará a la Comisión, junto con el FMI y en colaboración con el BCE, que negocie un programa de ajuste macroeconómico, que se detallará en un Convenio de Cooperación (Memorandum of Understanding, MoU, en sus siglas en inglés). El MoU estará totalmente en consonancia con el marco general de la UE para la coordinación de las políticas económicas. La Comisión propondrá al Consejo de la UE una decisión para refrendar el programa de ajuste macroeconómico, mientras que la decisión relativa a la concesión y a las condiciones de la ayuda financiera será adoptada por el Consejo de Gobernadores del MEDE.

La Comisión, junto con el FMI y en colaboración con el BCE, realizará un seguimiento del cumplimiento del programa de ajuste macroeconómico e informará al Consejo ECOFIN y al Consejo de Administración del MEDE. En función del informe que presente, el Consejo de Administración decidirá de mutuo acuerdo el desembolso de nuevos tramos del préstamo. Tras la finalización del programa de ajuste macroeconómico, el Consejo de la UE puede decidir, a propuesta de la Comisión, llevar a cabo una labor de supervisión posterior al programa, que podrá mantenerse hasta que se haya reintegrado una cantidad determinada de la ayuda financiera.

En cuanto a la supervisión, el MEDE estará controlado directamente por los países de la zona del euro a través de su Consejo de Gobernadores. El Parlamento Europeo también será informado regularmente sobre el establecimiento y las operaciones del MEDE. Asimismo, las cuentas de este organismo serán sometidas a auditorías internas y externas. El MEDE publicará un informe anual

que contendrá sus cuentas auditadas y distribuirá entre los países de la zona del euro un resumen trimestral de su posición financiera y su cuenta de pérdidas y ganancias, en la que se reflejen los resultados de sus operaciones.

Las normas y procedimientos que regirán las actividades de evaluación y de crédito del MEDE reflejan las prácticas aplicadas por el FMI desde hace mucho tiempo. Por tanto, los desembolsos de ayuda financiera estarán estrictamente condicionados a la aplicación del programa de ajuste macroeconómico. Si un país de la zona del euro no cumple con el programa, el Consejo de Administración del MEDE puede decidir posponer o suspender el desembolso de los tramos. En este caso, el país también perdería el papel catalizador que desempeñarían la existencia y la aplicación adecuada de un programa de ajuste para convencer al sector privado de mantener su exposición. Por tanto, va en beneficio del país beneficiario cumplir con el programa.

La perspectiva de que la disponibilidad de la ayuda financiera oficial dependa de determinadas condiciones puede, sin duda, modificar los incentivos relativos a la gestión de las políticas económicas nacionales y, por tanto, abrir paso al riesgo moral. Ya se ha indicado que el diseño institucional del MEDE y la estructura de precios de sus préstamos son fundamentales para contener este riesgo moral. Lo mismo ocurre con los acuerdos prácticos para el desembolso de la ayuda financiera oficial. Por tanto, las autoridades de la UE y el FMI deben contar con procedimientos analíticos y de política rigurosos para evaluar la necesidad de ayuda financiera y hacer un seguimiento del cumplimiento de las condiciones, mientras que el país beneficiario debe comprometerse firmemente a aplicar el ajuste macroeconómico. Al final, será fundamental que todas las partes involucradas garanticen la correcta aplicación del programa en el país en cuestión.

PARTICIPACIÓN DEL SECTOR PRIVADO

Cuando el MEDE conceda ayuda financiera a un país de la zona del euro, se considerará en cada

caso una participación adecuada y proporcionada del sector privado en el cierre de la brecha de financiación. Esto cubrirá diversos objetivos. Entre otros propósitos, debería ayudar a garantizar una valoración adecuada del riesgo en los mercados de deuda pública y un reparto de cargas justo y proporcionado entre los contribuyentes y los acreedores privados en el suministro de ayuda fi-

nanciera. La naturaleza y el alcance de dicha participación se determinarán caso por caso, en consonancia con las prácticas del FMI (véase recuadro 1). Al mismo tiempo, la participación del sector privado debería concebirse de forma que incentive al máximo a los países en situación de tensión a cumplir sus obligaciones más que a considerar el impago.

Recuadro 1

ENFOQUE DEL FONDO MONETARIO INTERNACIONAL EN RELACIÓN CON LOS ANÁLISIS DE SOSTENIBILIDAD DE LA DEUDA, LA PARTICIPACIÓN DEL SECTOR PRIVADO Y SU CONDICIÓN DE ACREEDOR PREFERENTE

Habida cuenta de su mandato, el FMI tiene que ser capaz de facilitar financiación a los países miembros que necesiten financiar su balanza de pagos en épocas en las que los mercados de deuda internacionales sean reacios a realizar préstamos o solo están dispuestos a hacerlo a tipos de interés punitivos. En este sentido, se aplican tres principios básicos para proteger la posición financiera del Fondo y para garantizar la devolución del apoyo financiero prestado.

El primer principio básico que subyace a los préstamos del FMI es que el Fondo puede proporcionar financiación únicamente cuando la deuda de un país miembro sea sostenible, teniendo en cuenta el programa de ajuste de las autoridades nacionales. Por tanto, se realiza un análisis de sostenibilidad de la deuda para determinar la capacidad del citado país miembro para atender el pago de su deuda sin ajustes excesivamente significativos en sus políticas. Desde 2002, el FMI ha tenido operativo un marco formal de análisis de sostenibilidad de la deuda. Este marco se compone de análisis complementarios de la sostenibilidad de la deuda pública total y la deuda externa total del país. Dado que la sostenibilidad de la deuda no puede interpretarse de forma mecánica, los resultados se evalúan atendiendo a las circunstancias específicas del país en cuestión, incluidas las características concretas de su deuda, la trayectoria de sus políticas en esta materia y el escenario donde se desarrollan¹.

El segundo principio básico es que el programa de ajuste tiene que estar totalmente financiado (ya que la financiación del FMI suele ser únicamente una fracción de la financiación total del programa). La brecha de financiación de un país se cierra mediante una combinación de i) ajustes internos, ii) apoyo oficial externo del Fondo y posiblemente de otros acreedores oficiales, y iii) participación del sector privado. La combinación de estos elementos se determina individualmente en cada caso y dependerá de la valoración acerca del tamaño de la brecha de financiación del país, su capacidad de ajuste económico y sus perspectivas de acceso a los mercados y de sostenibilidad de la deuda.

En la mayoría de los casos, la combinación de ajustes en las políticas y de financiación procedente de los sectores público y privado es suficiente para mantener la sostenibilidad de la deuda soberana. Se considera que la existencia de un programa de ajuste creíble respaldado por el Fondo desempeña un papel catalizador en este sentido, ayudando a convencer a los acreedores privados para que faciliten la financiación necesaria. Por tanto, la participación del sector privado suele materializarse en el mantenimiento de la exposición o en la provisión de financiación adicional en condiciones

1 *Staff Guidance Note on Debt Sustainability Analysis for Market Access Countries*, FMI, Washington D.C., julio de 2008.

acordes con la sostenibilidad a medio plazo (ya sea voluntariamente o como consecuencia de la presión moral oficial).

En casos excepcionales, el FMI puede llegar a la conclusión de que la sostenibilidad de la deuda no puede conseguirse mediante ajustes en las políticas. En ese caso, tiene prohibido facilitar financiación adicional sin garantías de que el país esté negociando un plan integral de reestructuración de la deuda con sus acreedores privados. Sin embargo, la decisión de si un país deudor realiza una reestructuración de su deuda recae únicamente en el propio país, no en el FMI ni en ningún otro acreedor. En estos casos extraordinarios, la participación del sector privado se materializa en una reestructuración de la deuda, que reduce las obligaciones de pago del país mediante la prolongación del período de amortización, una reducción de los intereses o una reducción del principal pendiente de amortizar. El FMI apoya el uso de cláusulas de acción colectiva en los contratos de deuda soberana internacional, pues reconoce que pueden contribuir a facilitar la reestructuración ordenada de la citada deuda.

El tercer principio básico se refiere a la condición de acreedor preferente de facto que ostenta el FMI, que alude a la voluntad de los países deudores miembros del Fondo de dar prioridad al reembolso de sus obligaciones de pago con el Fondo por encima de otros acreedores y al acuerdo o consentimiento de otros acreedores con esta situación. No existe una base jurídica explícita que avale esta condición. Sin embargo, el concepto se aplica en el Club de París, donde acreedores bilaterales oficiales han querido excluir al Fondo del proceso de reestructuración. La condición de acreedor preferente es fundamental para la función de financiación del FMI. Al reducir el riesgo de sus actividades crediticias, potencia su capacidad para prestar ayuda financiera a los países miembros deudores en aquellos casos en los que los acreedores privados pueden no querer hacerlo, protegiendo al mismo tiempo los activos de reserva que sus países miembros acreedores han depositado bajo la custodia del Fondo. Los países deudores miembros del FMI han respetado tradicionalmente la condición de acreedor preferente del Fondo, en parte porque cumplir puntualmente con los reembolsos adeudados al FMI es fundamental para desbloquear financiación adicional o conseguir el alivio de la deuda de otros acreedores, como el Club de París. Los acreedores (oficiales y privados) han considerado a menudo que la existencia de un programa de ajuste respaldado por el Fondo es esencial para garantizar que el país en cuestión tendrá la capacidad para amortizar la deuda (reestructurada) a medio plazo.

Cuando el análisis de sostenibilidad de la deuda indique que puede recuperarse la sostenibilidad mediante un programa de ajuste macroeconómico realista, que es lo que cabe esperar normalmente, el país beneficiario tendrá que adoptar iniciativas para animar a los principales inversores privados a mantener sus exposiciones voluntariamente.

Cuando se concluya que un programa de ajuste macroeconómico no puede, de forma realista, reconducir la deuda pública a una senda sostenible, el país beneficiario tendrá que emprender negociaciones activas y de buena fe con sus acreedores no oficiales, con el fin de asegurar su participación directa en el restablecimiento de la sostenibi-

lidad de la deuda. En este caso, la concesión de ayuda financiera estará condicionada a que el país disponga de un plan creíble para restablecer la citada sostenibilidad y demuestre un compromiso suficiente para garantizar la participación adecuada y proporcionada del sector privado. Si es posible conseguir la sostenibilidad de la deuda con estas medidas, el MEDE podrá facilitar liquidez.

Con el fin de facilitar este proceso, a partir de julio de 2013, las condiciones de todos los nuevos valores de deuda pública de la zona del euro con un vencimiento superior a un año incluirán cláusulas de acción colectiva (CAC) normalizadas e idénticas, con el fin de preservar la liquidez de los mer-

cados. Estas CAC serán acordes con las utilizadas habituales en virtud del derecho anglosajón y de las leyes del estado de Nueva York tras el informe del G 10 sobre cláusulas de acción colectiva e incluirán cláusulas de agregación que permitirán que todos los valores distintos de acciones emitidos por un país de la zona del euro se consideren juntos en las negociaciones. Ello permitiría a los acreedores adoptar una decisión por mayoría cualificada acordando un cambio legalmente vinculante en las condiciones de pago (moratoria, extensión del vencimiento, reducción del tipo de interés o recorte) en caso de que el deudor no pudiera hacer frente a los pagos (véase recuadro 2).

Recuadro 2

CLÁUSULAS DE ACCIÓN COLECTIVA PARA LA NUEVA DEUDA PÚBLICA DE LA ZONA DEL EURO

El 28 de noviembre de 2010, el Eurogrupo decidió la inclusión de cláusulas de acción colectiva (CAC) en las emisiones internacionales y nacionales de valores de deuda pública de la zona del euro (con un vencimiento superior a un año) a partir de julio de 2013. Esta decisión fue refrendada en las Conclusiones de los jefes de Estado o de Gobierno de la zona del euro de 11 de marzo de 2011 y en las Conclusiones del Consejo Europeo de 24-25 de marzo de 2011. Las CAC son disposiciones contractuales que se insertan en las condiciones de la deuda. Se han utilizado en la deuda soberana regulada por el derecho anglosajón durante muchos años y, tras la publicación en 2002 del Informe del Grupo de Trabajo del G 10 sobre cláusulas contractuales, también han sido desarrolladas por el sector privado para su utilización en relación con la deuda soberana regulada por las leyes del estado de Nueva York.

Las CAC están diseñadas para garantizar una reestructuración ordenada de la deuda soberana. Constituyen un medio eficaz para que la mayoría cualificada de los tenedores de bonos (66,66% o 75%) y el deudor reestructuren la deuda viva (por ejemplo, modifiquen las condiciones de pago básicas o conviertan o canjeen la deuda). Dicha reestructuración generalmente se aplica a una serie de bonos única, pero también puede aplicarse a series de bonos múltiples mediante «cláusulas de agregación» (que utilizan emisores soberanos como Uruguay y Argentina). Las CAC implican que cualquier modificación en la reestructuración aceptada por la mayoría especificada de los tenedores es concluyente y vinculante para todos los titulares de los valores de una serie concreta (independientemente de que hayan otorgado su consentimiento), lo cual facilita el éxito de la reestructuración de la deuda al vencer el problema de los acreedores «que se resisten»¹. Con el fin de evitar litigios perjudiciales por parte de los tenedores minoritarios que se resisten a la reestructuración, las CAC pueden concentrar la facultad de entablar un litigio en una única entidad (por ejemplo, una sociedad gestora o *trustee*), haciendo, al mismo tiempo, que el poder para declarar la exigibilidad inmediata de los bonos y reembolso del principal junto con los intereses devengados en caso de impago dependa del voto colectivo de los acreedores, y contemplando la posibilidad de revocar dicha declaración por mayoría de los acreedores. El objetivo de las CAC es también fomentar el pronto diálogo y la coordinación entre el deudor soberano y sus acreedores, mediante la designación de un representante negociador permanente y la imposición al emisor de determinadas obligaciones de información adicionales.

1 Se produce una situación «de resistencia» cuando algunos acreedores se resisten a aceptar una oferta de canje realizada por el emisor en un intento por reestructurar la deuda viva e intentan retener el derecho a exigir el reembolso de sus bonos a la par (valor nominal total). Hay argumentos que sostienen que los acreedores que se resisten generan una amenaza de litigio para el deudor soberano y pueden reducir significativamente la capacidad de este último para atender el pago de los nuevos bonos que ha emitido para los acreedores que participan en el canje.

Está previsto que las características principales de las CAC que se apliquen a los valores de deuda pública de la zona del euro sean acordes con las que se utilizan habitualmente con arreglo a las leyes del estado de Nueva York y el derecho anglosajón desde la publicación del informe del G 10 de 2002. Las CAC se introducirán de forma estandarizada, lo cual garantizará que su repercusión jurídica sea similar en todas las jurisdicciones de la zona del euro, manteniendo así la igualdad de condiciones entre todos los países de la zona.

Las fórmulas jurídicas detalladas para incluir CAC en los contratos de valores de deuda pública de la zona del euro se decidirán en función de los trabajos que está llevando a cabo el Subcomité de Mercados de Deuda Soberana de la UE, dependiente del Comité Económico y Financiero de la UE, tras proceder a las correspondientes consultas con los participantes en el mercado y otras partes interesadas, y estarán ultimadas antes de finales de 2011.

No obstante estas consideraciones, resulta importante señalar que recurrir a la reestructuración de la deuda como forma de participación del sector privado sería un proceso muy costoso, no sólo para el país en cuestión, sino también para otros países de la zona del euro. La reestructuración de la deuda soberana podría perjudicar significativamente al sector financiero del país afectado y acarrearía el riesgo de contagio para las entidades de crédito expuestas en otros países de la zona del euro. Dado que resultaría necesaria una recapitalización de las entidades expuestas para compensar las pérdidas de su cartera de deuda pública del país que ha procedido a la reestructuración, podría aumentar la presión sobre la situación de las finanzas públicas de los países de la zona del euro en cuestión. Es probable que cualquier reestructuración de la deuda también implique efectos de segunda vuelta de gran alcance, materializados, en parte, en el aumento de las carteras de créditos morosos concedidos a gobiernos y a sociedades no financieras que obren en poder de las entidades. También es posible un contagio indirecto a otros países de la zona por los efectos confianza.

En consonancia con las prácticas del FMI, el MEDE gozará de la condición de acreedor preferente a partir de julio de 2013 (véase recuadro 1), aunque se reconoce que los derechos de cobro del FMI tendrán carácter prioritario frente a los del MEDE. Sin embargo, si, tras un programa europeo de ayuda financiera vigente en la fecha de la firma del Tratado, el MEDE facilitara asistencia financiera, los préstamos de este organismo disfrutarían del mismo

grado de preferencia que los demás préstamos y obligaciones del país beneficiario, con la excepción de los préstamos del FMI.

FINANCIACIÓN DEL MEDE

El capital suscrito total del MEDE ascenderá a 700 mm de euros, de los cuales 80 mm de euros serán capital desembolsado y 620 mm de euros serán capital exigible. Esta estructura de capital se ha adoptado para garantizar la mayor calificación crediticia posible para el MEDE, garantizando al mismo tiempo una capacidad crediticia de 500 mm de euros, equivalente a la capacidad de préstamo combinada del MEEF y de la FEEF.

A partir de julio de 2013, el capital desembolsado se aportará en cinco plazo anuales iguales. El MEDE también se financiará mediante la emisión de valores distintos de acciones. Los países de la zona del euro se han comprometido a garantizar una ratio mínima del 15 % entre el capital desembolsado y las emisiones de valores vivos del MEDE durante el período de desembolso del capital.

El diseño de la estructura de capital del MEDE debería favorecer su solidez y establecer los incentivos adecuados para los países de la zona del euro. En primer lugar, el capital desembolsado hace que el MEDE sea menos vulnerable al «riesgo de migración» (el riesgo derivado de posibles rebajas de las calificaciones crediticias de determinados países de la zona del euro) que la FEEF, lo que significa que las calificaciones del crédito soberano des-

empeñarán un papel menos importante en la calificación global del MEDE. En segundo lugar, el uso de capital exigible además de garantías permite una mayor flexibilidad. Por ejemplo, el Consejo de Administración puede decidir por mayoría simple exigir capital si el capital desembolsado se reduce por la absorción de pérdidas. Las consecuencias presupuestarias inmediatas de una decisión de exigir capital adicional incentivan fuertemente a los países contribuyentes de la zona del euro a aprobar el suministro de ayuda financiera únicamente si i) consideran que dicha ayuda es indispensable para salvaguardar la estabilidad financiera de la zona

del euro en su conjunto y ii) están convencidos de que los préstamos se van a reembolsar.

También debe señalarse que la estructura de capital permite que la deuda del MEDE se clasifique como deuda pública de una «institución europea» y no de países concretos de la zona del euro (véase recuadro 3 para más detalles). Sin embargo, dado que los países de la zona del euro están asumiendo compromisos para prestar financiación adicional a través del MEDE en circunstancias específicas, deben vigilarse atentamente los pasivos contingentes derivados de estos compromisos.

Recuadro 3

EL TRATAMIENTO ESTADÍSTICO DE LA FACILIDAD EUROPEA DE ESTABILIZACIÓN FINANCIERA Y EL MECANISMO EUROPEO DE ESTABILIDAD

Tras la decisión adoptada por el Consejo Europeo en su reunión de los días 16 y 17 de diciembre de 2010 de establecer un mecanismo permanente de estabilidad, se encomendó a la Comisión Europea (Eurostat) que evaluara el tratamiento estadístico del MEDE. Eurostat consultó con el Comité de Estadísticas Monetarias, Financieras y de Balanza de Pagos (CMFB, en sus siglas en inglés), que está formado por altos expertos en estadística de todos los institutos nacionales de estadística de la UE, de los bancos centrales nacionales, de Eurostat y del BCE. Basándose en el dictamen del CMFB, Eurostat decidió que las características del MEDE justifican un tratamiento distinto del otorgado a la FEEF, a la que el MEDE sustituirá a mediados de 2013¹.

Características y tratamiento estadístico de la Facilidad Europea de Estabilización Financiera

La FEEF se creó para prestar dinero a los países de la zona del euro que atravesaran por dificultades financieras. Su endeudamiento está garantizado por el resto de los países de la zona. Se estableció como sociedad anónima con arreglo a las leyes de Luxemburgo con un capital muy limitado en relación con su capacidad de endeudamiento y de préstamo. Sus actividades principales son determinadas por el Eurogrupo.

Dado que la FEEF actúa en nombre de los países de la zona del euro garantes cuando otorgan préstamos a un país necesitado, dicha operación de préstamo se canaliza a través de las cuentas públicas de los países garantes, lo cual significa que, a efectos de las estadísticas macroeconómicas, el dinero que un país beneficiario recibe prestado de la FEEF no se registra como un préstamo directo de la FEEF a dicho país, sino como un préstamo de la FEEF a los países garantes. Estos países garantes, a su vez, prestan los fondos al país necesitado. Este sistema de registro implica no solo que aumenta la deuda pública bruta del país necesitado, sino también que se incrementa la deuda pública bruta de los países garantes, en proporción a su participación respectiva en las garantías otorgadas a la FEEF.

¹ Los dictámenes del CMFB y las decisiones de Eurostat sobre la FEEF y el MEDE pueden consultarse en la dirección del CMFB en Internet (www.cmfb.org).

En esencia, las operaciones de apoyo de la FEEF reciben un tratamiento similar a los préstamos bilaterales coordinados concedidos a Grecia por los demás países de la zona del euro.

Características y tratamiento estadístico del Mecanismo Europeo de Estabilidad

El MEDE tiene previstas algunas características que lo diferenciarán bastante de la FEEF. El MEDE no será una sociedad anónima, sino una organización internacional permanente, establecida con arreglo a un tratado firmado por los países de la zona del euro. Su estructura de gobierno también será similar a la de otras organizaciones internacionales. Además, el MEDE tendrá un capital desembolsado considerable, de 80 mm de euros, lo que implica una capacidad para asumir sus propios riesgos.

Teniendo en cuenta estas características previstas, y tras el dictamen del CMFB, Eurostat decidió que el MEDE debería recibir un tratamiento igual al de organizaciones financieras internacionales similares, como el FMI. Los préstamos del MEDE a un país de la zona del euro necesitado se registrarán de la misma forma que un préstamo del FMI a un Estado miembro (es decir, como un préstamo directo de una organización internacional al país en cuestión). Por tanto, a diferencia de los préstamos concedidos por la FEEF, los préstamos otorgados por el MEDE no se canalizarán a través de las cuentas de otros países de la zona del euro y, por consiguiente, no incrementarán su deuda pública.

Los países de la zona del euro contribuirán al capital del MEDE en función de su participación en la clave de capital del BCE, que otorga la misma ponderación a las participaciones del país en la población total y en el PIB total, respectivamente, de la UE. Sin embargo, los países de la zona del euro que tengan un PIB per cápita relativamente bajo (inferior al 75 % de la media de la UE) verán reducida su contribución durante un período máximo de 12 años a partir de la entrada en vigor del MEDE o de su ingreso en la zona del euro⁸.

3 CONCLUSIONES

El reforzamiento de la vigilancia fiscal, macroeconómica y macropudencial es fundamental para garantizar el buen funcionamiento de la UEM. La observancia estricta del Pacto de Estabilidad y Crecimiento mejorado, la vigilancia estrecha de los desequilibrios macroeconómicos y la coordinación eficaz de las políticas económicas deberían servir de salvaguardia frente a la acumulación de riesgos sistémicos que podrían desencadenar crisis de confianza del mismo tipo y magnitud que las que se han experimentado recientemente. Sin embargo, en la medida en que se pueden producir perturbacio-

nes externas no previstas, el riesgo de crisis nunca puede eliminarse del todo, a pesar de que se refuerce la vigilancia fiscal y macroeconómica. Por ello, y con el fin de garantizar la estabilidad de la zona del euro en su conjunto, se decidió crear también un marco que pudiera proporcionar apoyo financiero temporal a los países de la zona del euro, con el fin de facilitar financiación puente durante el período necesario para aplicar un profundo programa de ajuste destinado a corregir los desequilibrios.

El establecimiento de un mecanismo permanente de gestión de crisis para la zona del euro puede respaldar, por tanto, la estructura general de la UEM. Desde la perspectiva del BCE, es fundamental que la existencia, el diseño y las actividades del MEDE no creen riesgo moral, sino que refuercen los incentivos para la aplicación de políticas fiscales y económicas prudentes en todos los países de la zona del euro a largo plazo. Por este motivo, resulta esencial que cualquier ayuda financiera esté sujeta a una condicionalidad de la política macroeconómica muy estricta y se otorgue en condiciones no concesionarias.

⁸ Esta corrección temporal se calculará según la fórmula siguiente: porcentaje MEDE = clave de reparto BCE - 0,75*(clave de reparto BCE - porcentaje de la renta nacional bruta).

La ayuda financiera no debe actuar como transferencia fiscal, sino únicamente como un puente de liquidez que permite a los países de la zona de euro en dificultades adoptar las medidas necesarias para «ganar tiempo» para restablecer la sostenibilidad fiscal y la competitividad a medio plazo. El MEDE

se activaría si fuera indispensable para salvaguardar la estabilidad financiera en la zona del euro en su conjunto. Por tanto, es fundamental que las medidas de prevención de crisis y de supervisión de políticas estén bien diseñadas y se apliquen en su totalidad con el fin de evitar la necesidad de recurrir al MEDE.

EL NUEVO MARCO DE LA UE PARA LA GESTIÓN Y RESOLUCIÓN DE LAS CRISIS FINANCIERAS

ARTÍCULOS

El nuevo marco de la UE para la gestión y resolución de las crisis financieras

El trabajo para mejorar los mecanismos de gestión y resolución de las crisis bancarias continúa en varias jurisdicciones de todo el mundo después de que la crisis financiera pusiera de manifiesto graves deficiencias en los respectivos regímenes. El desarrollo de un marco eficaz resulta particularmente complejo en la UE. Esta complejidad tiene su origen en el objetivo de lograr la estabilidad en un sistema financiero sumamente integrado, en el que las autoridades competentes mantienen su responsabilidad fiduciaria frente a los respectivos contribuyentes nacionales. A continuación, se presenta una panorámica de las iniciativas europeas actualmente en marcha para enfrentarse a este desafío, junto con una evaluación desde una perspectiva de bancos centrales.

I INTRODUCCIÓN

Tras la crisis financiera, la gran transformación del marco regulatorio —tanto a nivel mundial como de la UE— consta de varios elementos diferentes. Gran parte de la reforma se centra en la prevención de las crisis, a fin de evitar la aparición de graves problemas en el sector financiero. Ello incluye, entre otras cosas, medidas regulatorias para mejorar la supervisión del sector financiero (por ejemplo, reforzando la supervisión macroprudencial), fortalecer la capacidad de resistencia general de los bancos (por ejemplo, Basilea III), incluir en el ámbito de la regulación sectores que actualmente no están regulados o no lo están suficientemente (por ejemplo, la labor relacionada con actividad bancaria en la sombra) y reducir la opacidad de algunas operaciones financieras (por ejemplo, la compensación centralizada de derivados contratados fuera de mercados organizados).

Otro punto de atención de las reformas actualmente en marcha es la mejora de mecanismos que permitan a las autoridades hacer frente a los problemas de los bancos (es decir, la gestión de crisis, incluida una intervención temprana) y reducir el posible impacto de las quiebras si llegaran a producirse (es decir, planes de resolución y sistemas de garantía de depósitos). Estas iniciativas tienen por objeto, principalmente, proporcionar a las autoridades instrumentos y facultades para intervenir en las entidades de crédito en una etapa suficientemente temprana, a fin de reducir al mínimo las externalidades de una crisis, como la interrupción de los servicios financieros básicos, el contagio a otros participantes en el mercado y, con carácter más general, los costes fiscales. Hasta cierto punto, incluso este aspecto de las reformas refuerza tam-

bién la prevención, por ejemplo, aumentando la preparación al disponer de mecanismos como los planes de recuperación y resolución.

A continuación, se presenta un resumen de la segunda «clase» de reformas que se están adoptando en la UE, es decir, el nuevo marco para la gestión y resolución de las crisis financieras. Hasta ahora, esas reformas se han puesto en marcha a nivel nacional, con escaso grado de coordinación o armonización internacional. Por lo tanto, la Comisión Europea está diseñando un mecanismo similar de alcance europeo, mientras que el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB, en sus siglas en inglés) proporciona un foro global para la coordinación de los regímenes de resolución a nivel internacional¹.

2 ASPECTOS GENERALES

PRINCIPALES DEFICIENCIAS DE LOS REGÍMENES DE RESOLUCIÓN DE LA UE

Durante la crisis financiera, no quebró ninguno de los grandes bancos de la UE, pero los gobiernos tuvieron que introducir una serie de medidas de apoyo sin precedentes; el importe de la asistencia prestada a los bancos ascendió a un total de alrededor del 30% del PIB, y el montante de la ayuda efectivamente utilizada fue de alrededor del 13%².

- 1 Ello se realiza en el ámbito de la iniciativa sobre políticas del FSB para las instituciones financieras de importancia sistémica.
- 2 Véase Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo, al Comité Económico y Social, al Comité de las Regiones y al Banco Central Europeo, titulada «Dotar a la UE de un marco para la gestión de crisis en el sector financiero», COM (2010) 579 final, 20 de octubre de 2010. Véase un análisis detallado de las medidas de apoyo estatales en S.H. Stolz y M. Wedow, «Extraordinary measures in extraordinary times – public measures in support of the financial sector in the EU and the United States», *Occasional Paper Series*, No 117, BCE, julio 2010.

Aunque los costes fiscales finales podrían muy bien ser inferiores a lo previsto originalmente³, cualquiera de estas medidas adoptadas por los gobiernos encierra el potencial de contribuir al riesgo moral en el largo plazo, lo que debilita los incentivos para que los participantes en el mercado actúen, en general, con prudencia.

Estas circunstancias son el resultado de varios factores diferentes. En primer lugar, desde una perspectiva jurídica, la quiebra de las instituciones financieras no era una alternativa viable. Ello es así, porque en la mayoría de las jurisdicciones, a las entidades de crédito solo podían aplicárseles procedimientos de insolvencia normales (o una versión ligeramente adaptada de los que se aplican a las empresas). Esos procedimientos no tienen en cuenta adecuadamente la naturaleza especial de las entidades de crédito y, por lo tanto, no resultan apropiados para limitar las pérdidas de crédito y de liquidez de la economía en su conjunto en caso de quiebra⁴. En segundo lugar, aún donde existía un régimen especial de resolución o insolvencia bancaria bien diseñado, la ausencia o la falta de idoneidad de los mecanismos de financiación privados —ya sea un fondo de resolución ex ante, un fondo de garantía de depósitos que minimice el riesgo, evaluaciones ex post, o cualquier otro medio de recapitalización innovador— exigió, en última instancia, «ayudas del Estado» a fin de proporcionar

los fondos necesarios para las medidas de rescate. En tercer lugar, si bien la gestión de los problemas de algunas entidades de crédito puramente nacionales resultó exigente —como lo demuestra el caso de Northern Rock en el Reino Unido— el desplome de los bancos de Islandia⁵ y de Fortis en los países del Benelux⁶ demostró que las entidades de crédito transfronterizas pueden plantear incluso más problemas⁷. También en este caso las razones son múltiples: las diversas autoridades nacionales involucradas en una situación de crisis transfronteriza tienen mandatos diferentes respecto al momento (mecanismos de activación para intervenir) y la forma (disponibilidad de instrumentos y facultades y alcance de los mismos) en que pueden actuar y a los objetivos que persiguen (protección de los depositantes nacionales, rendición de cuentas ante los gobiernos nacionales).

3 Véase, por ejemplo, J. Schildbach, «Direct fiscal cost of the financial crisis», *Deutsche Bank Research Papers*, mayo 2010.

4 Véase un análisis de las diferencias entre los regímenes de insolvencia de las empresas y las entidades de crédito en R. Bliss y G. Kaufman, «U.S. Corporate and Bank Insolvency Regimes: An Economic Comparison and Evaluation», *Working Paper Series*, n.º 2006-01, Federal Reserve Bank of Chicago, 2006.

5 Para más información sobre el caso de Islandia, véase *Financial Integration in Europe*, BCE, mayo 2011.

6 El caso Fortis se analiza en S. Stolz y M. Wedow, op. cit.

7 La gestión de las situaciones de crisis incluía la provisión de asistencia financiera pública (por ejemplo, mediante garantías de activos) a instituciones no financieras, como en los casos de LBBW (Alemania), ING (Países Bajos), RBS (Reino Unido), Citigroup y Bank of America (Estados Unidos).

Recuadro I

MARCO DE GESTIÓN DE CRISIS DE LA UE – ALGUNAS PROPUESTAS EXTRAIDAS DE LA LITERATURA¹

Desde una perspectiva teórica, los cambios antes mencionados tienen su origen, principalmente, en el «trilema financiero», según el cual, un sistema financiero estable, un sistema financiero integrado y la autonomía financiera nacional son incompatibles (pueden combinarse entre sí dos de los tres objetivos, pero no los tres al mismo tiempo; hay que renunciar a uno)². Siguiendo esta línea de pensamiento, la UE —en su calidad de mercado sumamente integrado con políticas financieras nacionales— se vería abocada, irremediamente, a un sistema financiero inestable. También puede interpretarse que el único modo de aumentar la estabilidad del sistema financiero de la UE es que las

1 Aunque no es posible, dentro de los límites de este artículo, presentar un estudio exhaustivo de la literatura existente sobre las políticas relevantes, los trabajos mencionados en este recuadro ilustran la amplia gama de opciones posibles susceptibles de ser consideradas.

2 Para más información, véase Schoenmaker, D., «Central Banks and Financial Authorities in Europe: What Prospects?», 2005; Masciandaro, D. (ed.), *The Handbook of Central Banking and Financial Authorities in Europe*, Edward Elgar, 2005; y Schoenmaker, D., «The Financial Trilemma», Tinbergen Institute Discussion Papers, n.º TI 11-019 / DSF 7, 2011.

políticas nacionales se tornen más europeas, dado que la desintegración (es decir, limitar el régimen de pasaporte único) no puede considerarse una solución realista o deseable.

Si bien en la literatura en la que se debate este tema, existe un amplio consenso respecto a la necesidad de contar en los Estados miembros con regímenes especiales de resolución con algún tipo de mecanismo de financiación, se han discutido múltiples opciones diferentes para superar el desafío internacional al que se enfrenta la UE.

Como forma de coordinación entre los gobiernos nacionales para hacer frente a las crisis bancarias internacionales, algunos abogan por establecer reglas vinculantes de distribución de la carga. En un trabajo sobre el tema, Goodhart y Schoenmaker³ sugieren que los acuerdos ex ante de distribución de la carga son superiores, tanto a la negociación ex post como a un plan general financiado colectivamente por los países participantes (distribución genérica de la carga). Aunque este trabajo se centra más bien en las recapitalizaciones estatales y no —en sentido estricto— en la resolución de las entidades de crédito, provocó no obstante ciertos debates en la UE, aunque, en última instancia, los responsables de la política económica no consideraron factible un enfoque de esta naturaleza.

Mayes⁴ recomienda desarrollar un marco riguroso, basado en reglas, semejante al enfoque adoptado por Estados Unidos, que se basa en la aplicación temprana de medidas correctivas. Con su implementación, tanto los supervisores como las entidades de crédito sabrían que, al empeorar la situación de una entidad, se adoptarían medidas cada vez más intrusivas, con arreglo a un estricto calendario y que, en última instancia, las autoridades tendrían que absorber la entidad aunque todavía tuviera capital positivo. El enfoque podría complementarse con adaptaciones de los procedimientos de supervisión. En este sentido, las entidades de crédito transfronterizas recibirían mejor trato revisando las responsabilidades de las autoridades supervisoras (confiriendo a la autoridad del país de origen algunos poderes vinculantes sobre los otros supervisores competentes) o bien transfiriendo la supervisión a un nivel de responsabilidad supranacional.

La idea de una autoridad europea responsable de la gestión y la resolución de las crisis cuenta con el respaldo de varios trabajos. Fonteyne et al. incluso sugieren la creación de un marco integrado de gestión y resolución de crisis bajo los auspicios de una «Autoridad Europea de Resolución»⁵. Conforme a esta línea de razonamiento, dicha autoridad sería más eficaz si se acompañara o combinara con un «Fondo Europeo de Resolución y Seguro de Depósitos».

En otros trabajos se presenta una opción, menos ambiciosa desde el punto de vista político, orientada a la búsqueda de algún tipo de solución de compromiso. En este contexto, se propone (véase Dewatripon et al.⁶) que una autoridad europea de la competencia desempeñe una función explícita de coordinación de la gestión de las crisis en el caso en que no se considere políticamente factible, o bien se retrase, la creación de una autoridad europea para las resoluciones bancarias. La autoridad de la competencia de la UE podría ejercer una función de coordinación entre las autoridades nacionales responsables de la resolución en el caso de las entidades de crédito transfronterizas en situación de crisis, aprovechando plenamente las ventajas derivadas del mandato, que ya tienen encomendado, respecto al control de las ayudas del Estado.

3 Véase C. Goodhart y D. Schoenmaker, «Fiscal Burden Sharing in Cross-Border Banking Crises», *International Journal of Central Banking*, 5, 2009.

4 Véase Mayes, D.G., «Early intervention and prompt corrective action in Europe», *Research Discussion Papers*, 17/2009, Suomen Pankki – Finlands Bank, 2009.

5 Véase W. Fonteyne, et al., «Crisis Management and Resolution for a European Banking System», *IMF Working Papers*, WP/10/70, 2010, pp. 1-99.

6 Véase Dewatripon et al., «The role of state aid control in improving bank resolution in Europe», *Bruegel Policy Contribution*, 4, 2010.

INICIATIVAS INTERNACIONALES Y NACIONALES

Al evaluar el marco de la UE, también es importante tener en cuenta la evolución actual del entorno internacional. En junio de 2010, el G 20 acordó en la Cumbre de Toronto que uno de los pilares de la reforma del sector financiero fuese la resolución y la cuestión de las instituciones de importancia sistémica (las que se conocen comúnmente como instituciones «demasiado grandes para quebrar») en general. Por consiguiente, el G 20 manifestó su compromiso de diseñar y poner en práctica un sistema con facultades e instrumentos para reestructurar o resolver todo tipo de instituciones financieras en situación de crisis, sin que los contribuyentes soportaran la carga en última instancia. Además, el G 20 «solicitó al FSB que considere y desarrolle recomendaciones concretas de políticas para resolver, de manera efectiva, los problemas asociados con la resolución de entidades financieras de importancia sistémica».

En respuesta a esta solicitud, el FSB presentó sus recomendaciones sobre las instituciones financieras de importancia sistémica (SIFI, en sus siglas en inglés) en la Cumbre de Seul en noviembre de 2010.

Según se indica en el documento sobre políticas, todas las jurisdicciones del FSB deberán implementar un marco de política para reducir los riesgos y externalidades asociados a las SIFI nacionales e internacionales. Además de exigir una mayor capacidad de absorción de pérdidas, una vigilancia supervisora más intensiva y unas infraestructuras básicas de mercado robustas, uno de los principales elementos de este marco de las SIFI es el desarrollo de mecanismos y otras medidas que permitan resolver todas las instituciones financieras de forma segura, con rapidez y sin desestabilizar el sistema financiero ni exponer a los contribuyentes al riesgo de pérdidas.

Los trabajos encaminados a la puesta en práctica de las recomendaciones en materia de resolución, formuladas en el informe del FSB sobre las SIFI de octubre de 2010 están avanzando. El FSB ha establecido un grupo de control responsable de la realización del programa de trabajo sobre resolución y del desarrollo de «los principales atributos de los regímenes de resolución efectivos», que identificará las características esenciales que habrán de tener de los regímenes de resolución nacionales de las instituciones financieras, incluidas las institu-

Principales elementos de algunos mecanismos de resolución adoptados en la UE y Estados Unidos¹⁾

	Alemania	Dinamarca	Países Bajos (plans)	Reino Unido	Estados Unidos
Ámbito de aplicación	Entidades de crédito	Entidades de crédito	Entidades de crédito, empresas de seguros	Entidades de crédito, otros ²⁾	Entidades de crédito y cualquier tipo de empresa sistémica
Mecanismos de resolución	Plan de reestructuración (con posible inclusión de recortes a los acreedores); transferencia de activos/pasivos a otra entidad, incluido un banco puente	Transferencia de activos/pasivos a otra entidad, incluido un banco puente	Transferencia de acciones, activos/pasivos a otra entidad, incluido un banco puente; propiedad temporal del sector público	Transferencia de acciones, activos/pasivos a un comprador del sector privado o a un banco puente; propiedad temporal del sector público	Transferencia de acciones, activos/pasivos a un comprador del sector privado o a un banco puente; fusión forzada ³⁾
Financiación	Fondo de resolución (financiado ex ante)	Entidad Estatal de Estabilidad Financiera con garantía del FGD	El FGD puede financiar las transferencias de depósitos	FGD (actualmente ex post)	FGD (ex ante) para las entidades de crédito y fondo de liquidación ordenada para otras entidades (ex post)

1) Fuentes: Diversos sitios web de ministerios de Hacienda y bancos centrales, finansielstabilitet.dk, información proporcionada en el marco de las consultas legales con el BCE. Nota: las siglas FGD corresponden a fondo de garantía de depósitos.

2) Algunas disposiciones son también aplicables a los holdings bancarios y a las sociedades de inversión.

3) Si se designa como administrador a la Corporación Federal de Seguro de Depósitos (Federal Deposit Insurance Corporation - FDIC), ello significa que también se le asignan todos los derechos, títulos, poderes y privilegios de la empresa y de sus accionistas y directivos. Así pues, sus instrumentos y facultades no se limitan a los que figuran en el cuadro.

ciones financieras no bancarias. En el segundo semestre de 2011, se realizará una consulta pública sobre las medidas que propondrá el FSB para mejorar los instrumentos y los regímenes de resolución antes de redactar sus recomendaciones finales y presentarlas en la Cumbre de noviembre. La UE está participando activamente en la labor que está realizando el FSB y también está teniendo en cuenta estas iniciativas globales para el diseño del marco europeo⁸.

Al mismo tiempo, se ha modificado o se está modificando una gran parte de la respectiva legislación nacional, antes de que el marco de la UE adopte su forma final.

Como se refleja en el cuadro, algunos elementos comunes de estos marcos ya pueden ser identificados, especialmente en lo relativo a los instrumentos de resolución. No obstante, existe una evidente necesidad de mayor armonización de las iniciativas de los Estados miembros⁹, ya que los regímenes nacionales habrían de ponerse en funcionamiento simultáneamente en caso de que una entidad de crédito transfronteriza se encontrara en situación de crisis.

3 EL MARCO PREVISTO PARA LA UE

El Consejo ECOFIN de mayo de 2010, recordando sus anteriores conclusiones, subrayó la necesidad de desarrollar un enfoque integrado, para la prevención, la gestión y la resolución de las crisis: i) formulando un marco de coordinación mejorado de las políticas de la UE¹⁰; ii) mejorando el marco regulatorio de la UE, y iii) mejorando el diseño de los mecanismos para garantizar que se mitigue el riesgo sistémico y que el sector financiero cargue con los costes netos de las crisis financieras. Estos tres aspectos están interrelacionados y, por lo tanto, el marco regulatorio que está desarrollando la Comisión Europea y que se analiza en el presente artículo también toca los otros dos aspectos.

COORDINACIÓN EN LUGAR DE INTEGRACIÓN

Tras los comunicados emitidos anteriormente sobre la gestión de las crisis, el 6 de enero de 2011,

la Dirección General de Mercado Interior y Servicios de la Comisión Europea publicó un documento de consulta pública¹¹, en el que presentaba su propuesta para el nuevo marco. Teniendo en cuenta las posibilidades teóricas descritas anteriormente, los planes no son tan ambiciosos como para proponer un marco plenamente integrado bajo el control de una autoridad europea única responsable de las resoluciones. Más bien se trata de buscar un enfoque más realista, considerando las actuales responsabilidades de los Estados miembros en materia fiscal y de supervisión, así como la falta de armonización de las legislaciones nacionales sobre insolvencias.

Con todo, los planes —que la Comisión describe como «marco de coordinación»— sí incluyen algunos cambios sustanciales, en particular la armonización de las competencias de supervisión y resolución y la provisión de reglas de cooperación en situaciones de crisis, como se explica más adelante con más detalle. El objetivo primordial del marco es crear una alternativa creíble a los rescates garantizando que «se puede permitir la quiebra de las instituciones con problemas, de cualquier tipo y tamaño, y en particular las instituciones de importancia sistémica sin poner en riesgo la estabilidad fi-

8 Por ejemplo, la labor que patrocina el FSB sobre planes de recuperación y resolución para grupos bancarios individuales podría ayudar a identificar los componentes básicos de los grupos bancarios. Este ejercicio también podría dar contenido más concreto a este instrumento dentro del marco de gestión de crisis de la UE, garantizando que haya una gama de opciones suficientemente amplia en los planes, dado que, en la práctica, no todas las opciones teóricas estarán disponibles.

9 Por ejemplo, en términos de financiación, existen en la UE dos fondos de resolución de entidades de crédito, financiados mediante impuestos recaudados ex ante a los bancos o a otros tipos de instituciones financieras (en Alemania y Suecia) y se prevé crear otro nuevo (en Chipre). Bélgica y los Países Bajos han establecido, en realidad, un sistema de garantía de depósitos modificado, que incluye entre sus funciones el apoyo a las medidas de resolución. Suecia está analizando cómo podría coordinarse el fondo de resolución con el sistema de garantía de depósitos, mientras que la Banque Centrale du Luxembourg ha propuesto un Fondo de Estabilidad Financiera que combinaría las funciones del sistema de garantía de depósitos y las del fondo de resolución.

10 En este marco de política, el Consejo ECOFIN desempeñaría un importante papel para coordinar las políticas de estabilidad financiera en una crisis sistémica a nivel de la UE, y se crearían grupos de estabilidad transfronterizos para todos los grandes grupos financieros internacionales de la UE.

11 D G Mercado Interior y Servicios, «Technical details of a possible EU framework for bank recovery and resolution», documento de trabajo, Comisión Europea, 6 de enero de 2011.

nanciera y evitando, al mismo tiempo, el coste para los contribuyentes». En la sección siguiente, se describe someramente cómo alcanzar este objetivo.

PRINCIPALES ELEMENTOS DE LA PROPUESTA DE LA COMISIÓN

En lo referente a «las instituciones de cualquier tipo y tamaño», el alcance previsto del marco abarcaría a todas las entidades de crédito y, posiblemente, también a algunas empresas de servicios de inversión y, en cierta medida, a las sociedades holding bancarias.

Respecto a la intención de «permitir que quiebren», lo primero y principal es velar por que los planes incluyan elementos encaminados, antes que nada, a evitar la quiebra. El marco contemplaría no solo la resolución y liquidación, sino más bien todas las fases de una crisis bancaria, incluidas las medidas preparatorias y preventivas y también las facultades necesarias para una intervención temprana. Así pues, la idea es controlar a

las entidades de crédito «desde la cuna a la sepultura» de forma integral. En cuanto a las disposiciones relacionadas con la supervisión, la preparación y la prevención, tienen por objeto mejorar el grado de preparación frente a la crisis, tanto de las autoridades como de las propias empresas. En este contexto, los elementos más importantes son los mecanismos de asistencia financiera intragrupo y los planes de recuperación y resolución (véanse más detalles en el recuadro 2). En el caso en que surjan problemas con una entidad de crédito que esté incumpliendo los requisitos prudenciales, los supervisores tendrían a su disposición un conjunto armonizado de medidas de intervención temprana (por ejemplo, competencias claras para prohibir el pago de dividendos, imponer exigencias de información adicionales, solicitar la sustitución de administradores o directivos o exigir el cese de determinadas actividades de riesgo, etc.). Estas medidas se adoptarían antes de que los problemas de una entidad fueran muy graves y tendrían por objeto sanear la entidad para que volviera a la normalidad.

Recuadro 2

EL ENFOQUE PREVISTO PARA LOS GRUPOS BANCARIOS TRANSFRONTERIZOS – PLANES DE RECUPERACIÓN Y RESOLUCIÓN, ASISTENCIA FINANCIERA INTRAGRUPO Y COLEGIOS DE RESOLUCIÓN

Los planes de la Comisión Europea incluyen el tratamiento consolidado de los grupos bancarios en todas las etapas. En cuanto a la preparación frente a las crisis y su prevención, la propuesta establece que las entidades de crédito matrices elaborarán planes de recuperación para el grupo, en los que se describirá cómo restablecer la viabilidad del grupo en su conjunto en escenarios de crisis. En particular, los planes de recuperación tienen por objeto preservar la continuidad de los servicios financieros críticos en situaciones muy adversas e identificar las medidas necesarias para garantizar que el grupo siga siendo una «empresa en funcionamiento». Las entidades de crédito matrices deberán presentar esos planes al supervisor encargado de la consolidación, quien, a su vez, evaluará la idoneidad del plan con la participación de otros supervisores. En caso de desacuerdo, la Autoridad Bancaria Europea (EBA, en sus siglas en inglés) podría desempeñar una función de mediación.

De la misma manera, la autoridad responsable de la resolución a nivel de grupo, en colaboración con otras autoridades homólogas relevantes, elaboraría también planes de resolución. El objetivo último de los planes de resolución sería identificar las medidas que habrían de tomar las autoridades competentes para lograr una liquidación o resolución ordenada en el caso en que las medidas de eliminación de riesgos identificadas en los planes de recuperación no sean viables, fracasen o resulten

insuficientes para mantener el funcionamiento del grupo como empresa en funcionamiento (esto es, centrándose en una perspectiva de «negocio fallido»). Por lo tanto, si se identifican impedimentos para una eficaz resolución, sería de esperar que las autoridades adoptaran una decisión conjunta sobre cómo abordar el problema. Las posibles medidas que habría que adoptar serían, evidentemente, de amplio alcance (entre otras, podrían exigirse cambios en la estructura jurídica u operativa), lo que podría dificultar la consecución de un consenso en determinadas situaciones. En esos casos, el plan no contempla la mediación de la EBA, sino que la autoridad responsable a nivel de grupo podría, en última instancia, adoptar la decisión final para el grupo en su conjunto, aunque para ello deba tomar en consideración las opiniones de otras autoridades.

Otro aspecto de gran importancia en la preparación frente a la crisis es la asistencia financiera intra-grupo. La transferibilidad de los activos dentro de los grupos está limitada actualmente por ciertas leyes nacionales, o cuando menos rodeada de incertidumbre jurídica. Ello crea un entorno en el que la gestión de la liquidez del grupo podría ser subóptima y la supervivencia del grupo podría verse menoscabada por el régimen de «ring-fencing». La otra cara de la moneda es que algunas restricciones están justificadas, ya que la legislación nacional tiene por objeto proteger a los acreedores y accionistas del país de cualquier tipo de transferencia que ponga en peligro sus derechos. La propuesta de la Comisión para superar estos retos tan delicados contempla la posibilidad de que las entidades de crédito matrices y las filiales suscriban acuerdos de asistencia financiera para el grupo, fijando las condiciones para los préstamos intragrupo, las garantías, las transferencias de activos contra garantías, etc. Estos acuerdos serían aprobados por el supervisor de la entidad que realiza la transferencia y deberían incluirse en el plan de recuperación del posible receptor de la misma y en plan de recuperación del grupo en su conjunto (con la mediación de la EBA, si fuese necesario). El plan de la Comisión incluye varias salvaguardias para garantizar que la asistencia proporcionada de conformidad con el acuerdo no ponga en peligro la estabilidad financiera del país de origen de la entidad que realiza la transferencia, incluido el derecho del supervisor de dicha entidad a prohibir una transferencia si suscita inquietud respecto a la estabilidad financiera.

También podrían adoptarse medidas de resolución a nivel del grupo. A tal efecto, la propuesta contempla los colegios de resolución, una versión institucionalizada de los grupos de estabilidad transfronterizos (véase nota 10 del texto principal) como foro de participación de las respectivas autoridades de resolución. Si se cumplen las condiciones para proceder a la resolución de un grupo (por ejemplo, que al menos dos entidades de crédito del grupo cumplan los criterios de resolución), las autoridades responsables del grupo podrían decidir la puesta en marcha de un «plan de resolución del grupo», en la línea del plan de resolución aprobado ex ante. No obstante, las autoridades (del país de acogida) responsables de la resolución podrían decidir no ajustarse al plan y adoptar medidas individuales si lo consideran necesario para preservar la estabilidad financiera interna.

Si una entidad se torna inviable y alcanza la fase de resolución, los planes prevén una opción para que las autoridades la mantengan como empresa en funcionamiento, a través del llamado mecanismo de reducción del valor de la deuda (véanse más detalles en el recuadro 3). No obstante, está claro que incluso aunque las autoridades cuenten esas líneas de defensa que, de hecho, pueden reducir la posibilidad de quiebra, algunas entidades

quebrarán o estarán a punto de hacerlo. En esos casos, la idea del marco es desarrollar herramientas para las autoridades, de modo que puedan evitar no la quiebra en sí, sino una caída desordenada que tenga consecuencias desestabilizadoras para el sistema en su conjunto.

Por consiguiente, para evitar «riesgos para la estabilidad financiera», los mecanismos de resolución

habrían de incluir medidas tales como la venta del negocio de una entidad con problemas a otra entidad privada que presente una situación saneada o la transferencia de los activos y los pasivos a un banco puente o «banco malo» (separación de activos). En este caso, se trata de mantener los servicios financieros esenciales de las entidades de crédito afectadas, como el acceso continuo a las cuentas corrientes y a los servicios de pago. Las autoridades podrían adoptar estas medidas cuando se disparan los mecanismos de alerta definidos previamente para iniciar la resolución. Aunque en el momento de la redacción de este trabajo se desconocen las reglas finales respecto a esos mecanismos, es evidente que se fijarán en un nivel muy por encima de la insolvencia contable.

Respecto a «evitar costes a los contribuyentes», los planes incluyen, básicamente, dos disposiciones

relevantes para garantizar que los costes de la resolución corran por cuenta del sector privado. En primer lugar, se exigiría a los Estados miembros la creación de fondos de resolución ex ante con capacidad adicional de endeudamiento en caso de necesidad. Aunque de forma menos explícita, la reducción del valor de la deuda también protegería, en cierta medida, a los presupuestos del Estado de estos riesgos. Ello es así porque la herramienta se utilizaría cuando no fuera posible recurrir a una liquidación ordenada ni a otros mecanismos de resolución para hacer frente a la quiebra de una entidad, debido a los problemas de estabilidad financiera que entrañaría la desaparición de la empresa. En este caso, la reducción del valor de la deuda podría considerarse como un medio para garantizar que, en lugar de los gobiernos, sean los respectivos acreedores los que proporcionen los fondos necesarios para recapitalizar la entidad de crédito.

Recuadro 3

CAPITAL CONTINGENTE CONVERTIBLE, PUNTO DE NO VIABILIDAD Y REDUCCIÓN DEL VALOR DE LA DEUDA

Aunque existen varias alternativas diferentes para sanear una entidad de crédito o resolverla, por razones obvias, una forma habitual de hacer frente a esos problemas es recurrir a algún tipo de recapitalización, ya sea en solitario o en combinación con otras medidas. No obstante, obtener capital en los mercados es, normalmente, un proceso dilatado, que requiere también la aprobación de una junta de accionistas. Al mismo tiempo, cuanto más se tarde en recapitalizar y sanear una entidad de crédito, mayor es el riesgo de que se produzcan una caída de la confianza en la propia entidad y un efecto de contagio a otros participantes en el mercado. Aunque el problema de la celeridad podría resolverse si los accionistas autorizaran anticipadamente al consejo de administración a emitir capital en estos casos, aún habría que superar otros obstáculos. En ocasiones, los accionistas podrían mostrarse reacios o incapaces de inyectar capital ellos mismos, mientras que los inversores externos podrían no sentirse inclinados a hacerlo o necesitarían una cantidad considerable de tiempo para actuar con la diligencia debida.

Otro aspecto importante de los actuales debates sobre regulación es que si un gobierno opta por recapitalizar una entidad de crédito con capital de alta calidad, solo conseguiría diluir en cierta medida la participación de los inversores originales en el capital, pero protegería eficazmente a otros tenedores de recursos propios o deuda. En este contexto, los diversos conceptos regulatorios considerados en la agenda regulatoria se orientan a dos objetivos: i) lograr una rápida recapitalización (en términos de calidad o cantidad de capital regulatorio) y ii) proteger a los contribuyentes limitando, al mismo tiempo, el riesgo moral. Los tres instrumentos más importantes para alcanzar estos objetivos son los siguientes:

Los instrumentos de capital contingente convertibles («CoCos»): se trata, en general, de instrumentos de deuda que están sujetos automáticamente a conversión en valores de renta variable o a un recorte permanente si se produce algún evento previamente determinado. Estos instrumentos existen ya: el primer CoCo fue emitido en noviembre de 2009 por el Lloyds Bank, seguido del Rabobank en marzo de 2010 y, posteriormente, de otras instituciones. Algunos marcos nacionales (por ejemplo, la Dodd-Frank Act¹ de Estados Unidos y los planes suizos) ya los incorporan. A nivel global, el FSB está analizando actualmente si la absorción de pérdidas adicional requerida para las instituciones financieras de importancia sistémica podría cubrirse (en parte o en su totalidad) con este tipo de instrumentos.

La conversión o saneamiento parcial es también el elemento central del mecanismo conocido como «punto de no viabilidad», aprobado por el Grupo de Gobernadores y Jefes de Supervisión en enero de 2011. Esta regla prevé requerimientos mínimos para garantizar que todas las clases de instrumentos de recursos propios absorban plenamente las pérdidas en el punto de no viabilidad, antes de que los contribuyentes se vean expuestos a una pérdida. Por consiguiente, todos los instrumentos distintos del capital ordinario (es decir, capital no ordinario de nivel 1 y de nivel 2) en entidades de crédito operantes a nivel internacional incorporarían una cláusula en sus términos y condiciones que indique que habrían de sanearse² o convertirse en capital ordinario si las autoridades deciden que esa medida es necesaria o para efectuar una inyección de capital estatal³. Como resultado, esos valores tendrían la capacidad de absorber plenamente las pérdidas e, incluso si posteriormente se ofrece respaldo público en forma de capital ordinario, los tenedores de esos instrumentos serían los primeros en orden de prelación para asumir las pérdidas y sus inversiones se diluirían con inyecciones de capital adicionales.

La reducción del valor de la deuda (utilizando la terminología de la Comisión Europea) es, en principio, una ampliación del concepto de punto de no viabilidad, pero también una herramienta de resolución estatutaria. Como tal, confiere a las autoridades facultades para reducir el valor de la deuda preferente (sin garantía) o convertirla en valores de renta variable en la medida que se estime necesario para garantizar el retorno a la solvencia de la entidad de crédito y, por ende, mantenerla como empresa en funcionamiento. En general, se podría recurrir a esta herramienta de resolución tan pronto como la entidad cumpla ciertas condiciones que activen su inclusión en un proceso de resolución y después de que se hayan ejercido las facultades de sanear totalmente el capital y/o convertir la deuda subordinada.

Resumiendo, los tres instrumentos anteriormente descritos son similares en el sentido de que todos ellos mejoran la calidad o la cantidad del capital en situaciones de crisis. Las principales diferencias radican en el momento en que se activan (por ejemplo, los CoCos se activan, en general, en las primeras fases de la crisis, mientras que el mecanismo de punto de no viabilidad y la reducción del valor de la deuda se emplean cuando la entidad está a punto de quebrar), el ámbito de aplicación (la reducción del valor de la deuda abarca una gama de instrumentos mucho más amplia) y el papel de las autoridades (por ejemplo, los CoCos pueden activarse con muy poca o sin ninguna participación de las autoridades, mientras que el punto de no viabilidad y la reducción del valor de la deuda dependen en gran medida de sus decisiones). Estas similitudes y diferencias requieren un análisis regulatorio exhaustivo de las posibles sinergias, solapamientos y, en caso extremo, conflictos entre los tres tipos de instrumentos.

1 Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Pub.L.111-203, H.R.4173.

2 Tras un saneamiento total, los inversores afectados recibirían en compensación acciones ordinarias de nueva emisión, lo que haría del mecanismo algo similar a una conversión.

3 Las jurisdicciones individuales están exentas del requisito de punto de no viabilidad si su legislación nacional permite que los instrumentos de recursos propios absorban pérdidas en dicho punto, pero solo en los casos en que una evaluación entre pares confirme esa capacidad.

PRÓXIMAS MEDIDAS Y ÁMBITOS EN LOS QUE SE PUEDE AVANZAR

Basándose en las respuestas a la consulta pública (del 6 de enero de 2011) y en una evaluación del impacto, la Comisión Europea se propone aprobar en los próximos meses una propuesta legislativa para una directiva sobre la gestión de las crisis. Para finales de 2012, la Comisión tiene previsto también evaluar (publicando un informe y, posiblemente, una propuesta legislativa) si se requiere o no reformar los regímenes de insolvencia de las entidades de crédito y si debe ampliarse el ámbito de aplicación de estos regímenes a otros tipos de instituciones financieras (aseguradoras, entidades de contrapartida central, etc.). Además, la Comisión estudiará la forma óptima de lograr un marco más integrado para la resolución de los grupos transfronterizos (por ejemplo, mediante la creación de una autoridad responsable a nivel de la UE y/o de un fondo de resoluciones de la UE) antes del final de 2014.

Parece justificado proseguir la labor en estas áreas. Por lo que respecta a los marcos para insolvencias, la legislación nacional sobre quiebras incluye varios elementos que están interrelacionados, entre otras cosas, con las transferencias intragrupo de una empresa en dificultades y, con carácter más general, con la propia resolución, lo que resulta muy similar a un procedimiento de quiebra especial. Lo que es más importante, los planes de la Comisión hacen hincapié, acertadamente, en que las entidades de crédito en situación de quiebra deben liquidarse si es posible, y que solo debe recurrirse a la resolución como segunda mejor opción. Habida cuenta de la duración de los procedimientos de liquidación, que reduce el valor de franquicia y el valor total realizable para pagar las reclamaciones de los acreedores, es necesario emprender reformas sustanciales para garantizar que la liquidación sea una opción viable, incluso para las entidades más grandes.

Además, al definir el ámbito de aplicación del marco de resolución, es necesario tener en cuenta el hecho de que la quiebra de cualquier tipo de institución financiera pueda tornarse sistémica. Al tratar de determinar el alcance apropiado del mar-

co, parece existir una necesidad de encontrar el equilibrio apropiado entre la flexibilidad (lo que significa que las autoridades podrían ejercer cierta discrecionalidad respecto al momento en que aplicar las herramientas de resolución a cualquier entidad que pudiera determinar un riesgo sistémico) y la proporcionalidad (que exige evitar la imposición de una carga administrativa innecesaria tanto a los bancos como a las autoridades y, por ende, un ámbito de aplicación más limitado y focalizado). Como se indica en el cuadro, el ámbito de aplicación del marco estadounidense (tras las recientes reformas) es sumamente flexible, reflejo de la experiencia de la reciente crisis, cuando, debido a su importancia, hubo que rescatar instituciones no bancarias.

Por último, en lo que respecta a las perspectivas de un marco más integrado, es lógico mantener la mejora de los mecanismos de financiación privada en la agenda regulatoria.

4 CONCLUSIONES

En su respuesta al documento de consulta de la Comisión, el SEBC respaldó, en general, el espíritu del plan de la Comisión¹². En particular, se mostró de acuerdo con el objetivo primordial del nuevo régimen y subrayó la necesidad de mejorar las herramientas de gestión y resolución de crisis que se incorporen en un marco con mecanismos de alerta bien diseñados, a fin de abordar de manera más eficaz los problemas de las entidades bancarias. A tal efecto, deben armonizarse en la medida de lo posible los respectivos regímenes nacionales y es necesario llegar a acuerdos que permitan una coordinación incluso más estrecha entre los Estados miembros en situaciones de crisis.

El marco previsto para la gestión y resolución de crisis tiene el potencial de convertirse en un hito de primer nivel para reforzar tanto la estabilidad financiera como la integración dentro del sector financiero de la UE. Una vez que entre en funcionamiento,

12 La respuesta oficial del SEBC al documento de consulta está disponible en la dirección del BCE en Internet.

el nuevo régimen debería garantizar que cada uno de los Estados miembros cuente con instrumentos eficaces a su disposición y que, en caso de que se produzcan problemas bancarios transfronterizos, la aplicación de esos instrumentos sea coordinada estrechamente por los Estados miembros.

El éxito de las nuevas políticas de gestión y resolución de crisis dependerá, esencialmente, de la puesta en práctica del nuevo régimen y de la medida en que dichas políticas puedan desentrañar las estrechas interrelaciones existentes entre los aspectos de supervisión y los aspectos fiscales. En términos geográficos, también será sumamente importante coordinar las políticas y los marcos relevantes con terceros países, especialmente con Estados Unidos, para posibilitar, asimismo, la resolución ordenada de grupos globales. La labor que está realizando actualmente el FSB facilitará notablemente esos esfuerzos.

Los bancos centrales de la UE también están llamados a desempeñar un papel crucial para asegurar la eficacia. En general, se requerirán sus conocimientos macroprudenciales para identificar y evaluar los riesgos sistémicos incipientes, así como para diversos elementos de los nuevos mecanismos, como los planes de recuperación y resolución, o la decisión de considerar que se han cumplido las condiciones para la resolución. Además, dependiendo del marco institucional nacional, algunos bancos centrales desempeñarán un papel importante en el nuevo régimen, por ejemplo, como ejecutores de las medidas de resolución. La perspectiva de los bancos centrales será muy relevante, dado que el objetivo de la gestión y resolución de crisis es evitar que los problemas de una entidad de crédito se traduzcan en elevados costes sociales en términos de inestabilidad financiera o cargas fiscales.

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 OTRAS INSTITUCIONES FINANCIERAS

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	Detalle por monedas de algunas partidas del balance de las IFM	S21
2.8	Balance agregado de los fondos de inversiones de la zona del euro	S22
2.9	Detalle de valores mantenidos por los fondos de inversión, por emisores	S23
2.10	Balance agregado de las sociedades instrumentales dedicadas a operaciones de titulización de la zona del euro	S24
2.11	Balance agregado de las empresas de seguros y los fondos de pensiones de la zona del euro	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.

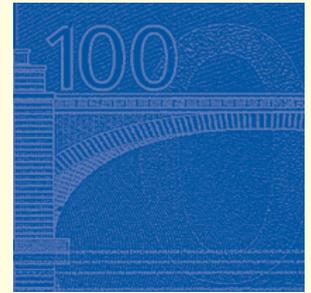
En las Notas Generales, puede encontrarse más información sobre las composiciones por países, pasadas y presentes, de la zona del euro.

CAMBIOS EN EL CAPÍTULO 2: «DINERO, SISTEMA BANCARIO Y OTRAS INSTITUCIONES FINANCIERAS»

El capítulo 2 de la sección titulada «Estadísticas de la zona del euro» se ha modificado con el fin de incluir los nuevos datos disponibles sobre el balance de las IFM (páginas S14, S15 y S17), los activos y pasivos de las sociedades instrumentales dedicadas a operaciones de titulización (página S24) y los activos y pasivos de las empresas de seguros y fondos de pensiones (página S25). Además, la antigua sección 2.7 («Revalorización de algunas partidas del balance de las IFM») se ha eliminado – aunque aún puede descargarse de <http://www.ecb.europa.eu/stats/services/downloads/html/index.en.html>–. La antigua sección 2.8 se ha reducido a una única página y pasa a ser la sección 2.7. Por último, las secciones 2.9 y 2.10 sobre el balance de los fondos de inversión pasan a ser las secciones 2.8 y 2.9, respectivamente, sin que se modifique el contenido. En las Notas Generales puede encontrarse más información sobre las nuevas estadísticas.

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	23,9	1,22	3,76
2010	8,5	1,8	0,5	-	0,6	4,0	0,81	3,36
2010 III	7,9	1,8	0,7	-	0,9	1,9	0,87	2,67
IV	4,9	2,2	1,5	-	1,7	2,1	1,02	3,36
2011 I	3,2	2,4	1,9	-	2,4	2,2	1,10	3,66
II	.	.	.	-	.	.	1,42	3,41
2011 Ene	3,2	2,3	1,6	1,8	2,4	2,2	1,02	3,49
Feb	2,8	2,4	2,1	2,0	2,6	2,6	1,09	3,49
Mar	2,9	2,7	2,3	2,1	2,5	1,6	1,18	3,66
Abr	1,6	2,4	2,0	2,2	2,6	1,7	1,32	3,55
May	1,2	2,4	2,4	.	2,7	.	1,43	3,37
Jun	.	.	.	.	.	.	1,49	3,41

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	2,8	-4,2	-14,8	70,9	-1,9	9,6
2010	1,6	2,9	1,5	1,8	7,4	77,0	-0,5	10,1
2010 IV	2,0	4,8	1,5	2,0	8,1	79,3	0,3	10,1
2011 I	2,5	6,5	2,6	2,5	6,6	80,8	0,3	10,0
II	.	.	.	.	.	.	.	.
2011 Ene	2,3	5,9	-	-	6,3	80,3	-	10,0
Feb	2,4	6,6	-	-	7,8	-	-	10,0
Mar	2,7	6,8	-	-	5,8	-	-	9,9
Abr	2,8	6,7	-	-	5,5	81,3	-	9,9
May	2,7	6,2	-	-	.	-	-	9,9
Jun	2,7	.	-	-	.	-	-	.

3. Estadísticas del sector exterior

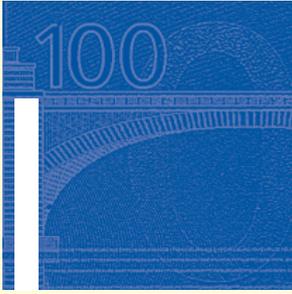
(mm de euros, salvo indicación en contrario)

	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- estadense/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	-19,1	37,5	161,3	462,4	-16,4	116,3	111,7	110,6	1,3948
2010	-28,9	20,7	64,6	591,2	-13,0	118,0	104,6	103,0	1,3257
2010 III	-5,1	8,2	-47,8	552,2	-15,1	120,5	102,3	100,8	1,2910
IV	8,5	7,6	68,9	591,2	-13,0	118,0	104,4	102,4	1,3583
2011 I	-29,1	-11,3	138,7	576,6	.	.	103,7	101,5	1,3680
II	.	.	.	.	.	.	106,4	104,1	1,4391
2011 Ene	-20,4	-14,1	-11,6	562,3	.	.	102,4	100,3	1,3360
Feb	-6,7	-0,6	75,3	577,5	.	.	103,4	101,1	1,3649
Mar	-2,0	3,5	75,0	576,6	.	.	105,2	103,0	1,3999
Abr	-6,5	-3,6	20,7	571,7	.	.	107,0	104,9	1,4442
May	.	.	.	592,7	.	.	106,0	103,7	1,4349
Jun	.	.	.	.	.	.	106,1	103,8	1,4388

Fuentes: BCE, Comisión Europea (Eurostat y D. G. de Asuntos Económicos y Financieros) y Thomson 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. Estado financiero consolidado del Eurosistema

(millones de euros)

1. Activo

	10 junio 2011	17 junio 2011	24 junio 2011	1 julio 2011
Oro y derechos en oro	350.670	350.670	350.670	363.251
Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro	219.620	219.072	217.697	216.010
Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro	23.336	23.729	23.719	23.257
Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro	21.278	20.121	20.686	20.499
Préstamos en euros concedidos a entidades de crédito de la zona del euro	423.876	445.945	497.523	455.154
Operaciones principales de financiación	102.442	135.585	186.942	141.461
Operaciones de financiación a plazo más largo	321.313	310.303	310.303	313.163
Operaciones temporales de ajuste	0	0	0	0
Operaciones temporales estructurales	0	0	0	0
Facilidad marginal de crédito	42	5	213	504
Préstamos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	79	52	65	26
Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro	36.634	39.236	40.951	45.165
Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro	477.881	476.561	478.820	485.011
Valores mantenidos con fines de política monetaria	135.180	134.172	134.122	134.350
Otros valores	342.702	342.389	344.698	350.661
Créditos en euros a las Administraciones Públicas	34.521	34.521	34.521	33.993
Otros activos	304.761	304.685	307.587	302.244
Total activo	1.892.579	1.914.538	1.972.174	1.944.583

2. Pasivo

	10 junio 2011	17 junio 2011	24 junio 2011	1 julio 2011
Billetes en circulación	843.498	842.671	843.440	849.165
Depósitos en euros mantenidos por entidades de crédito de la zona del euro	282.834	318.507	340.625	316.912
Cuentas corrientes (incluidas las reservas mínimas)	197.395	238.119	253.418	216.212
Facilidad de depósito	10.409	5.371	13.189	24.902
Depósitos a plazo	75.000	75.000	74.000	74.000
Operaciones temporales de ajuste	0	0	0	0
Depósitos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	29	16	18	1.798
Otros pasivos en euros con entidades de crédito de la zona del euro	5.400	2.451	2.779	5.086
Certificados de deuda emitidos	0	0	0	0
Depósitos en euros de otros residentes en la zona del euro	78.427	67.065	101.403	79.476
Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro	38.066	40.646	38.005	36.317
Pasivos en moneda extranjera con residentes en la zona del euro	1.589	939	1.520	890
Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro	11.942	11.996	10.056	9.593
Contrapartida de los derechos especiales de giro asignados por el FMI	52.612	52.612	52.612	52.170
Otros pasivos	190.841	190.282	194.366	196.838
Cuentas de revalorización	305.890	305.890	305.890	316.656
Capital y reservas	81.478	81.479	81.479	81.479
Total pasivo	1.892.579	1.914.538	1.972.174	1.944.583

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			
				3	4			
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
2011	13 Abr	0,50	0,25	1,25	-	0,25	2,00	0,25
	13 Jul	0,75	0,25	1,50	-	0,25	2,25	0,25

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								
2011 23 Mar	89.417	173	89.417	1,00	-	-	-	7
30	100.439	174	100.439	1,00	-	-	-	7
6 Abr	84.533	161	84.533	1,00	-	-	-	7
13	94.134	161	94.134	1,25	-	-	-	7
20	97.372	181	97.372	1,25	-	-	-	7
27	117.883	241	117.883	1,25	-	-	-	7
4 May	127.538	326	127.538	1,25	-	-	-	7
11	124.754	247	124.754	1,25	-	-	-	7
18	119.398	235	119.398	1,25	-	-	-	7
25	116.102	241	116.102	1,25	-	-	-	7
1 Jun	110.762	174	110.762	1,25	-	-	-	7
8	102.442	145	102.442	1,25	-	-	-	7
15	135.585	235	135.585	1,25	-	-	-	7
22	186.942	353	186.942	1,25	-	-	-	7
29	141.461	232	141.461	1,25	-	-	-	7
6 Jul	120.024	185	120.024	1,25	-	-	-	7
Operaciones de financiación a plazo más largo								
2011 19 Ene	70.351	45	70.351	1,00	-	-	-	21
27 ⁵⁾	71.143	165	71.143	1,04	-	-	-	91
9 Feb	61.472	42	61.472	1,00	-	-	-	28
24 ⁵⁾	39.755	192	39.755	1,12	-	-	-	91
9 Mar	82.500	52	82.500	1,00	-	-	-	35
31 ⁵⁾	129.458	290	129.458	1,21	-	-	-	91
13 Abr	83.687	40	83.687	1,25	-	-	-	28
28 ⁵⁾	63.411	177	63.411	-	-	-	-	91
11 May	80.653	60	80.653	1,25	-	-	-	35
26 ⁵⁾	48.131	182	48.131	-	-	-	-	98
15 Jun	69.403	60	69.403	1,25	-	-	-	28
30 ⁵⁾	132.219	265	132.219	-	-	-	-	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	
2011 13 Abr	Captación de depósitos a plazo fijo	102.562	71	77.000	-	-	1,25	1,12	1,05	7
20	Captación de depósitos a plazo fijo	88.974	68	76.000	-	-	1,25	1,21	1,12	7
27	Captación de depósitos a plazo fijo	71.403	49	71.403	-	-	1,25	1,25	1,17	7
4 May	Captación de depósitos a plazo fijo	62.177	58	62.177	-	-	1,25	1,25	1,16	7
10	Captación de depósitos a plazo fijo	143.752	152	143.092	-	-	1,25	1,05	1,01	1
11	Captación de depósitos a plazo fijo	109.149	72	76.000	-	-	1,25	1,15	1,09	7
18	Captación de depósitos a plazo fijo	85.756	74	76.000	-	-	1,25	1,16	1,08	7
25	Captación de depósitos a plazo fijo	81.944	62	75.000	-	-	1,25	1,25	1,14	7
1 Jun	Captación de depósitos a plazo fijo	103.531	69	75.000	-	-	1,25	0,89	0,81	7
8	Captación de depósitos a plazo fijo	93.590	71	75.000	-	-	1,25	1,03	0,90	7
14	Captación de depósitos a plazo fijo	35.158	77	29.618	-	-	1,25	1,05	1,04	1
15	Captación de depósitos a plazo fijo	76.714	61	75.000	-	-	1,25	1,25	1,20	7
22	Captación de depósitos a plazo fijo	83.565	56	74.000	-	-	1,25	1,24	1,15	7
29	Captación de depósitos a plazo fijo	75.014	57	74.000	-	-	1,25	1,25	1,17	7
6 Jul	Captación de depósitos a plazo fijo	96.009	68	74.000	-	-	1,25	0,90	0,75	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 las operaciones de financiación a plazo más largo, que se liquidaron el 17 de diciembre de 2009, el 1 de abril, 13 de mayo, 28 de octubre, 25 de noviembre y 23 de diciembre de 2010 y el 27 de enero, 24 de febrero, 31 de marzo, 28 de abril, 26 de mayo y 30 de junio 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. Los tipos de interés que se indican para estas operaciones de financiación a plazo más largo indicadas se han redondeado a dos decimales. Para conocer el método de cálculo preciso, consúltese las Notas Técnicas.

1.4 Estadísticas de reservas mínimas y de liquidez

(mm de euros; medias de los periodos 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 Dic ²⁾	18.948,1	9.962,6	644,3	2.683,3	1.335,4	4.322,5	
2011 Ene	19.024,1	9.840,2	651,6	2.780,6	1.395,8	4.356,0	
Feb	19.035,7	9.768,4	670,3	2.727,5	1.490,3	4.379,2	
Mar	18.868,8	9.700,2	671,9	2.733,9	1.399,8	4.363,0	
Abr	18.984,5	9.749,5	662,8	2.740,4	1.475,2	4.356,6	

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
2011 8 Feb	212,3	213,6	1,3	0,0	1,00
8 Mar	211,6	212,9	1,3	0,0	1,00
12 Abr	209,3	210,5	1,1	0,0	1,00
10 May	208,3	209,5	1,2	0,0	1,25
14 Jun	206,9	209,0	2,0	0,0	1,25
12 Jul	207,7	.	.	.	.

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 ³⁾	Facilidad de depósito						
	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 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
8 Mar	550,0	134,4	321,0	7,6	137,9	26,9	80,3	820,9	89,8	-79,9	212,9	1.060,7
12 Abr	544,1	97,3	335,4	0,8	137,6	23,0	79,5	824,4	73,1	-95,2	210,5	1.057,9
10 May	525,9	109,2	320,5	0,4	136,6	22,8	76,8	833,9	61,3	-111,6	209,5	1.066,1

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) 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.
- 4) 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 OTRAS INSTITUCIONES FINANCIERAS

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	3.212,4	1.537,5	18,6	0,9	1.517,9	574,4	463,8	9,6	101,1	-	18,1	684,2	8,5	389,8
2010 IV	3.212,4	1.537,5	18,6	0,9	1.517,9	574,4	463,8	9,6	101,1	-	18,1	684,2	8,5	389,8
2011 I	3.038,5	1.347,2	18,5	1,0	1.327,7	580,8	468,5	9,8	102,5	-	19,5	670,3	8,5	412,2
2011 Feb	3.113,7	1.418,1	18,6	0,9	1.398,5	581,6	469,4	9,9	102,3	-	19,5	674,6	8,5	411,5
Mar	3.038,5	1.347,2	18,5	1,0	1.327,7	580,8	468,5	9,8	102,5	-	19,5	670,3	8,5	412,2
Abr	3.056,6	1.369,0	18,3	1,0	1.349,8	583,8	468,8	9,6	105,3	-	19,7	669,3	8,5	406,2
May ⁴⁾	3.134,1	1.415,8	18,2	1,0	1.396,6	588,2	472,4	9,8	106,0	-	19,5	694,7	8,6	407,2
IFM, excluido el Eurosistema														
2009	31.144,3	17.701,6	1.001,7	10.783,9	5.916,1	5.060,0	1.482,1	1.498,0	2.079,9	85,1	1.236,1	4.252,4	220,7	2.588,3
2010	32.199,9	17.762,9	1.220,1	11.027,8	5.515,0	4.938,7	1.524,1	1.528,7	1.885,9	59,9	1.233,1	4.323,5	223,5	3.658,4
2010 IV	32.199,9	17.762,9	1.220,1	11.027,8	5.515,0	4.938,7	1.524,1	1.528,7	1.885,9	59,9	1.233,1	4.323,5	223,5	3.658,4
2011 I	31.564,5	17.793,4	1.187,1	11.117,6	5.488,7	4.704,4	1.412,8	1.493,1	1.798,5	64,5	1.203,0	4.276,9	227,4	3.294,9
2011 Feb	32.085,2	17.814,5	1.196,3	11.113,1	5.505,1	4.951,7	1.547,9	1.525,6	1.878,2	61,9	1.243,6	4.381,2	223,6	3.408,8
Mar	31.564,5	17.793,4	1.187,1	11.117,6	5.488,7	4.704,4	1.412,8	1.493,1	1.798,5	64,5	1.203,0	4.276,9	227,4	3.294,9
Abr	31.756,9	17.865,3	1.178,8	11.141,7	5.544,8	4.694,5	1.419,1	1.499,7	1.775,8	63,6	1.247,4	4.297,9	227,9	3.360,3
May ⁴⁾	32.116,6	17.900,3	1.156,0	11.200,8	5.543,5	4.725,0	1.442,7	1.490,4	1.792,0	65,1	1.253,0	4.436,1	228,9	3.508,4

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	319,8	140,0	348,5
2010	3.212,4	863,7	1.394,6	68,0	8,7	1.318,0	-	0,0	428,5	153,5	372,1
2010 IV	3.212,4	863,7	1.394,6	68,0	8,7	1.318,0	-	0,0	428,5	153,5	372,1
2011 I	3.038,5	848,4	1.264,8	60,8	8,9	1.195,2	-	0,0	402,3	154,7	368,3
2011 Feb	3.113,7	844,4	1.327,5	96,7	10,1	1.220,6	-	0,0	415,2	158,1	368,6
Mar	3.038,5	848,4	1.264,8	60,8	8,9	1.195,2	-	0,0	402,3	154,7	368,3
Abr	3.056,6	858,8	1.268,6	80,0	9,3	1.179,3	-	0,0	405,5	151,8	371,8
May ⁴⁾	3.134,1	862,4	1.314,2	65,4	10,4	1.238,4	-	0,0	423,7	158,1	375,6
IFM, excluido el Eurosistema											
2009	31.144,3	-	16.469,0	146,0	10.041,4	6.281,6	732,6	4.908,5	1.921,2	4.098,5	3.014,5
2010	32.199,9	-	16.497,6	196,2	10.526,4	5.774,9	612,3	4.845,2	2.045,1	4.220,4	3.979,4
2010 IV	32.199,9	-	16.497,6	196,2	10.526,4	5.774,9	612,3	4.845,2	2.045,1	4.220,4	3.979,4
2011 I	31.564,5	-	16.457,7	235,8	10.528,5	5.693,4	632,8	4.873,3	2.079,6	4.014,6	3.506,5
2011 Feb	32.085,2	-	16.488,0	233,3	10.507,3	5.747,3	637,5	4.880,1	2.074,1	4.227,5	3.778,1
Mar	31.564,5	-	16.457,7	235,8	10.528,5	5.693,4	632,8	4.873,3	2.079,6	4.014,6	3.506,5
Abr	31.756,9	-	16.577,2	224,4	10.598,3	5.754,6	633,8	4.858,7	2.081,7	4.063,3	3.542,3
May ⁴⁾	32.116,6	-	16.568,9	221,8	10.637,1	5.710,1	631,8	4.899,8	2.118,8	4.193,5	3.703,7

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 1	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 8	Activos frente a no residentes en la zona del euro 9	Activo fijo 10	Resto de activos ²⁾ 11
		Total 2	AAPP 3	Otros residentes en la zona del euro 4	Total 5	AAPP 6	Otros residentes en la zona del euro 7				
Saldos vivos											
2009	23.862,4	11.805,7	1.021,1	10.784,5	3.355,9	1.850,4	1.505,5	812,7	4.809,1	229,1	2.850,0
2010	25.826,0	12.267,4	1.238,7	11.028,7	3.526,2	1.987,9	1.538,3	799,9	5.007,6	232,0	3.993,0
2010 IV	25.826,0	12.267,4	1.238,7	11.028,7	3.526,2	1.987,9	1.538,3	799,9	5.007,6	232,0	3.993,0
2011 I	25.327,7	12.324,2	1.205,6	11.118,6	3.384,2	1.881,3	1.502,9	779,1	4.947,2	235,9	3.657,1
2011 Feb	25.749,4	12.328,9	1.214,9	11.114,0	3.552,8	2.017,3	1.535,5	807,7	5.055,7	232,1	3.772,2
Mar	25.327,7	12.324,2	1.205,6	11.118,6	3.384,2	1.881,3	1.502,9	779,1	4.947,2	235,9	3.657,1
Abr	25.476,2	12.339,7	1.197,1	11.142,6	3.397,2	1.888,0	1.509,3	822,5	4.967,1	236,4	3.713,2
May ⁶⁾	25.821,1	12.376,0	1.174,2	11.201,8	3.415,3	1.915,1	1.500,2	797,8	5.130,8	237,4	3.864,0
Operaciones											
2009	-644,9	15,8	29,4	-13,6	365,2	270,2	95,0	12,4	-464,9	7,8	-581,9
2010	601,0	408,3	206,3	202,0	143,9	145,8	-2,0	5,7	-109,7	2,4	150,2
2010 IV	-378,6	194,4	138,8	55,6	-10,7	-0,1	-10,6	13,4	-111,1	3,5	-468,1
2011 I	-278,7	38,9	-28,3	67,2	-10,9	19,0	-29,9	7,6	81,5	0,9	-396,7
2011 Feb	16,4	10,1	-14,2	24,2	18,4	10,3	8,1	-8,4	31,6	-0,1	-35,1
Mar	-217,7	7,9	-10,6	18,5	-38,7	-11,2	-27,5	2,5	-33,8	0,9	-156,5
Abr	237,8	26,4	-10,7	37,1	16,2	11,1	5,1	40,8	82,6	0,5	71,3
May ⁶⁾	239,2	16,6	-23,2	39,8	13,6	25,1	-11,5	-23,8	81,6	1,2	150,4

2. Pasivo

	Total 1	Efectivo en circulación 2	Depósitos de la Administración Central 3	Depósitos de otras AAPP otros sectores y residentes 4	Participaciones emitidas por fondos del mercado monetario ³⁾ 5	Valores distintos de acciones y partici- paciones ⁴⁾ 6	Capital y reservas 7	Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro 8	Resto de pasivos ²⁾ 9	Discrepancias de pasivos entre IFM con respecto a los activos 10
2009	23.862,4	769,9	248,6	10.063,5	647,5	2.752,9	1.801,0	4.238,5	3.362,9	-22,4
2010	25.826,0	808,6	264,2	10.535,1	552,4	2.858,2	2.022,2	4.373,9	4.351,5	59,9
2010 IV	25.826,0	808,6	264,2	10.535,1	552,4	2.858,2	2.022,2	4.373,9	4.351,5	59,9
2011 I	25.327,7	798,3	296,6	10.537,4	568,2	2.972,4	2.038,5	4.169,3	3.874,8	72,1
2011 Feb	25.749,4	796,2	330,0	10.517,4	575,6	2.899,6	2.033,8	4.385,6	4.146,8	64,3
Mar	25.327,7	798,3	296,6	10.537,4	568,2	2.972,4	2.038,5	4.169,3	3.874,8	72,1
Abr	25.476,2	805,4	304,4	10.607,6	570,2	2.977,6	2.042,6	4.215,1	3.914,1	39,2
May ⁶⁾	25.821,1	810,8	287,2	10.647,5	566,7	3.001,9	2.067,8	4.351,6	4.079,3	8,3
Operaciones										
2009	-644,9	45,8	-2,4	286,0	-12,5	-56,4	143,1	-590,5	-505,5	47,5
2010	601,0	38,6	12,8	331,5	-98,2	42,3	113,1	-27,3	133,2	54,9
2010 IV	-378,6	21,7	-1,9	151,6	-36,0	3,3	45,4	-87,2	-525,2	49,7
2011 I	-278,7	-10,1	36,2	-16,0	-4,5	80,3	12,6	-52,3	-344,7	19,8
2011 Feb	16,4	0,0	13,5	16,4	2,9	20,6	15,7	12,0	-69,1	4,4
Mar	-217,7	2,5	-29,1	23,2	-2,1	31,8	1,8	-140,6	-125,4	20,3
Abr	237,8	7,1	8,0	76,7	2,2	22,0	0,4	111,3	41,9	-31,8
May ⁶⁾	239,2	5,4	-17,2	24,1	-3,5	6,8	10,7	74,9	168,6	-30,6

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	4.498,8	3.701,6	8.200,4	1.134,1	9.334,5	-	6.762,9	2.909,6	13.105,9	10.792,9	-	552,3
2010	4.699,4	3.700,0	8.399,4	1.125,2	9.524,6	-	7.313,2	3.268,6	13.366,9	11.035,2	-	615,5
2010 IV	4.699,4	3.700,0	8.399,4	1.125,2	9.524,6	-	7.313,2	3.268,6	13.366,9	11.035,2	-	615,5
2011 I	4.713,4	3.744,4	8.457,8	1.136,5	9.594,3	-	7.445,8	3.090,3	13.424,3	11.130,7	-	788,4
2011 Feb	4.693,4	3.738,6	8.432,0	1.140,7	9.572,6	-	7.389,5	3.243,2	13.496,2	11.142,1	-	653,7
Mar	4.713,4	3.744,4	8.457,8	1.136,5	9.594,3	-	7.445,8	3.090,3	13.424,3	11.130,7	-	788,4
Abr	4.693,8	3.751,5	8.445,3	1.139,6	9.584,9	-	7.482,3	3.073,6	13.440,9	11.146,0	-	777,2
May ^(p)	4.690,7	3.787,7	8.478,4	1.168,9	9.647,3	-	7.533,5	3.080,6	13.478,2	11.196,9	-	809,9
Operaciones												
2009	490,4	-368,0	122,5	-160,4	-37,9	-	422,7	307,6	90,1	-14,7	31,2	125,2
2010	195,6	-12,2	183,4	-24,1	159,3	-	265,7	356,3	202,5	200,3	262,0	-82,3
2010 IV	16,2	5,1	21,3	-1,0	20,3	-	83,8	183,3	56,6	78,5	101,8	-36,3
2011 I	13,7	41,1	54,9	-9,8	45,1	-	80,8	-48,5	68,8	72,8	43,6	162,5
2011 Feb	3,6	12,8	16,4	26,9	43,3	-	43,2	-5,8	49,4	40,3	44,0	16,1
Mar	21,7	6,0	27,6	1,6	29,3	-	13,8	-29,9	-21,5	2,6	-18,1	133,8
Abr	-13,7	10,1	-3,6	3,0	-0,6	-	47,4	-14,5	26,0	28,3	32,6	-14,1
May ^(p)	-6,5	26,1	19,5	29,3	48,8	-	17,0	4,6	16,3	31,5	33,5	12,3
Tasas de crecimiento												
2009	12,2	-9,0	1,5	-11,9	-0,4	-0,2	6,7	11,8	0,7	-0,1	0,3	125,2
2010	4,3	-0,3	2,2	-2,1	1,7	1,8	3,8	12,2	1,5	1,8	2,4	-82,3
2010 IV	4,3	-0,3	2,2	-2,1	1,7	1,8	3,8	12,2	1,5	1,8	2,4	-82,3
2011 I	2,9	2,3	2,7	-0,7	2,3	2,1	3,9	8,0	2,2	2,5	2,8	78,3
2011 Feb	2,8	1,9	2,4	-0,1	2,1	2,0	4,1	10,8	2,2	2,6	3,1	-46,5
Mar	2,9	2,3	2,7	-0,7	2,3	2,1	3,9	8,0	2,2	2,5	2,8	78,3
Abr	1,6	3,3	2,4	-0,8	2,0	2,2	4,0	7,4	2,3	2,6	2,8	73,4
May ^(p)	1,2	3,9	2,4	2,7	2,4	.	4,2	6,2	2,4	2,7	2,9	51,6

G1 Agregados monetarios ¹⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)

— M1
- - - M3



G2 Contrapartidas ¹⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)

— Pasivos financieros a más largo plazo
- - - Crédito a las AAPP
- - - Préstamos a otros residentes en la zona del euro



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)

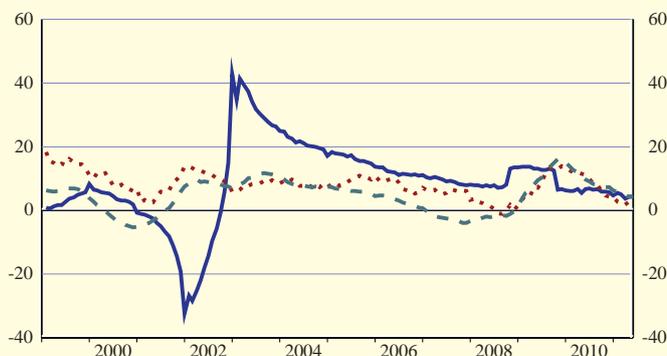
2. Componentes de los agregados monetarios y de los pasivos financieros a más largo plazo

	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	757,5	3.741,2	1.896,8	1.804,8	334,3	668,1	131,8	2.635,4	132,5	2.207,9	1.787,2
2010	793,6	3.905,8	1.785,1	1.914,9	433,8	570,2	121,2	2.753,5	118,4	2.436,0	2.005,4
2010 IV	793,6	3.905,8	1.785,1	1.914,9	433,8	570,2	121,2	2.753,5	118,4	2.436,0	2.005,4
2011 I	802,7	3.910,8	1.822,3	1.922,1	414,1	568,5	153,9	2.815,5	119,7	2.469,3	2.041,2
2011 Feb	804,8	3.888,6	1.820,3	1.918,2	441,3	573,7	125,6	2.781,5	119,3	2.453,5	2.035,1
Mar	802,7	3.910,8	1.822,3	1.922,1	414,1	568,5	153,9	2.815,5	119,7	2.469,3	2.041,2
Abr	802,5	3.891,3	1.828,2	1.923,3	418,4	563,6	157,6	2.818,4	119,7	2.486,7	2.057,5
May ^(p)	812,9	3.877,8	1.854,1	1.933,6	457,5	556,0	155,4	2.839,7	119,6	2.485,5	2.088,8
Operaciones											
2009	44,3	446,1	-605,2	237,2	-12,6	-13,1	-134,7	78,6	9,0	194,0	141,1
2010	36,0	159,6	-125,1	113,0	95,2	-101,2	-18,1	61,8	-14,1	108,2	109,8
2010 IV	2,9	13,3	-12,5	17,6	29,5	-22,2	-8,2	28,1	-3,9	29,0	30,6
2011 I	9,2	4,5	36,3	4,9	-8,4	-22,2	20,8	40,2	1,4	7,2	32,1
2011 Feb	2,3	1,3	10,9	1,9	32,9	-3,8	-2,2	23,7	0,7	-5,0	23,7
Mar	-1,8	23,4	3,6	2,3	-15,7	0,0	17,3	4,0	0,4	6,2	3,2
Abr	-0,2	-13,5	10,8	-0,7	4,5	-4,7	3,2	20,2	0,0	14,6	12,6
May ^(p)	10,4	-17,0	15,8	10,3	39,0	-7,5	-2,1	3,7	-0,2	-3,1	16,6
Tasas de crecimiento											
2009	6,2	13,5	-24,2	15,1	-3,5	-1,9	-50,4	3,0	7,3	9,7	8,7
2010	4,8	4,3	-6,6	6,3	28,3	-15,1	-13,4	2,3	-10,7	4,7	5,9
2010 IV	4,8	4,3	-6,6	6,3	28,3	-15,1	-13,4	2,3	-10,7	4,7	5,9
2011 I	3,7	2,8	-0,2	4,8	21,9	-13,1	-0,6	2,7	-9,3	3,9	6,7
2011 Feb	5,1	2,4	-1,4	5,2	31,7	-15,1	-6,2	3,0	-9,3	3,6	7,1
Mar	3,7	2,8	-0,2	4,8	21,9	-13,1	-0,6	2,7	-9,3	3,9	6,7
Abr	4,3	1,1	2,3	4,3	20,0	-13,0	1,1	3,0	-8,8	3,8	6,6
May ^(p)	4,4	0,5	3,2	4,6	29,8	-13,0	4,4	3,7	-7,9	3,9	6,3

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



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



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.

2.4 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		Sociedades no financieras				Hogares ³⁾					
	Total	Total	Total	Préstamos ajustados por ventas y titulizaciones ⁴⁾	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Préstamos ajustados por ventas y titulizaciones ⁴⁾	Crédito al consumo	Préstamos para adquisición de vivienda	Otras finalidades
Saldos vivos												
2009	89,0	1.060,7	4.690,9	-	1.187,8	937,6	2.565,5	4.952,2	-	631,3	3.546,6	774,3
2010	95,0	1.112,1	4.668,8	-	1.127,3	899,0	2.642,5	5.159,3	-	639,3	3.701,3	818,7
2010 IV	95,0	1.112,1	4.668,8	-	1.127,3	899,0	2.642,5	5.159,3	-	639,3	3.701,3	818,7
2011 I	87,8	1.108,9	4.706,3	-	1.146,8	883,4	2.676,1	5.227,6	-	637,0	3.762,2	828,4
2011 Feb	97,1	1.145,3	4.705,7	-	1.153,0	897,2	2.655,6	5.194,0	-	636,0	3.729,5	828,5
Mar	87,8	1.108,9	4.706,3	-	1.146,8	883,4	2.676,1	5.227,6	-	637,0	3.762,2	828,4
Abr	86,0	1.122,8	4.698,0	-	1.147,3	876,0	2.674,7	5.239,3	-	638,2	3.775,6	825,5
May ^(p)	87,3	1.143,1	4.713,6	-	1.152,9	879,9	2.680,8	5.252,9	-	635,7	3.786,6	830,6
Operaciones												
2009	-13,6	40,8	-107,0	-108,0	-181,2	-18,9	93,2	65,1	99,5	-1,0	51,4	14,7
2010	7,0	52,9	-6,3	44,8	-41,7	-21,7	57,1	146,7	156,8	-6,3	132,1	20,8
2010 IV	2,6	38,6	-14,5	9,9	-4,7	-14,8	5,0	51,8	50,3	-0,7	45,7	6,9
2011 I	-3,1	-21,0	37,3	37,2	20,0	-3,0	20,3	59,6	30,4	-1,2	58,9	1,8
2011 Feb	3,8	14,0	15,8	15,6	5,5	1,5	8,7	6,7	10,6	-0,3	4,8	2,2
Mar	-5,4	-28,8	4,1	3,9	-0,7	-2,4	7,2	32,6	12,0	-0,3	34,3	-1,4
Abr	-1,8	19,5	-2,1	-0,6	3,3	-8,3	3,0	12,7	15,2	1,0	10,8	1,0
May ^(p)	1,2	9,4	10,0	10,5	3,9	2,8	3,3	10,9	12,1	-2,4	8,8	4,4
Tasas de crecimiento												
2009	-13,2	4,2	-2,2	-	-13,1	-2,0	3,7	1,3	-	-0,2	1,5	1,9
2010	8,0	4,9	-0,1	1,0	-3,5	-2,3	2,2	2,9	3,1	-1,0	3,7	2,6
2010 IV	8,0	4,9	-0,1	1,0	-3,5	-2,3	2,2	2,9	3,1	-1,0	3,7	2,6
2011 I	5,7	5,6	0,8	1,8	-0,4	-1,8	2,3	3,4	3,0	-0,7	4,4	2,0
2011 Feb	8,6	8,6	0,6	1,6	-1,0	-1,9	2,2	3,0	3,1	-0,6	3,8	2,4
Mar	5,7	5,6	0,8	1,8	-0,4	-1,8	2,3	3,4	3,0	-0,7	4,4	2,0
Abr	1,0	6,1	0,9	1,9	1,0	-2,6	2,1	3,4	3,0	-0,5	4,4	1,8
May ^(p)	2,6	7,3	0,9	1,8	0,9	-2,1	1,9	3,4	3,1	-0,7	4,4	2,0

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				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	
													Adquisiciones a entidades de contrapartida central
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Saldos vivos													
2010	86,2	66,6	5,2	14,4	1.104,7	142,9	587,7	206,4	310,6	4.668,8	1.120,6	898,6	2.649,7
2010 IV	86,2	66,6	5,2	14,4	1.104,7	142,9	587,7	206,4	310,6	4.668,8	1.120,6	898,6	2.649,7
2011 I	86,8	66,6	5,8	14,5	1.107,8	138,0	581,4	208,6	317,8	4.705,4	1.147,7	883,5	2.674,2
2011 Mar	86,8	66,6	5,8	14,5	1.107,8	138,0	581,4	208,6	317,8	4.705,4	1.147,7	883,5	2.674,2
Abr	87,7	67,8	5,5	14,5	1.127,7	146,7	602,3	208,1	317,4	4.700,5	1.150,5	876,6	2.673,4
May ^(p)	90,7	70,6	5,7	14,4	1.150,1	162,5	619,3	209,9	320,8	4.717,8	1.155,2	880,6	2.681,9
Operaciones													
2010	6,8	10,1	-1,8	-1,5	54,5	-	17,4	8,3	28,7	-6,6	-41,9	-21,6	57,0
2010 IV	-7,4	-6,9	-0,5	0,0	16,1	-5,4	1,1	5,2	9,8	-8,2	-9,5	-15,3	16,7
2011 I	4,7	5,0	0,6	-0,9	-14,7	-5,0	-5,6	-11,2	2,1	36,4	27,6	-2,4	11,2
2011 Mar	-3,9	-2,8	0,0	-1,0	-13,3	-21,5	-11,7	-4,1	2,5	4,4	-0,1	-0,5	5,0
Abr	1,0	1,2	-0,3	0,0	25,6	8,8	25,1	-0,1	0,6	1,4	5,6	-7,8	3,6
May ^(p)	2,9	2,8	0,3	-0,1	11,4	15,7	7,5	1,3	2,7	11,7	3,0	2,9	5,8
Tasas de crecimiento													
2010	8,4	17,5	-25,2	-9,1	5,0	-	2,8	3,9	10,1	-0,1	-3,6	-2,3	2,2
2010 IV	8,4	17,5	-25,2	-9,1	5,0	-	2,8	3,9	10,1	-0,1	-3,6	-2,3	2,2
2011 I	5,7	11,3	0,5	-14,8	5,5	-	4,6	1,6	9,6	0,8	-0,3	-1,8	2,3
2011 Mar	5,7	11,3	0,5	-14,8	5,5	-	4,6	1,6	9,6	0,8	-0,3	-1,8	2,3
Abr	0,9	5,3	-7,2	-14,6	6,0	-	5,9	1,1	9,5	0,9	0,9	-2,6	2,2
May ^(p)	2,7	7,4	3,3	-17,1	7,4	-	7,7	2,5	10,1	0,9	0,9	-2,1	1,9

3. Préstamos a hogares ³⁾

	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	Empresarios individuales 11	12	13	14
Saldos vivos														
2010	5.168,0	641,7	147,0	186,5	308,2	3.706,9	14,7	54,9	3.637,2	819,4	402,4	146,7	85,7	587,0
2010 IV	5.168,0	641,7	147,0	186,5	308,2	3.706,9	14,7	54,9	3.637,2	819,4	402,4	146,7	85,7	587,0
2011 I	5.217,6	633,7	140,5	186,9	306,3	3.756,6	14,2	54,0	3.688,4	827,3	401,0	149,6	85,1	592,7
2011 Mar	5.217,6	633,7	140,5	186,9	306,3	3.756,6	14,2	54,0	3.688,4	827,3	401,0	149,6	85,1	592,7
Abr	5.225,7	635,4	139,4	187,9	308,0	3.766,8	14,1	54,2	3.698,4	823,6	400,8	144,6	85,7	593,3
May ^(p)	5.242,2	632,8	139,3	187,7	305,7	3.780,2	14,3	54,7	3.711,2	829,2	402,1	144,8	86,1	598,4
Operaciones														
2010	147,0	-6,3	-3,4	-8,8	5,9	132,7	-0,6	-3,7	137,0	20,7	-	-8,2	-4,4	33,3
2010 IV	54,9	-0,3	3,1	-2,3	-1,2	47,5	0,1	-2,1	49,5	7,8	1,4	1,2	-1,0	7,5
2011 I	40,8	-6,9	-6,1	-1,7	0,9	47,8	-0,7	0,0	48,6	-0,1	-1,8	-0,6	-1,6	2,1
2011 Mar	31,3	1,6	-1,3	1,0	2,0	30,7	0,0	-0,1	30,8	-1,0	-0,8	0,8	-0,5	-1,3
Abr	9,1	1,5	-0,4	0,4	1,5	7,5	0,0	0,2	7,3	0,2	-0,2	-2,4	-1,3	3,8
May ^(p)	13,7	-2,6	-0,1	0,0	-2,4	11,2	0,1	0,5	10,7	5,1	1,6	0,0	0,5	4,7
Tasas de crecimiento														
2010	2,9	-1,0	-2,5	-4,5	2,0	3,7	-4,2	-6,2	3,9	2,6	-	-5,4	-5,1	6,1
2010 IV	2,9	-1,0	-2,5	-4,5	2,0	3,7	-4,2	-6,2	3,9	2,6	-	-5,4	-5,1	6,1
2011 I	3,4	-0,7	-2,8	-4,1	2,5	4,4	-7,6	-3,7	4,6	2,0	-	-5,8	-5,9	5,3
2011 Mar	3,4	-0,7	-2,8	-4,1	2,5	4,4	-7,6	-3,7	4,6	2,0	-	-5,8	-5,9	5,3
Abr	3,4	-0,5	-2,8	-3,7	2,7	4,4	-7,9	-3,1	4,6	1,8	-	-6,4	-6,9	5,3
May ^(p)	3,4	-0,7	-3,1	-3,0	1,9	4,4	-8,1	-1,9	4,5	2,0	-	-6,4	-6,5	5,6

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.

2.4 Detalle de los préstamos concedidos por las IFM ^{1), 2)}

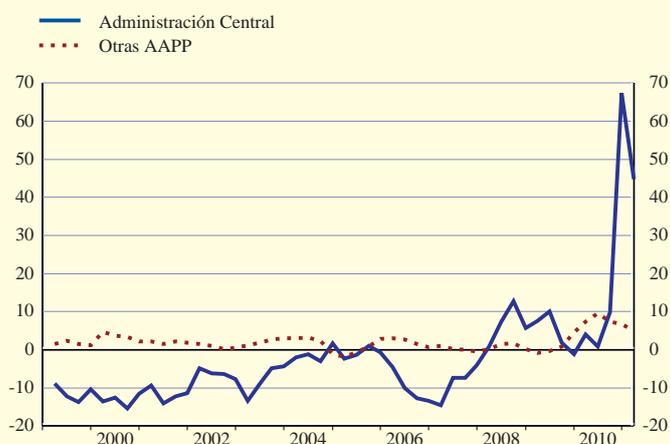
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos sin desestacionalizar; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

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										
2010	1.220,1	395,8	225,2	553,0	46,1	2.963,0	2.010,9	952,1	49,5	902,6
2011 ^(p)	1.187,1	357,7	229,6	557,8	41,9	2.934,4	1.957,5	976,9	54,5	922,4
2010 II	1.072,8	254,9	225,0	547,9	44,8	3.076,4	2.075,4	1.001,1	50,9	950,1
III	1.073,9	262,0	223,2	544,1	44,5	2.951,5	1.995,5	955,9	51,9	904,1
IV	1.220,1	395,8	225,2	553,0	46,1	2.963,0	2.010,9	952,1	49,5	902,6
2011 I ^(p)	1.187,1	357,7	229,6	557,8	41,9	2.934,4	1.957,5	976,9	54,5	922,4
Operaciones										
2010	207,2	156,1	15,3	24,1	12,3	5,2	9,3	-5,2	0,5	-5,7
2011 ^(p)	-28,2	-34,3	4,4	4,9	-3,2	55,6	-1,5	57,0	7,0	50,0
2010 II	35,9	8,8	15,9	8,6	2,6	-20,1	1,3	-22,3	-0,7	-21,6
III	1,6	7,9	-1,9	-3,8	-0,3	-11,6	-14,2	2,5	3,8	-1,2
IV	138,7	126,7	2,0	8,8	1,5	-17,0	-1,9	-15,1	-2,0	-13,1
2011 I ^(p)	-28,2	-34,3	4,4	4,9	-3,2	55,6	-1,5	57,0	7,0	50,0
Tasas de crecimiento										
2010	20,6	67,3	7,3	4,6	36,3	0,5	0,5	-0,5	0,4	-0,5
2011 ^(p)	9,2	44,8	9,8	3,4	1,5	2,3	-0,8	2,2	16,0	1,4
2010 II	7,3	0,8	9,1	7,0	56,8	-1,3	-1,6	-1,3	-4,2	-1,2
III	7,9	9,9	6,5	5,4	45,1	0,9	1,2	-0,5	1,6	-0,7
IV	20,6	67,3	7,3	4,6	36,3	0,5	0,5	-0,5	0,4	-0,5
2011 I ^(p)	14,3	44,8	9,8	3,4	1,5	0,5	-0,8	2,2	16,0	1,4

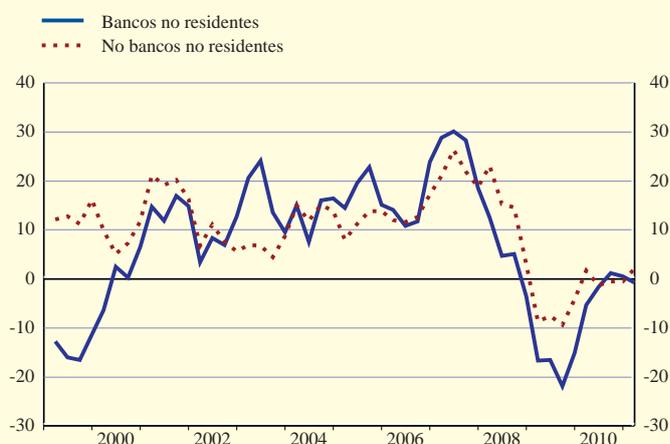
G7 Préstamos a las AAPP ²⁾

(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)

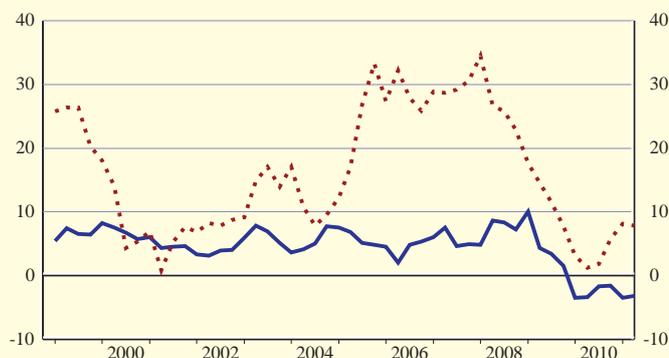
1. Depósitos de los intermediarios financieros

	Empresas de seguros y fondos de pensiones							Otros intermediarios financieros							
	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	A entidades de contrapartida central	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
Saldos vivos															
2009	738,5	84,1	86,9	543,7	2,2	1,4	20,2	1.871,2	311,7	335,1	957,5	15,9	0,0	250,9	-
2010	716,9	84,5	79,4	528,3	2,6	0,3	21,9	2.167,4	358,3	305,1	1.132,6	10,7	0,5	360,3	255,0
2010 IV	716,9	84,5	79,4	528,3	2,6	0,3	21,9	2.167,4	358,3	305,1	1.132,6	10,7	0,5	360,3	255,0
2011 I	710,7	82,9	79,9	526,6	3,0	0,2	18,0	2.162,6	371,0	292,3	1.142,8	11,8	0,5	344,2	244,6
2011 Feb	721,5	89,4	80,1	528,2	2,8	0,2	20,7	2.181,9	375,9	299,1	1.128,3	11,1	0,5	367,0	252,1
Mar	710,7	82,9	79,9	526,6	3,0	0,2	18,0	2.162,6	371,0	292,3	1.142,8	11,8	0,5	344,2	244,6
Abr	720,4	85,3	83,1	526,1	3,9	0,2	21,8	2.195,8	376,2	298,5	1.154,8	11,1	0,5	354,6	247,1
May ^(p)	714,4	85,3	79,6	525,5	3,8	0,2	19,9	2.229,0	370,2	309,6	1.146,9	12,0	0,2	390,0	288,3
Operaciones															
2009	-26,8	-1,0	-30,4	6,3	1,1	-0,1	-2,7	55,4	5,5	-93,6	85,8	3,7	0,0	54,0	-
2010	-26,5	-3,4	-8,2	-16,6	0,2	0,0	1,6	156,8	45,2	-38,6	52,8	-8,0	0,4	105,0	-
2010 IV	-18,0	-4,7	-10,2	-4,6	-0,2	0,0	1,8	26,3	-19,7	2,6	31,5	-0,3	-0,3	12,4	25,2
2011 I	-0,9	3,2	-0,3	-1,3	0,3	0,0	-2,9	-5,8	15,1	-5,5	-12,9	1,0	0,1	-3,5	-10,4
2011 Feb	-9,3	-7,8	-0,2	0,3	0,1	0,0	-1,7	26,7	-3,5	3,2	-13,3	0,2	0,0	40,1	33,5
Mar	-5,3	-1,8	-0,7	-1,2	0,1	0,0	-1,7	-5,3	-3,4	0,0	7,8	0,7	0,0	-10,3	-7,5
Abr	10,5	2,6	3,7	-0,5	0,9	0,0	3,8	33,5	5,7	7,5	10,4	-0,6	-0,1	10,6	2,6
May ^(p)	-6,3	-0,1	-3,6	-0,6	-0,1	0,0	-1,9	21,3	-7,3	2,4	-9,8	0,9	-0,2	35,3	41,1
Tasas de crecimiento															
2009	-3,5	-1,1	-26,4	1,2	96,8	-	-11,8	3,1	1,5	-22,0	10,0	30,0	-	27,4	-
2010	-3,6	-3,6	-9,4	-3,0	9,7	-	7,8	8,1	14,5	-11,4	4,9	-48,5	-	41,6	-
2010 IV	-3,6	-3,6	-9,4	-3,0	9,7	-	7,8	8,1	14,5	-11,4	4,9	-48,5	-	41,6	-
2011 I	-3,2	-3,0	-6,3	-2,6	7,1	-	-6,2	7,9	13,8	-4,7	4,5	-47,3	-	30,1	-
2011 Feb	-2,7	-4,6	-7,3	-2,4	10,3	-	19,8	7,5	13,4	-9,4	3,2	-50,3	-	41,8	-
Mar	-3,2	-3,0	-6,3	-2,6	7,1	-	-6,2	7,9	13,8	-4,7	4,5	-47,3	-	30,1	-
Abr	-1,6	-1,5	-1,8	-2,7	37,9	-	25,8	6,2	3,7	1,7	4,4	-53,4	-	22,9	-
May ^(p)	-1,9	-4,4	-8,5	-1,8	41,4	-	39,9	7,4	1,9	3,8	3,9	-25,3	-	31,0	-

G9 Depósitos totales por sector ²⁾

(tasas de crecimiento interanual)

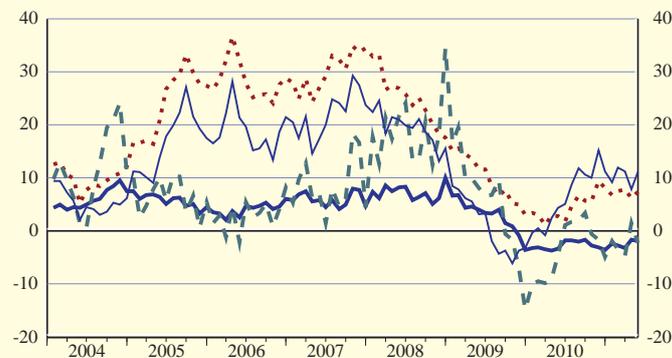
- Empresas de seguros y fondos de pensiones (total)
- Otros intermediarios financieros (total)



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) ³⁾
- Otros intermediarios financieros (incluidos en M3) ⁴⁾



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) Comprende los depósitos de las columnas 2, 3, 5 y 7.
- 4) 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	1.601,2	999,2	434,5	80,7	68,7	1,7	16,3	5.601,7	2.156,9	996,5	607,1	1.680,2	123,7	37,3
2010	1.671,6	1.034,1	458,7	87,2	75,8	1,5	14,2	5.739,1	2.243,9	901,6	665,0	1.788,5	110,3	29,8
2010 IV	1.671,6	1.034,1	0,5	0,1	0,1	0,0	14,2	5.739,1	2.243,9	0,9	0,7	1,8	0,1	29,8
2011 I	1.648,6	1.000,6	0,5	0,1	0,1	0,0	14,0	5.766,9	2.223,8	0,9	0,7	1,8	0,1	31,4
2011 Feb	1.608,1	975,0	453,1	89,8	76,9	2,1	11,2	5.758,2	2.225,0	907,5	676,1	1.808,5	110,1	31,0
Mar	1.648,6	1.000,6	463,5	90,8	77,6	2,0	14,0	5.766,9	2.223,8	908,3	681,3	1.811,8	110,3	31,4
Abr	1.647,8	998,2	459,5	92,5	78,2	2,0	17,3	5.797,4	2.246,7	904,8	687,9	1.816,0	109,5	32,5
May ⁴⁾	1.653,5	998,0	461,3	93,8	77,8	2,0	20,6	5.794,0	2.232,0	906,4	695,1	1.816,5	109,5	34,4
Operaciones														
2009	91,1	112,3	-70,1	15,1	40,8	0,4	-7,4	187,7	320,5	-371,5	85,9	190,5	8,6	-46,3
2010	78,9	40,3	24,1	9,0	7,8	-0,2	-2,1	133,0	81,7	-98,8	58,7	113,6	-14,6	-7,5
2010 IV	71,5	45,6	22,8	2,4	-1,2	-0,5	2,4	87,5	41,1	5,0	12,5	31,1	-0,5	-1,6
2011 I	-33,8	-37,5	2,5	2,1	1,0	0,5	-2,3	17,2	-23,6	2,9	14,3	21,9	0,0	1,7
2011 Feb	-5,9	-9,5	3,4	1,6	-2,2	0,6	0,2	4,2	-9,0	3,8	5,5	2,9	0,1	0,8
Mar	31,4	22,8	8,4	-0,5	0,1	0,0	0,7	1,0	-3,2	-2,2	3,4	2,4	0,2	0,4
Abr	3,9	1,3	-2,2	1,8	0,0	0,0	3,0	31,4	24,5	-1,8	5,5	3,0	-0,8	1,1
May ⁴⁾	3,3	-1,8	1,1	1,2	-0,4	0,0	3,2	-4,3	-15,1	1,2	7,2	0,5	0,0	1,9
Tasas de crecimiento														
2009	6,0	12,7	-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	4,9	4,1	5,5	11,2	11,4	-10,0	-12,8	2,4	3,8	-9,9	9,7	6,8	-11,8	-20,2
2010 IV	4,9	4,1	5,5	11,2	11,4	-10,0	-12,8	2,4	3,8	-9,9	9,7	6,8	-11,8	-20,2
2011 I	4,6	2,2	8,8	11,0	6,4	11,6	-4,9	2,7	2,6	-3,3	7,4	5,5	-10,3	-12,9
2011 Feb	5,5	2,9	9,5	12,8	9,5	18,2	-4,1	2,3	1,9	-4,2	8,0	5,7	-10,4	-16,1
Mar	4,6	2,2	8,8	11,0	6,4	11,6	-4,9	2,7	2,6	-3,3	7,4	5,5	-10,3	-12,9
Abr	4,1	1,1	10,0	8,3	3,6	8,6	13,5	3,0	2,6	-1,7	7,6	5,3	-9,5	-3,9
May ⁴⁾	4,0	0,0	11,6	7,9	4,3	8,9	36,1	2,8	1,5	-0,8	7,9	5,0	-8,2	6,8

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)}

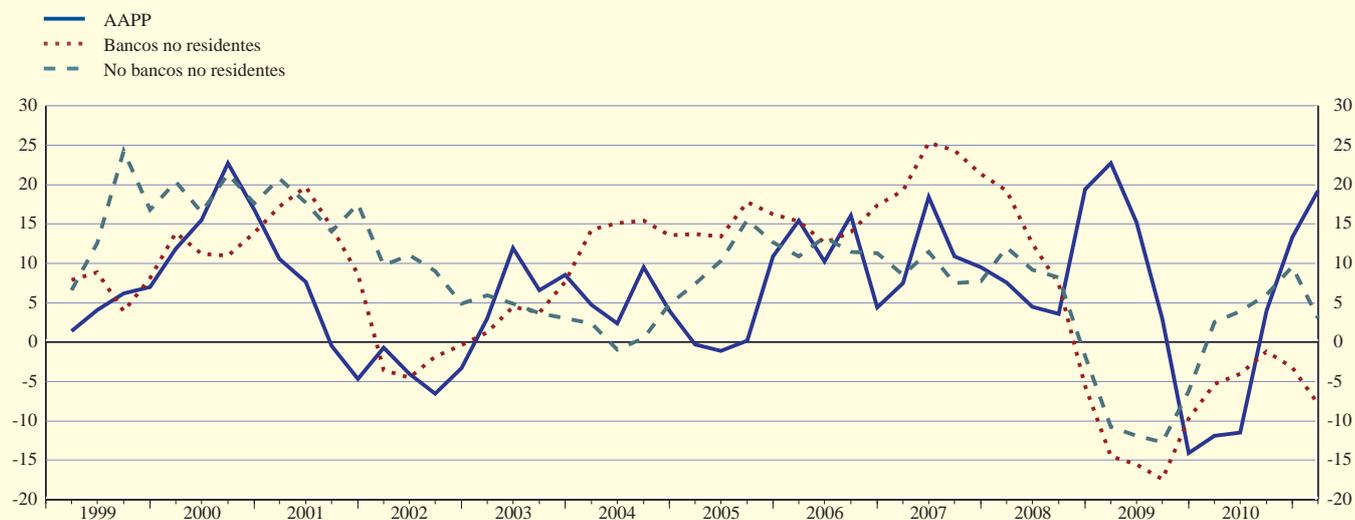
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

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										
2010	427,6	196,2	47,7	109,6	74,1	3.488,8	2.492,0	996,9	45,9	950,9
2011 ^(p)	475,6	235,8	52,3	108,7	78,8	3.310,1	2.346,7	963,5	41,4	922,0
2010 II	412,5	167,3	54,5	113,9	76,8	3.701,9	2.695,2	1.006,8	47,9	958,9
III	421,4	176,2	58,7	111,9	74,5	3.580,9	2.597,2	983,7	48,0	935,7
IV	427,6	196,2	47,7	109,6	74,1	3.488,8	2.492,0	996,9	45,9	950,9
2011 I ^(p)	475,6	235,8	52,3	108,7	78,8	3.310,1	2.346,7	963,5	41,4	922,0
Operaciones										
2010	50,0	47,4	4,3	-4,9	2,9	0,2	-83,0	82,3	7,4	74,9
2011 ^(p)	50,4	43,4	4,7	-2,4	4,7	-81,5	-73,5	-8,0	-3,6	-4,4
2010 II	12,1	-1,4	4,1	5,3	4,2	-9,5	-28,4	19,0	-1,1	20,1
III	9,3	8,8	4,3	-2,0	-1,8	16,1	3,9	11,9	2,2	9,8
IV	5,4	19,3	-11,0	-2,3	-0,5	-102,5	-108,0	4,9	-2,7	7,6
2011 I ^(p)	50,4	43,4	4,7	-2,4	4,7	-81,5	-73,5	-8,0	-3,6	-4,4
Tasas de crecimiento										
2010	13,3	32,2	9,8	-4,3	4,1	0,3	-3,2	9,6	12,5	9,3
2011 ^(p)	19,8	44,4	4,0	-1,3	9,2	-3,6	-7,9	3,0	-10,7	3,8
2010 II	-11,5	-21,7	11,6	-4,5	-6,0	-2,0	-4,0	3,9	8,9	3,5
III	4,0	10,9	15,0	-9,3	4,2	0,7	-1,2	6,0	14,2	5,5
IV	13,3	32,2	9,8	-4,3	4,1	0,3	-3,2	9,6	12,5	9,3
2011 I ^(p)	19,2	41,4	4,0	-1,3	9,2	-4,8	-7,9	3,0	-10,7	3,8

G13 Depósitos de las AAPP y de no residentes en la zona del euro 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.

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	6.207,8	1.970,8	109,1	1.466,1	16,0	1.458,6	39,4	1.147,8	1.516,3	435,0	801,1	280,2
2010	5.993,2	1.778,5	107,4	1.507,7	16,4	1.501,0	27,8	1.054,5	1.535,9	445,3	787,8	302,8
2010 IV	5.993,2	1.778,5	107,4	1.507,7	16,4	1.501,0	27,8	1.054,5	1.535,9	445,3	787,8	302,8
2011 I	5.741,8	1.696,0	102,5	1.392,9	19,9	1.464,4	28,7	1.037,4	1.504,9	437,2	765,7	301,9
2011 Feb	6.014,0	1.775,9	102,3	1.529,3	18,6	1.498,2	27,5	1.062,3	1.541,9	449,3	794,3	298,3
Mar	5.741,8	1.696,0	102,5	1.392,9	19,9	1.464,4	28,7	1.037,4	1.504,9	437,2	765,7	301,9
Abr	5.695,5	1.680,9	94,8	1.400,1	19,0	1.474,9	24,8	1.001,0	1.556,6	438,5	808,9	309,2
May ^(p)	5.729,1	1.692,3	99,7	1.423,2	19,5	1.464,7	25,7	1.004,0	1.566,7	468,6	784,4	313,7
Operaciones												
2009	354,9	83,5	16,6	231,0	-3,2	103,0	-12,0	-64,0	43,0	29,1	11,6	2,3
2010	-269,1	-167,0	-7,2	42,7	-2,1	10,3	-14,6	-131,3	54,0	27,8	5,2	20,9
2010 IV	-206,2	-70,8	0,5	-26,3	-1,4	-7,7	-2,9	-97,6	22,5	3,3	13,3	5,8
2011 I	-26,4	-23,9	1,0	8,6	4,4	-32,5	2,3	13,8	1,3	1,0	6,6	-6,3
2011 Feb	9,0	6,5	-2,8	5,3	1,0	6,3	1,6	-8,8	-12,7	0,6	-9,2	-4,0
Mar	-67,1	-24,5	3,6	-13,4	1,8	-29,0	1,6	-7,1	4,3	-0,6	2,3	2,6
Abr	-28,2	-16,4	-4,9	8,3	-0,4	8,5	-3,2	-20,0	48,3	0,4	40,8	7,1
May ^(p)	9,3	9,6	2,0	22,5	-0,1	-11,9	0,2	-13,1	10,8	30,3	-23,8	4,4
Tasas 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	-4,3	-8,5	-5,7	2,9	-11,5	0,7	-35,0	-11,1	3,6	6,4	0,6	7,5
2010 IV	-4,3	-8,5	-5,7	2,9	-11,5	0,7	-35,0	-11,1	3,6	6,4	0,6	7,5
2011 I	-5,4	-10,1	-4,5	-1,0	13,9	-0,3	-25,6	-9,6	3,0	3,7	3,2	1,7
2011 Feb	-4,0	-8,1	-4,8	1,8	6,3	0,7	-31,8	-9,8	3,1	4,8	2,1	3,6
Mar	-5,4	-10,1	-4,5	-1,0	13,9	-0,3	-25,6	-9,6	3,0	3,7	3,2	1,7
Abr	-5,8	-10,3	-8,0	-1,1	12,3	-0,2	-33,6	-10,9	3,1	1,0	4,2	3,7
May ^(p)	-4,4	-8,8	-1,6	1,2	16,1	-0,5	3,8	-10,3	4,6	5,8	3,7	5,0

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 Detalle de algunas partidas del balance de las IFM, por monedas ^{1), 2)}

(porcentaje del total; saldos vivos en mm de euros; fin del período)

1. Préstamos, valores distintos de acciones y depósitos

	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	
Préstamos														
<i>A residentes en la zona del euro</i>														
2009	5.916,1	-	-	-	-	-	11.785,5	96,2	3,8	1,9	0,2	1,0	0,4	
2010	5.515,0	-	-	-	-	-	12.247,8	96,0	4,0	2,1	0,2	1,1	0,4	
2010 IV	5.515,0	-	-	-	-	-	12.247,8	96,0	4,0	2,1	0,2	1,1	0,4	
2011 I	5.488,7	-	-	-	-	-	12.304,7	96,3	3,7	1,8	0,2	1,1	0,4	
<i>A no residentes en la zona del euro</i>														
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	2.010,9	44,9	55,1	30,7	2,9	3,2	11,6	952,1	39,9	60,1	42,8	1,4	3,7	6,7
2010 IV	2.010,9	44,9	55,1	30,7	2,9	3,2	11,6	952,1	39,9	60,1	42,8	1,4	3,7	6,7
2011 I	1.957,5	46,9	53,1	29,9	3,0	3,2	9,7	976,9	40,2	59,8	41,5	1,2	3,4	7,1
Valores distintos de acciones														
<i>Emitidos por residentes en la zona del euro</i>														
2009	2.079,9	94,8	5,2	3,1	0,2	0,3	1,4	2.980,2	98,1	1,9	1,2	0,2	0,1	0,3
2010	1.885,9	94,3	5,7	3,3	0,1	0,3	1,7	3.052,8	98,6	1,4	0,8	0,1	0,1	0,4
2010 IV	1.885,9	94,3	5,7	3,3	0,1	0,3	1,7	3.052,8	98,6	1,4	0,8	0,1	0,1	0,4
2011 I	1.798,5	94,3	5,7	3,2	0,2	0,3	1,7	2.905,9	98,3	1,7	0,9	0,2	0,1	0,4
<i>Emitidos por no residentes en la zona del euro</i>														
2009	546,6	55,8	44,2	26,3	0,4	0,5	14,8	601,2	35,0	65,0	38,5	4,2	0,9	15,2
2010	535,1	50,9	49,1	26,1	0,3	0,5	17,2	519,4	32,9	67,1	41,6	3,8	0,8	13,2
2010 IV	535,1	50,9	49,1	26,1	0,3	0,5	17,2	519,4	32,9	67,1	41,6	3,8	0,8	13,2
2011 I	526,3	50,5	49,5	26,6	0,3	1,1	17,0	511,1	33,7	66,3	39,5	4,8	0,7	13,0
Depósitos														
<i>De residentes en la zona del euro</i>														
2009	6.281,6	92,9	7,1	4,4	0,3	1,2	0,7	10.187,4	97,0	3,0	1,9	0,2	0,1	0,4
2010	5.774,9	92,9	7,1	4,1	0,3	1,3	0,8	10.722,6	97,1	2,9	1,9	0,2	0,1	0,4
2010 IV	5.774,9	92,9	7,1	4,1	0,3	1,3	0,8	10.722,6	97,1	2,9	1,9	0,2	0,1	0,4
2011 I	5.693,4	92,5	7,5	4,3	0,3	1,4	0,8	10.764,3	97,1	2,9	1,9	0,1	0,1	0,4
<i>De no residentes en la zona del euro</i>														
2009	2.532,8	49,2	50,8	34,2	1,8	2,2	9,6	836,7	53,5	46,5	31,4	1,1	1,7	7,5
2010	2.492,0	52,1	47,9	31,8	2,2	1,8	8,6	996,9	58,8	41,2	29,3	1,2	1,4	5,1
2010 IV	2.492,0	52,1	47,9	31,8	2,2	1,8	8,6	996,9	58,8	41,2	29,3	1,2	1,4	5,1
2011 I	2.346,7	53,5	46,5	30,0	2,1	1,9	8,1	963,5	58,1	41,9	29,6	1,4	1,5	4,4

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
2009	5.168,3	83,3	16,7	8,8	1,6	1,9	2,5
2010	5.082,6	81,6	18,4	9,7	1,8	2,1	2,5
2010 IV	5.082,6	81,6	18,4	9,7	1,8	2,1	2,5
2011 I	5.133,2	82,0	18,0	9,6	1,6	2,0	2,4

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 instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.

2.8 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 Oct	6.164,2	375,8	2.356,9	1.842,5	837,0	247,7	504,3
Nov	6.193,1	374,1	2.367,0	1.882,2	846,9	248,9	474,1
Dic	6.256,6	366,1	2.364,0	1.984,2	864,6	213,6	464,1
2011 Ene	6.289,1	382,1	2.350,2	1.984,8	864,6	221,1	486,3
Feb	6.368,4	390,8	2.367,0	2.013,1	871,0	222,2	504,3
Mar	6.324,5	388,6	2.349,9	1.974,8	872,9	220,3	517,9
Abr ^(p)	6.363,5	390,0	2.350,0	1.987,3	879,8	220,3	536,2
Operaciones							
2010 III	142,2	-13,7	65,1	15,1	18,2	-0,2	57,7
IV	0,2	-11,3	45,7	49,5	16,0	-2,8	-96,8
2011 I	112,6	19,9	25,1	15,1	7,9	2,5	42,2

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 Oct	6.164,2	122,3	5.595,1	4.398,9	637,6	1.196,2	446,8
Nov	6.193,1	119,7	5.643,4	4.397,9	641,4	1.245,5	430,0
Dic	6.256,6	111,5	5.748,6	4.468,0	657,8	1.280,6	396,5
2011 Ene	6.289,1	119,1	5.754,1	4.460,8	657,1	1.293,3	415,9
Feb	6.368,4	123,3	5.811,1	4.502,9	661,6	1.308,2	434,0
Mar	6.324,5	126,9	5.756,4	4.459,0	659,9	1.297,4	441,2
Abr ^(p)	6.363,5	127,1	5.790,0	4.486,5	670,0	1.303,5	446,3
Operaciones							
2010 III	142,2	-6,1	81,7	49,8	21,7	31,9	66,6
IV	0,2	-11,6	79,9	42,0	16,1	37,9	-68,1
2011 I	112,6	12,2	55,4	45,0	3,4	10,4	44,9

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
								8		9
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2010 Sep	5.516,2	1.813,5	1.554,7	1.345,3	260,6	102,1	440,1	5.435,5	80,7	1.137,7
Oct	5.595,1	1.826,4	1.600,8	1.362,4	261,5	102,5	441,6	5.514,7	80,4	1.125,6
Nov	5.643,4	1.830,0	1.641,1	1.366,2	259,6	106,8	439,7	5.562,6	80,8	1.152,5
Dic	5.748,6	1.813,2	1.717,2	1.396,6	264,0	108,6	449,0	5.666,2	82,4	1.106,5
2011 Ene	5.754,1	1.805,6	1.717,8	1.401,7	264,8	108,8	455,4	5.669,2	84,9	1.090,4
Feb	5.811,1	1.818,3	1.739,1	1.417,3	266,5	109,9	460,0	5.726,1	84,9	1.097,9
Mar	5.756,4	1.803,7	1.704,5	1.408,2	267,1	110,3	462,6	5.671,8	84,5	1.077,4
Abr ^(p)	5.790,0	1.801,2	1.719,4	1.426,0	266,4	109,3	467,7	5.705,5	84,5	1.070,8
Operaciones										
2010 Oct	33,6	13,3	16,5	3,7	0,6	0,1	-0,5	34,3	-0,7	-6,5
Nov	17,2	6,0	8,7	4,9	0,0	-0,6	-1,8	17,4	-0,2	6,0
Dic	29,1	-4,9	13,0	13,2	2,7	2,3	2,7	28,0	1,1	-35,2
2011 Ene	25,2	5,4	9,6	7,4	0,9	0,4	1,5	24,4	0,8	-9,6
Feb	21,4	10,0	3,8	5,7	0,4	0,7	0,8	21,5	-0,1	8,8
Mar	8,9	4,0	-6,0	2,4	0,6	0,8	7,0	8,9	0,0	-8,7
Abr ^(p)	25,8	5,7	12,2	5,3	-0,1	0,9	1,9	25,6	0,3	6,1

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.

2.9 Detalle de valores mantenidos por los fondos de inversión¹⁾, por emisor

(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 II	2.273,1	1.436,7	379,9	706,5	192,6	6,0	151,6	836,4	229,0	326,0	16,0
III	2.342,8	1.469,6	384,7	721,0	193,5	6,4	164,0	873,2	242,4	330,7	16,3
IV	2.364,0	1.428,9	375,1	690,8	192,7	6,1	164,1	935,2	247,0	365,2	16,1
2011 I ^(p)	2.349,9	1.427,1	382,3	673,9	200,3	5,4	165,3	922,8	246,2	354,0	14,1
Operaciones											
2010 III	65,1	16,5	2,9	3,0	2,0	0,0	8,7	48,6	9,7	20,3	0,4
IV	45,7	-8,4	-3,3	-8,8	0,6	-0,2	3,4	54,0	6,4	29,6	-1,9
2011 I ^(p)	25,1	10,2	9,1	-8,8	7,7	-0,2	2,3	14,9	1,8	2,4	-1,0

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 II	1.713,5	670,8	74,0	-	33,7	23,9	539,3	1.042,6	140,1	316,3	78,1
III	1.792,8	712,2	79,6	-	37,3	24,2	571,0	1.080,6	153,3	314,9	67,2
IV	1.984,2	748,4	76,7	-	40,4	25,1	606,2	1.235,8	171,4	354,9	83,7
2011 I ^(p)	1.974,8	785,2	88,9	-	45,3	26,2	624,9	1.189,6	167,1	364,7	71,0
Operaciones											
2010 III	15,1	9,7	-0,8	-	2,2	0,2	8,1	5,4	2,0	0,4	-8,5
IV	49,5	4,4	4,3	-	1,8	-0,6	-1,1	45,1	5,0	3,3	6,6
2011 I ^(p)	15,1	11,6	5,7	-	2,1	-0,8	4,6	3,5	-0,4	16,1	-3,9

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 II	793,5	662,5	77,1	-	585,4	-	-	131,1	19,9	36,6	0,4
III	825,2	702,1	77,1	-	625,0	-	-	123,2	21,3	34,2	0,4
IV	864,6	733,3	75,5	-	657,8	-	-	131,3	23,8	38,0	0,6
2011 I ^(p)	872,9	737,4	77,5	-	659,9	-	-	135,5	22,5	41,2	0,5
Operaciones											
2010 III	18,2	22,8	1,1	-	21,7	-	-	-4,6	1,0	-0,8	0,0
IV	16,0	14,1	-2,0	-	16,1	-	-	1,9	0,5	1,4	0,0
2011 I ^(p)	7,9	5,1	1,7	-	3,4	-	-	2,8	-1,0	3,3	-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 otros intermediarios financieros. Las participaciones en fondos del mercado monetario son emitidas por IFM.

2.10 Balance agregado de las sociedades instrumentales dedicadas a operaciones de titulización de la zona del euro

(mm de euros; saldos vivos a fin de período; operaciones realizadas en el período)

1. Activo

	Total	Depósitos y préstamos	Préstamos titulizados							Valores distintos de acciones	Otros activos titulizados	Acciones y otras participaciones	Otros activos
			Total	Originados en la zona del euro				Originados fuera de la zona del euro					
				IFM	Otros intermediarios financieros, empresas de seguros y fondos de pensiones	Sociedades no financieras	Administraciones Públicas						
									No dados de baja en el balance de las IFM ¹⁾				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Saldos vivos													
2009 IV	2.369,1	381,2	1.473,1	1.160,1	547,8	142,9	27,2	7,4	133,5	296,9	103,1	41,5	73,2
2010 I	2.294,8	358,6	1.445,6	1.135,6	552,3	139,7	24,6	7,3	138,3	280,1	99,3	43,7	67,5
II	2.289,3	363,3	1.441,9	1.132,0	563,7	142,6	24,4	6,4	136,5	278,5	101,3	41,3	63,0
III	2.286,5	350,3	1.470,0	1.174,3	570,9	133,9	24,2	6,4	131,3	259,9	100,3	41,6	64,4
IV	2.351,7	373,5	1.525,0	1.238,7	601,2	125,1	22,3	6,0	133,0	251,3	92,5	42,0	67,3
2011 I	2.254,6	352,6	1.484,1	1.194,6	590,4	130,8	22,6	5,9	130,2	240,1	89,1	36,8	51,8
Operaciones													
2010 I	-75,4	-24,4	-24,8	-24,8	-	-2,0	-2,5	-0,1	4,6	-21,1	-2,5	1,6	-4,3
II	-21,9	1,4	-13,1	-12,4	-	2,3	-0,9	-0,4	-1,7	-2,0	1,0	-3,2	-5,9
III	-5,8	-12,2	22,3	33,1	-	-4,0	-0,6	-0,1	-6,0	-16,5	-0,5	0,4	0,6
IV	45,0	24,3	24,7	30,2	-	-4,7	-2,1	-0,4	1,7	-5,5	-0,8	-0,6	2,9
2011 I	-93,2	-22,8	-37,8	-43,8	-	8,0	0,2	0,0	-2,2	-10,2	-2,4	-4,9	-15,0

2. Pasivo

	Total	Préstamos y depósitos recibidos	Valores distintos de acciones emitidos			Capital y reservas	Otros pasivos
			Total	Hasta 2 años	A más de 2 años		
1	2	3	4	5	6	7	
Saldos vivos							
2009 IV	2.369,1	105,6	2.050,3	98,2	1.952,1	48,6	164,5
2010 I	2.294,8	99,6	1.986,3	96,8	1.889,5	48,4	160,5
II	2.289,3	108,1	1.964,3	91,9	1.872,4	45,0	172,0
III	2.286,5	120,3	1.948,3	87,2	1.861,1	43,2	174,7
IV	2.351,7	134,5	1.971,5	94,2	1.877,4	42,8	202,8
2011 I	2.254,6	133,5	1.886,2	84,3	1.801,9	37,6	197,3
Operaciones							
2010 I	-75,4	-5,3	-67,4	-1,9	-65,5	-0,3	-2,5
II	-21,9	6,0	-23,2	-5,2	-18,0	-2,8	-1,9
III	-5,8	11,6	-12,1	-4,3	-7,8	-0,2	-5,2
IV	45,0	15,6	24,2	5,6	18,6	-1,8	7,0
2011 I	-93,2	-0,1	-80,6	-10,0	-70,6	-4,7	-7,8

3. Tenencias de préstamos titulizados originados en IFM de la zona del euro y valores distintos de acciones

	Préstamos titulizados originados en IFM de la zona del euro							Valores distintos de acciones					
	Total	Sector prestatario de la zona del euro					Sector prestatario fuera de la zona del euro	Total	Residentes en la zona del euro			No residentes en la zona del euro	
		Hogares	Sociedades no financieras	Otros intermediarios financieros	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Administraciones Públicas			Total	IFM	No IFM		
													Sociedades instrumentales
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Saldos vivos													
2009 IV	1.160,1	851,6	205,2	21,3	16,1	7,9	58,0	296,9	172,0	52,1	119,8	59,9	125,0
2010 I	1.135,6	822,1	213,4	20,3	14,8	7,6	57,3	280,1	151,2	47,9	103,3	41,2	128,9
II	1.132,0	814,4	214,5	19,7	14,7	7,7	61,0	278,5	148,9	50,5	98,5	44,9	129,5
III	1.174,3	830,5	219,9	18,6	15,0	7,1	83,2	259,9	140,4	47,4	93,1	37,5	119,5
IV	1.238,7	854,9	249,7	17,6	15,2	7,2	94,0	251,3	131,5	45,6	85,9	35,7	119,8
2011 I	1.194,6	807,5	247,8	17,3	15,4	7,2	99,4	240,1	124,5	41,3	83,1	36,1	115,7
Operaciones													
2010 I	-24,8	-27,4	4,8	-1,1	-1,3	-0,2	0,3	-21,1	-22,9	-4,4	-18,5	-16,4	1,9
II	-12,4	-12,0	-3,5	0,1	-0,1	0,0	3,0	-2,0	2,9	-0,2	3,1	3,0	-4,8
III	33,1	11,3	0,0	-0,8	0,2	-0,6	22,9	-16,5	-10,0	-2,5	-7,5	-6,9	-6,5
IV	30,2	12,7	16,3	-1,6	0,3	0,1	2,4	-5,5	-5,3	-1,1	-4,2	-2,2	-0,2
2011 I	-43,8	-52,5	3,5	-0,5	0,0	0,0	5,7	-10,2	-6,3	-3,4	-2,9	-0,2	-3,9

Fuente: BCE.

1) Préstamos titulizados por sociedades instrumentales dedicadas a operaciones de titulización que se mantienen en el balance de la IFM correspondiente, es decir, que no han sido dados de baja. Los préstamos se dan o no de baja en el balance de las IFM dependiendo de las normas contables aplicadas. Para más información, véanse las Notas Generales..

2.11 Balance agregado de las empresas de seguros y fondos de pensiones de la zona del euro

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

1. Activo

	Total	Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores distintos de acciones	Acciones y otras participaciones	Participaciones en fondos de inversión	Participaciones en fondos del mercado monetario	Reservas para primas y siniestros	Otras cuentas pendientes de cobro/pago y derivados financieros	Activos no financieros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2008 I	6.575,6	766,9	493,6	2.274,7	1.088,4	1.234,9	93,5	243,8	227,0	152,9
II	6.488,9	763,2	492,8	2.256,6	1.041,0	1.225,6	89,7	246,5	218,3	155,3
III	6.390,8	758,8	488,6	2.288,6	956,7	1.185,8	86,4	251,1	220,0	154,8
IV	6.246,6	796,2	506,6	2.295,6	811,8	1.086,2	92,9	245,7	256,3	155,4
2009 I	6.275,7	793,8	522,4	2.362,3	775,3	1.069,1	101,8	244,1	249,8	157,2
II	6.426,2	779,4	518,0	2.385,2	810,6	1.197,2	91,7	248,9	239,0	156,1
III	6.659,1	780,7	515,1	2.446,4	792,7	1.388,0	87,9	252,0	241,1	155,2
IV	6.751,1	785,2	509,9	2.461,7	806,6	1.454,8	84,7	256,2	238,5	153,6
2010 I	6.974,7	782,9	516,2	2.568,3	823,5	1.532,2	85,9	266,2	251,4	148,1
II	7.004,0	781,4	522,3	2.597,2	805,5	1.517,3	86,5	271,4	273,0	149,5
III	7.173,7	779,1	533,6	2.676,2	821,1	1.556,8	85,0	272,4	300,1	149,3
IV	7.083,4	767,5	539,3	2.603,8	836,3	1.579,6	76,3	271,1	257,8	151,7

2. Tenencias de valores distintos de acciones

	Total	Emitidos por residentes en la zona del euro					Emitidos por no residentes en la zona del euro	
		Total	IFM	Administraciones Públicas	Otros intermediarios financieros	Empresas de seguros y fondos de pensiones		Sociedades no financieras
	1	2	3	4	5	6	7	8
2008 I	2.274,7	1.853,5	521,6	987,0	210,7	8,5	125,6	421,2
II	2.256,6	1.823,3	513,2	951,9	214,1	13,2	131,0	433,4
III	2.288,6	1.854,6	518,2	974,1	219,4	8,9	134,0	434,0
IV	2.295,6	1.876,4	506,1	1.014,7	207,9	11,4	136,3	419,2
2009 I	2.362,3	1.941,4	530,2	1.037,7	224,5	13,6	135,4	420,9
II	2.385,2	1.990,7	537,8	1.054,4	244,8	15,5	138,1	394,5
III	2.446,4	2.041,2	558,1	1.095,0	233,9	15,4	138,9	405,2
IV	2.461,7	2.052,6	543,3	1.112,9	240,1	16,7	139,6	409,1
2010 I	2.568,3	2.150,5	574,9	1.185,8	228,4	15,9	145,5	417,8
II	2.597,2	2.174,0	574,8	1.198,1	238,5	16,3	146,4	423,2
III	2.676,2	2.244,8	586,1	1.246,1	244,8	18,6	149,1	431,4
IV	2.603,8	2.177,6	582,9	1.209,4	220,9	17,2	147,2	426,3

3. Pasivo y patrimonio neto

	Pasivo								Patrimonio neto	
	Total	Préstamos recibidos	Valores distintos de acciones	Acciones y otras participaciones	Reservas técnicas de seguro			Otras cuentas pendientes de cobro/pago y derivados financieros		
					Total	Participación neta de los hogares en las reservas de seguro de vida	Participación neta de los hogares en las reservas de fondos de pensiones			Reservas para primas y siniestros
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
2008 I	6.224,1	345,9	27,7	544,3	5.124,0	2.932,4	1.330,9	860,7	182,2	351,6
II	6.230,7	339,3	29,1	509,9	5.163,3	2.945,6	1.362,5	855,3	189,1	258,2
III	6.229,8	332,1	29,7	478,8	5.188,3	2.945,5	1.394,0	848,8	200,9	161,0
IV	6.177,4	346,8	31,7	425,5	5.176,3	2.913,6	1.434,4	828,3	197,1	69,2
2009 I	6.182,5	344,6	31,8	382,0	5.226,7	2.936,9	1.443,9	845,9	197,4	93,2
II	6.267,8	316,9	33,1	398,8	5.323,2	3.011,4	1.463,5	848,3	195,8	158,4
III	6.410,5	297,5	36,2	444,4	5.436,2	3.101,0	1.489,4	845,8	196,2	248,6
IV	6.495,5	284,6	39,3	440,9	5.524,6	3.170,4	1.513,0	841,1	206,1	255,6
2010 I	6.662,2	294,3	40,2	458,9	5.659,4	3.252,6	1.539,8	867,0	209,4	312,5
II	6.683,9	300,9	41,7	429,4	5.698,1	3.281,6	1.547,2	869,4	213,6	320,1
III	6.779,3	314,4	40,5	435,8	5.777,7	3.341,4	1.570,7	865,5	210,9	394,5
IV	6.796,6	287,6	42,2	448,0	5.805,8	3.370,6	1.569,3	865,9	212,9	286,8

Fuente: BCE.



CUENTAS DE LA ZONA DEL EURO

3.1 Cuentas económicas y financieras integradas por sectores institucionales

(mm de euros)

2010 IV	Zona del euro	Hogares	Sociedades no financieras	Instituciones financieras	Administraciones Públicas	Resto del mundo
Empleos						
Cuenta de intercambios exteriores						
Exportaciones de bienes y servicios						557
<i>Balanza comercial</i> ¹⁾						-20
Cuenta de explotación						
Valor añadido bruto (precios básicos)						
Impuestos menos subvenciones sobre los productos						
Producto interior bruto (precios de mercado)						
Remuneración de los asalariados	1.218	124	766	62	266	
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción	35	8	17	5	5	
Consumo de capital fijo	356	98	199	12	48	
<i>Excedente neto de explotación y renta mixta</i> ¹⁾	532	272	238	25	-3	
Cuenta de asignación de la renta primaria						
Excedente neto de explotación y renta mixta						6
Remuneración de los asalariados						
Impuestos menos subvenciones sobre la producción						
Rentas de la propiedad	659	36	262	300	61	96
Intereses	357	33	61	201	61	48
Otras rentas de la propiedad	303	3	200	99	0	48
<i>Renta nacional neta</i> ¹⁾	2.043	1.677	78	34	255	
Cuenta de distribución secundaria de la renta						
Renta nacional neta						
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	304	246	50	8	0	1
Cotizaciones sociales	461	461				1
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	481	2	17	34	429	1
Otras transferencias corrientes	206	80	28	48	50	9
Primas netas de seguros no vida	46	33	11	1	1	1
Indemnizaciones de seguros no vida	46			46		1
Otras	113	46	16	1	50	7
<i>Renta disponible neta</i> ¹⁾	2.014	1.468	14	41	492	
Cuenta de utilización de la renta						
Renta disponible neta						
Gasto en consumo final	1.916	1.365			551	
Gasto en consumo individual	1.696	1.365			331	
Gasto en consumo colectivo	220				220	
Ajuste por variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones	16	0	1	15	0	0
<i>Ahorro neto/cuenta de operaciones corrientes con el exterior</i> ¹⁾	99	118	13	27	-59	-4
Cuenta de capital						
Ahorro neto / cuenta de operaciones corrientes con el exterior						
Formación bruta de capital	451	141	223	13	74	
Formación bruta de capital fijo	470	141	242	13	74	
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos	-18	0	-19	0	0	
Consumo de capital fijo						
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos	1	-2	3	0	0	-1
Transferencias de capital	73	10	5	7	51	7
Impuestos sobre el capital	6	6	0	0		0
Otras transferencias de capital	67	4	5	6	51	7
<i>Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital)</i> ¹⁾	7	83	10	33	-119	-7
Discrepancia estadística	0	20	-20	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 IV						
Cuenta de intercambios exteriores						
Importaciones de bienes y servicios						537
<i>Balanza comercial</i>						
Cuenta de explotación						
Valor añadido bruto (precios básicos)	2.141	502	1.219	104	316	
Impuestos menos subvenciones sobre los productos	246					
Producto interior bruto (precios de mercado) ²⁾	2.387					
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	532	272	238	25	-3	
Remuneración de los asalariados	1.219	1.219				4
Impuestos menos subvenciones sobre la producción	296				296	-15
Rentas de la propiedad	656	221	102	308	24	100
Intereses	343	54	31	248	10	61
Otras rentas de la propiedad	312	167	71	60	14	39
<i>Renta nacional neta</i>						
Cuenta de distribución secundaria de la renta						
Renta nacional neta	2.043	1.677	78	34	255	
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	305				305	1
Cotizaciones sociales	461	1	18	51	391	1
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	479	479				3
Otras transferencias corrientes	179	99	12	48	20	36
Primas netas de seguros no vida	46			46		1
Indemnizaciones de seguros no vida	46	36	9	1	0	1
Otras	87	64	3	0	20	34
<i>Renta disponible neta</i>						
Cuenta de utilización de la renta						
Renta disponible neta	2.014	1.468	14	41	492	
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	16	16				0
<i>Ahorro neto/cuenta de operaciones corrientes con el exterior</i>						
Cuenta de capital						
Ahorro neto/cuenta de operaciones corrientes con el exterior	99	118	13	27	-59	-4
Formación bruta de capital						
Formación bruta de capital fijo						
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos						
Consumo de capital fijo	356	98	199	12	48	
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos						
Transferencias de capital	77	15	30	13	18	3
Impuestos sobre el capital	6				6	0
Otras transferencias de capital	71	15	30	13	12	3
<i>Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital)</i>						
Discrepancia 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 IV								
Balance al principio del período, activos financieros								
Total activos financieros		18.609	17.015	32.830	14.663	6.712	3.541	16.253
Oro monetario y derechos especiales de giro (DEG)				386				
Efectivo y depósitos		6.508	1.744	9.438	2.395	851	688	3.841
Valores distintos de acciones a corto plazo		46	120	617	301	49	32	653
Valores distintos de acciones a largo plazo		1.442	277	6.369	2.453	2.546	349	3.554
Préstamos		69	3.266	13.075	3.642	480	482	1.808
<i>de los cuales: a largo plazo</i>		52	1.747	10.160	2.589	351	404	.
Acciones y otras participaciones		4.362	7.533	1.902	5.641	2.353	1.341	5.712
Acciones cotizadas		769	1.454	381	1.897	437	267	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		2.178	5.712	1.194	2.943	423	873	.
Participaciones en fondos de inversión		1.415	367	327	801	1.493	202	.
Reservas técnicas de seguro		5.669	178	3	0	280	4	199
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		514	3.898	1.040	231	153	645	487
<i>Patrimonio financiero neto</i>								
Cuenta financiera, activos financieros								
Total de operaciones de activos financieros		147	154	-40	55	11	235	63
Oro monetario y DEG				0				0
Efectivo y depósitos		115	50	-3	5	-18	13	-84
Valores distintos de acciones a corto plazo		-12	-41	-36	-6	-5	19	-21
Valores distintos de acciones a largo plazo		-4	57	-148	43	24	149	29
Préstamos		1	41	177	19	16	39	59
<i>de los cuales: a largo plazo</i>		1	13	112	-30	2	36	.
Acciones y otras participaciones		-7	40	32	6	-4	-3	69
Acciones cotizadas		9	16	19	36	1	-7	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		-1	26	15	-24	5	4	.
Participaciones en fondos de inversión por operaciones		-16	-2	-2	-6	-10	0	.
Reservas técnicas de seguro		50	-2	0	0	-2	0	2
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		3	10	-62	-12	1	19	9
<i>Variaciones del patrimonio financiero neto derivadas de operaciones</i>								
Cuenta de otras variaciones de activos financieros								
Total de otras variaciones de activos financieros		108	128	-258	187	-53	1	61
Oro monetario y DEG				35				
Efectivo y depósitos		1	1	-216	31	1	0	11
Valores distintos de acciones a corto plazo		-1	1	0	3	0	0	-2
Valores distintos de acciones a largo plazo		-65	-12	-46	-42	-81	-5	-101
Préstamos		0	8	15	5	0	0	37
<i>de los cuales: a largo plazo</i>		0	5	3	5	0	0	.
Acciones y otras participaciones		180	284	-6	204	28	12	132
Acciones cotizadas		33	127	33	149	5	3	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		106	165	-24	21	7	2	.
Participaciones en fondos de inversión		41	-8	-14	34	16	8	.
Reservas técnicas de seguro		-12	0	0	0	-1	0	4
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		6	-153	-40	-12	0	-6	-20
<i>Otras variaciones del patrimonio financiero neto</i>								
Balance al final del período, activos financieros								
Total activos financieros		18.864	17.298	32.532	14.905	6.670	3.777	16.378
Oro monetario y DEG				420				
Efectivo y depósitos		6.624	1.794	9.220	2.430	833	700	3.768
Valores distintos de acciones a corto plazo		33	79	581	298	44	51	630
Valores distintos de acciones a largo plazo		1.372	322	6.175	2.453	2.489	493	3.483
Préstamos		71	3.316	13.267	3.665	496	521	1.903
<i>de los cuales: a largo plazo</i>		52	1.765	10.276	2.565	354	440	.
Acciones y otras participaciones		4.535	7.857	1.929	5.851	2.378	1.350	5.913
Acciones cotizadas		811	1.596	433	2.082	443	262	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		2.283	5.904	1.185	2.940	435	879	.
Participaciones en fondos de inversión		1.441	357	311	828	1.500	209	.
Reservas técnicas de seguro		5.706	175	3	0	277	4	205
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		523	3.755	937	207	153	657	475
<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	Adminis-traciones Públicas	Resto del mundo
Balance al principio del período, pasivos								
Pasivos totales		6.588	26.163	32.088	14.129	6.773	8.824	14.673
Oro monetario y derechos especiales de giro (DEG)								
Efectivo y depósitos			29	22.519	25	0	262	2.629
Valores distintos de acciones a corto plazo			77	685	80	0	735	241
Valores distintos de acciones a largo plazo			819	4.614	2.740	38	5.876	2.903
Préstamos		5.999	8.612	3.329	280	1.499	3.104	
<i>de los cuales: a largo plazo</i>		5.642	6.020	1.821	103	1.289	.	
Acciones y otras participaciones		7	12.554	2.764	7.736	450	8	5.326
Acciones cotizadas			3.542	487	211	123	0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		7	9.012	1.139	2.195	326	8	.
Participaciones en fondos de inversión				1.138	5.331			.
Reservas técnicas de seguro		34	337	62	1	5.897	1	
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		548	3.735	1.443	219	107	444	470
<i>Patrimonio financiero neto ¹⁾</i>	-1.195	12.021	-9.148	743	534	-61	-5.283	
Cuenta financiera, pasivos								
Total de operaciones de pasivos		43	164	-77	45	26	355	70
Oro monetario y DEG								
Efectivo y depósitos			0	83	1	0	-9	1
Valores distintos de acciones a corto plazo			-6	-55	-3	0	-31	-6
Valores distintos de acciones a largo plazo			10	-19	9	1	143	7
Préstamos		45	15		42	-22	220	52
<i>de los cuales: a largo plazo</i>		41	10		20	1	70	.
Acciones y otras participaciones		0	75	-16	54	1	0	19
Acciones cotizadas			5	17	1	0	0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		0	70	2	-34	1	0	.
Participaciones en fondos de inversión				-34	87			.
Reservas técnicas de seguro		0	4	2	0	42	0	
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		-2	66	-72	-58	5	31	-2
<i>Variaciones del patrimonio financiero neto ¹⁾</i>	7	103	-10	38	10	-15	-119	-7
Cuenta de otras variaciones de pasivos								
Total de otras variaciones de pasivos		-4	328	-381	230	36	-222	153
Oro monetario y DEG								
Efectivo y depósitos			0	-189	0	0	0	17
Valores distintos de acciones a corto plazo			-1	2	0	0	0	0
Valores distintos de acciones a largo plazo			-20	-69	-8	1	-221	-36
Préstamos		5	-2		35	4	1	21
<i>de los cuales: a largo plazo</i>		5	-1		34	4	1	.
Acciones y otras participaciones		0	396	56	164	7	-1	212
Acciones cotizadas			266	-47	7	4	0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		0	129	100	19	3	-1	.
Participaciones en fondos de inversión				3	138			.
Reservas técnicas de seguro		0	-3	0	0	-7	0	
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		-9	-42	-181	39	30	-2	-60
<i>Otras variaciones del patrimonio financiero neto ¹⁾</i>	126	112	-200	123	-43	-89	223	-91
Balance al final del período, pasivos								
Total activos financieros		6.627	26.655	31.629	14.404	6.835	8.957	14.895
Oro monetario y DEG								
Efectivo y depósitos			30	22.413	26	0	253	2.647
Valores distintos de acciones a corto plazo			70	633	76	0	703	235
Valores distintos de acciones a largo plazo			809	4.526	2.741	41	5.799	2.873
Préstamos		6.049	8.625	3.406	263	1.720	3.176	
<i>de los cuales: a largo plazo</i>		5.689	6.029	1.875	108	1.360	.	
Acciones y otras participaciones		7	13.024	2.805	7.954	458	7	5.557
Acciones cotizadas			3.813	457	218	127	0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		7	9.211	1.241	2.180	330	7	.
Participaciones en fondos de inversión				1.107	5.556			.
Reservas técnicas de seguro		34	338	64	1	5.932	1	
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		537	3.759	1.190	200	142	473	407
<i>Patrimonio financiero neto ¹⁾</i>	-1.062	12.237	-9.358	903	501	-166	-5.180	

Fuente: BCE.

3.2 Cuentas no financieras de la zona del euro

(mm de euros; flujos acumulados de cuatro trimestres)

Empleos	2006	2007	2008	2009 I- 2009 IV	2009 II- 2010 I	2009 III- 2010 II	2009 IV- 2010 III	2010 I- 2010 IV
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	4.440	4.424	4.428	4.445	4.460	4.483
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción	127	136	132	113	109	109	113	115
Consumo de capital fijo	1.253	1.320	1.383	1.399	1.399	1.403	1.409	1.416
<i>Excedente neto de explotación y renta mixta</i> ¹⁾	2.191	2.344	2.327	2.124	2.144	2.177	2.196	2.218
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	3.636	3.882	2.941	2.811	2.748	2.744	2.779
Intereses	1.657	2.085	2.325	1.603	1.485	1.424	1.404	1.406
Otras rentas de la propiedad	1.377	1.551	1.557	1.338	1.326	1.324	1.340	1.373
<i>Renta nacional neta</i> ¹⁾	7.329	7.727	7.784	7.527	7.566	7.625	7.685	7.744
Cuenta de distribución secundaria de la renta								
Renta nacional neta								
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	1.028	1.113	1.122	1.013	1.013	1.021	1.027	1.037
Cotizaciones sociales	1.542	1.598	1.668	1.673	1.678	1.684	1.691	1.703
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	1.555	1.602	1.672	1.786	1.805	1.816	1.824	1.833
Otras transferencias corrientes	723	753	787	786	790	788	791	785
Primas netas de seguros no vida	180	184	188	183	183	181	180	180
Derechos de seguros no vida	180	184	189	183	183	181	181	180
Otras	363	385	410	419	424	425	429	425
<i>Renta disponible neta</i> ¹⁾	7.237	7.633	7.679	7.418	7.452	7.511	7.567	7.628
Cuenta de utilización de la renta								
Renta disponible neta								
Gasto en consumo final	6.646	6.910	7.167	7.178	7.213	7.253	7.301	7.348
Gasto en consumo individual	5.956	6.197	6.419	6.395	6.428	6.466	6.513	6.559
Gasto en consumo colectivo	689	712	748	783	785	787	788	788
Ajuste por variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones	64	65	71	66	65	63	62	61
<i>Ahorro neto</i> ¹⁾	592	724	513	240	239	258	266	280
Cuenta de capital								
Ahorro neto								
Formación bruta de capital	1.879	2.033	2.045	1.712	1.691	1.727	1.752	1.777
Formación bruta de capital fijo	1.857	1.991	2.018	1.782	1.759	1.765	1.774	1.787
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos	22	42	27	-70	-68	-38	-22	-10
Consumo de capital fijo								
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos	0	-1	0	1	2	1	1	1
Transferencias de capital	170	153	152	185	194	188	201	211
Impuestos sobre el capital	23	24	24	34	34	30	30	25
Otras transferencias de capital	148	128	128	151	159	158	172	186
<i>Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital)</i> ¹⁾	-20	27	-140	-66	-44	-59	-70	-71

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	2009 I- 2009 IV	2009 II- 2010 I	2009 III- 2010 II	2009 IV- 2010 III	2010 I- 2010 IV
Cuenta de explotación								
Valor añadido bruto (precios básicos)	7.647	8.061	8.282	8.060	8.080	8.132	8.178	8.232
Impuestos menos subvenciones sobre los productos	915	961	947	892	894	910	930	938
Producto interior bruto (precios de mercado) ²⁾	8.562	9.022	9.228	8.952	8.975	9.042	9.107	9.170
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	2.344	2.327	2.124	2.144	2.177	2.196	2.218
Remuneración de los asalariados	4.083	4.269	4.446	4.430	4.434	4.451	4.467	4.489
Impuestos menos subvenciones sobre la producción	1.055	1.105	1.085	1.022	1.021	1.035	1.058	1.068
Rentas de la propiedad	3.035	3.646	3.808	2.892	2.777	2.710	2.710	2.747
Intereses	1.628	2.048	2.264	1.544	1.431	1.375	1.355	1.354
Otras rentas de la propiedad	1.407	1.598	1.544	1.348	1.346	1.335	1.355	1.393
<i>Renta nacional neta</i>								
Cuenta de distribución secundaria de la renta								
Renta nacional neta	7.329	7.727	7.784	7.527	7.566	7.625	7.685	7.744
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	1.033	1.120	1.130	1.019	1.018	1.025	1.032	1.041
Cotizaciones sociales	1.541	1.597	1.668	1.673	1.678	1.684	1.691	1.703
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	1.547	1.593	1.664	1.779	1.798	1.808	1.816	1.825
Otras transferencias corrientes	634	662	683	679	679	678	676	672
Primas netas de seguros no vida	180	184	189	183	183	181	181	180
Derechos de seguros no vida	177	182	186	180	180	178	177	176
Otras	278	296	308	316	317	318	318	316
<i>Renta disponible neta</i>								
Cuenta de utilización de la renta								
Renta disponible neta	7.237	7.633	7.679	7.418	7.452	7.511	7.567	7.628
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	66	65	63	62	62
<i>Ahorro neto</i>								
Cuenta de capital								
Ahorro neto	592	724	513	240	239	258	266	280
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	1.320	1.383	1.399	1.399	1.403	1.409	1.416
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos								
Transferencias de capital	185	168	162	194	204	197	210	222
Impuestos sobre el capital	23	24	24	34	34	30	30	25
Otras transferencias de capital	162	143	138	160	169	167	181	197
<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	2009 I- 2009 IV	2009 II- 2010 I	2009 III- 2010 II	2009 IV- 2010 III	2010 I- 2010 IV
Renta, ahorro y variaciones del patrimonio neto								
Remuneración de los asalariados (+)	4.083	4.269	4.446	4.430	4.434	4.451	4.467	4.489
Excedente bruto de explotación y renta mixta (+)	1.421	1.492	1.536	1.485	1.484	1.487	1.493	1.500
Intereses, recursos (+)	264	313	347	241	223	215	212	212
Intereses, empleos (-)	167	217	245	146	135	129	127	127
Otras rentas de la propiedad, recursos (+)	748	807	818	735	732	715	725	732
Otras rentas de la propiedad, empleos (-)	10	10	10	10	10	10	10	10
Impuestos corrientes sobre la renta y el patrimonio (-)	794	853	892	861	859	860	864	868
Cotizaciones sociales netas (-)	1.537	1.594	1.663	1.669	1.673	1.679	1.686	1.698
Prestaciones sociales netas (+)	1.542	1.587	1.658	1.773	1.791	1.802	1.809	1.818
Transferencias corrientes netas, recursos (+)	67	71	72	80	81	81	80	78
= Renta disponible bruta	5.617	5.866	6.066	6.058	6.068	6.071	6.099	6.127
Gasto en consumo final (-)	4.909	5.104	5.271	5.195	5.221	5.251	5.293	5.336
Variación en el patrimonio neto de los fondos de pensiones (+)	64	64	70	66	65	63	62	61
= Ahorro bruto	772	826	866	928	911	883	869	853
Consumo de capital fijo (-)	342	365	381	383	383	385	387	389
Transferencias netas de capital, recursos (+)	19	13	2	14	11	9	9	14
Otras variaciones del patrimonio neto (+)	2.612	1.416	-2.294	-251	793	853	950	1.027
= Variaciones del patrimonio neto	3.061	1.891	-1.807	309	1.332	1.361	1.441	1.505
Inversión, financiación y variaciones del patrimonio neto								
Adquisiciones netas de activos no financieros (+)	608	645	637	551	541	543	546	550
Consumo de capital fijo (-)	342	365	381	383	383	385	387	389
Inversión financiera: principales partidas (+)								
Activos a corto plazo	318	420	452	-17	-97	-83	-33	53
Efectivo y depósitos	285	350	438	120	64	63	89	119
Participaciones en fondos del mercado monetario	1	39	-10	-48	-84	-84	-95	-54
Valores distintos de acciones ¹⁾	32	31	24	-90	-77	-62	-27	-12
Activos a largo plazo	296	119	31	534	609	564	456	365
Depósitos	1	-31	-28	90	118	110	87	60
Valores distintos de acciones	17	21	30	48	26	36	-7	-11
Acciones y otras participaciones	8	-79	-101	169	211	170	131	84
Acciones cotizadas y no cotizadas y otras participaciones	0	2	23	110	120	99	60	60
Participaciones en fondos de inversión	8	-82	-124	59	92	71	71	24
Reservas de seguro de vida y reservas de fondos de pensiones	269	209	130	227	254	247	244	232
Financiación: principales partidas (-)								
Préstamos	404	373	212	114	128	136	140	137
de los cuales: de IFM de la zona del euro	350	283	82	65	108	136	135	148
Otras variaciones de los activos (+)								
Activos no financieros	2.061	1.426	-898	-758	-111	434	777	842
Activos financieros	555	17	-1.469	480	885	430	200	210
Acciones y otras participaciones	458	9	-1.245	234	510	169	50	184
Reservas de seguro de vida y reservas de fondos de pensiones	66	8	-244	177	266	172	114	70
Otros flujos netos (+)	-30	2	34	15	17	-5	22	10
= Variaciones del patrimonio neto	3.061	1.891	-1.807	309	1.332	1.361	1.441	1.505
Balance								
Activos no financieros (+)	25.652	27.358	26.716	26.127	26.164	26.625	26.989	27.130
Activos financieros (+)								
Activos a corto plazo	4.809	5.264	5.800	5.768	5.725	5.767	5.753	5.828
Efectivo y depósitos	4.462	4.852	5.322	5.475	5.447	5.507	5.499	5.598
Participaciones en fondos del mercado monetario	255	293	324	244	233	216	201	190
Valores distintos de acciones ¹⁾	91	120	154	50	45	44	52	39
Activos a largo plazo	11.926	12.026	10.521	11.549	11.817	11.702	11.942	12.114
Depósitos	1.018	953	894	964	991	1.002	1.009	1.025
Valores distintos de acciones	1.242	1.260	1.314	1.433	1.447	1.444	1.435	1.367
Acciones y otras participaciones	5.097	5.028	3.641	4.078	4.174	4.018	4.161	4.345
Acciones cotizadas y no cotizadas y otras participaciones	3.622	3.680	2.663	2.929	2.984	2.853	2.947	3.094
Participaciones en fondos de inversión	1.475	1.348	979	1.149	1.190	1.166	1.214	1.251
Reservas de seguro de vida y reservas de fondos de pensiones	4.569	4.786	4.672	5.075	5.205	5.238	5.337	5.377
Otros activos netos (+)	309	303	315	318	296	310	325	344
Pasivos (-)								
Préstamos	5.228	5.591	5.799	5.900	5.907	5.972	5.999	6.049
de los cuales: de IFM de la zona del euro	4.560	4.831	4.906	4.961	4.979	5.132	5.151	5.206
= Patrimonio neto	37.470	39.360	37.553	37.862	38.095	38.432	39.010	39.367

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	2009 I- 2009 IV	2009 II- 2010 I	2009 III- 2010 II	2009 IV- 2010 III	2010 I- 2010 IV
Renta y ahorro								
Valor añadido bruto (precios básicos) (+)	4.375	4.647	4.762	4.525	4.537	4.578	4.613	4.658
Remuneración de los asalariados (-)	2.589	2.719	2.840	2.787	2.785	2.796	2.808	2.828
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción (-)	74	80	76	62	58	56	60	60
= Excedente bruto de explotación (+)	1.712	1.848	1.846	1.676	1.695	1.726	1.746	1.770
Consumo de capital fijo (-)	706	740	777	787	786	786	789	792
= Excedente neto de explotación (+)	1.006	1.108	1.069	888	909	940	957	978
Rentas de la propiedad, recursos (+)	504	596	587	482	477	484	485	495
Intereses, recursos	172	204	218	147	136	130	127	125
Otras rentas de la propiedad, recursos	332	393	369	334	340	354	358	370
Intereses y otras rentas, empleos (-)	288	354	404	287	268	257	252	253
= Renta empresarial neta (+)	1.222	1.351	1.253	1.083	1.118	1.167	1.190	1.221
Renta distribuida (-)	926	988	1.012	908	899	903	913	938
Impuestos sobre la renta y el patrimonio, empleos (-)	190	211	197	125	126	134	136	142
Cotizaciones sociales, recursos (+)	75	64	67	69	69	69	69	70
Prestaciones sociales, empleos (-)	61	62	65	67	67	68	68	68
Otras transferencias corrientes netas (-)	65	57	61	62	63	64	64	64
= Ahorro neto	54	96	-16	-11	33	68	79	79
Inversión, financiación y ahorro								
Adquisiciones netas de activos no financieros (+)	307	376	340	77	71	115	137	160
Formación bruta de capital fijo (+)	989	1.076	1.094	936	927	939	948	963
Consumo de capital fijo (-)	706	740	777	787	786	786	789	792
Adquisiciones netas de otros activos no financieros (+)	24	40	22	-72	-69	-38	-23	-11
Inversión financiera: principales partidas (+)								
Activos a corto plazo	165	162	62	49	76	33	30	-8
Efectivo y depósitos	146	154	15	90	98	58	49	66
Participaciones en fondos del mercado monetario	2	-19	30	38	4	-21	-27	-32
Valores distintos de acciones ¹⁾	18	27	17	-79	-27	-4	8	-42
Activos a largo plazo	485	743	660	312	264	346	434	538
Depósitos	23	-26	26	0	-10	-9	-7	-12
Valores distintos de acciones	2	8	-45	11	-13	40	50	85
Acciones y otras participaciones	307	458	337	117	99	69	110	189
Otros (principalmente préstamos entre empresas relacionadas)	153	303	341	183	188	246	281	277
Otros activos netos (+)	74	158	-15	40	126	38	19	-54
Financiación: principales partidas (-)								
Deuda	658	882	708	165	181	178	255	241
de la cual: préstamos de IFM de la zona del euro	444	538	393	-116	-98	-90	-33	-15
de la cual: valores distintos de acciones	36	33	52	84	103	83	69	63
Acciones y otras participaciones	246	392	278	240	241	204	207	239
Acciones cotizadas	32	55	6	67	67	47	37	31
Acciones no cotizadas y otras participaciones	214	338	271	173	173	157	169	208
Transferencias netas de capital, recursos (-)	72	69	74	81	80	80	79	75
= Ahorro neto	54	96	-16	-11	33	68	79	79
Balance financiero								
Activos financieros								
Activos a corto plazo	1.665	1.815	1.893	1.971	1.941	1.932	1.946	1.964
Efectivo y depósitos	1.367	1.507	1.537	1.634	1.604	1.610	1.625	1.695
Participaciones en fondos del mercado monetario	183	159	185	206	198	181	181	175
Valores distintos de acciones ¹⁾	116	150	171	131	140	142	140	94
Activos a largo plazo	9.995	10.941	9.308	10.369	10.698	10.624	10.993	11.403
Depósitos	102	105	127	109	111	116	118	99
Valores distintos de acciones	280	288	251	220	232	259	257	307
Acciones y otras participaciones	7.479	8.096	6.126	7.033	7.249	7.026	7.351	7.681
Otros (principalmente préstamos entre empresas relacionadas)	2.134	2.451	2.803	3.008	3.105	3.224	3.266	3.316
Otros activos netos (+)	262	306	342	339	382	358	370	202
Pasivos								
Deuda	7.849	8.708	9.441	9.627	9.715	9.801	9.845	9.843
de la cual: préstamos de IFM de la zona del euro	3.947	4.472	4.864	4.700	4.705	4.723	4.703	4.684
de la cual: valores distintos de acciones	644	654	710	821	871	880	896	879
Acciones y otras participaciones	13.156	14.336	10.791	12.215	12.445	11.910	12.554	13.024
Acciones cotizadas	4.554	5.056	2.933	3.515	3.590	3.316	3.542	3.813
Acciones no cotizadas y otras participaciones	8.601	9.281	7.858	8.700	8.855	8.595	9.012	9.211

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	2009 I- 2009 IV	2009 II- 2010 I	2009 III- 2010 II	2009 IV- 2010 III	2010 I- 2010 IV
Cuenta financiera, operaciones financieras								
Inversión financiera: principales partidas (+)								
Activos a corto plazo	22	30	91	-39	-46	-10	12	-15
Efectivo y depósitos	12	7	57	-33	-21	2	6	-10
Participaciones en fondos del mercado monetario	3	2	20	9	1	12	11	-6
Valores distintos de acciones ¹⁾	7	22	14	-15	-26	-24	-6	0
Activos a largo plazo	325	198	93	287	314	271	251	221
Depósitos	62	46	-10	19	1	-6	-6	-9
Valores distintos de acciones	156	87	43	91	105	137	152	149
Préstamos	1	-14	38	14	15	15	15	29
Acciones cotizadas	-7	0	3	-68	-75	-73	3	0
Acciones no cotizadas y otras participaciones	19	17	17	-2	2	4	3	5
Participaciones en fondos de inversión	95	63	2	234	266	195	84	45
Otros activos netos (+)	15	4	27	8	24	13	14	9
Financiación: principales partidas (-)								
Valores distintos de acciones	5	4	6	5	3	4	1	0
Préstamos	50	-2	24	-26	-17	-9	11	7
Acciones y otras participaciones	9	3	6	3	2	3	3	3
Reservas técnicas de seguro	297	259	112	252	292	282	274	249
Particip. neta hogares en reservas seguros de vida y fondos de pensiones	277	214	121	240	273	266	260	233
Reservas para primas y para siniestros	21	45	-9	12	19	16	14	16
= Variaciones del patrimonio financiero neto derivadas de operaciones	0	-32	63	23	12	-5	-13	-44
Cuenta de otras variaciones								
Otras variaciones de los activos financieros (+)								
Acciones y otras participaciones	166	19	-544	197	315	151	92	86
Otros activos netos	-6	-25	51	40	89	112	102	-5
Otras variaciones de los pasivos (-)								
Acciones y otras participaciones	25	-4	-170	15	75	31	-6	2
Reservas técnicas de seguro	123	17	-249	183	267	177	118	81
Particip. neta hogares en reservas seguros de vida y fondos de pensiones	64	17	-250	184	269	177	120	84
Reservas para primas y para siniestros	59	1	1	0	-3	-1	-2	-3
= Otras variaciones del patrimonio financiero neto	12	-19	-74	39	62	55	82	-2
Balance financiero								
Activos financieros (+)								
Activos a corto plazo	296	322	416	372	383	397	394	365
Efectivo y depósitos	157	163	224	195	196	206	203	190
Participaciones en fondos del mercado monetario	80	80	98	99	103	108	107	94
Valores distintos de acciones ¹⁾	59	79	94	78	84	82	84	81
Activos a largo plazo	5.279	5.482	5.034	5.586	5.775	5.764	5.885	5.875
Depósitos	598	646	634	651	650	645	648	643
Valores distintos de acciones	2.054	2.123	2.170	2.321	2.406	2.443	2.511	2.452
Préstamos	430	416	451	466	474	479	480	496
Acciones cotizadas	709	698	411	424	441	414	437	443
Acciones no cotizadas y otras participaciones	403	444	412	424	426	427	423	435
Participaciones en fondos de inversión	1.085	1.156	955	1.299	1.378	1.356	1.386	1.406
Otros activos netos (+)	210	204	280	269	291	307	325	288
Pasivos (-)								
Valores distintos de acciones	20	23	31	39	40	40	39	41
Préstamos	256	252	278	251	262	268	280	263
Acciones y otras participaciones	600	599	435	453	471	444	450	458
Reservas técnicas de seguro	5.028	5.305	5.168	5.602	5.755	5.798	5.897	5.932
Particip. neta hogares en reservas seguros de vida y fondos de pensiones	4.252	4.482	4.353	4.777	4.912	4.951	5.053	5.093
Reservas para primas y para siniestros	777	822	814	826	843	847	844	839
= Riqueza financiera neta	-119	-170	-181	-119	-79	-83	-61	-166

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

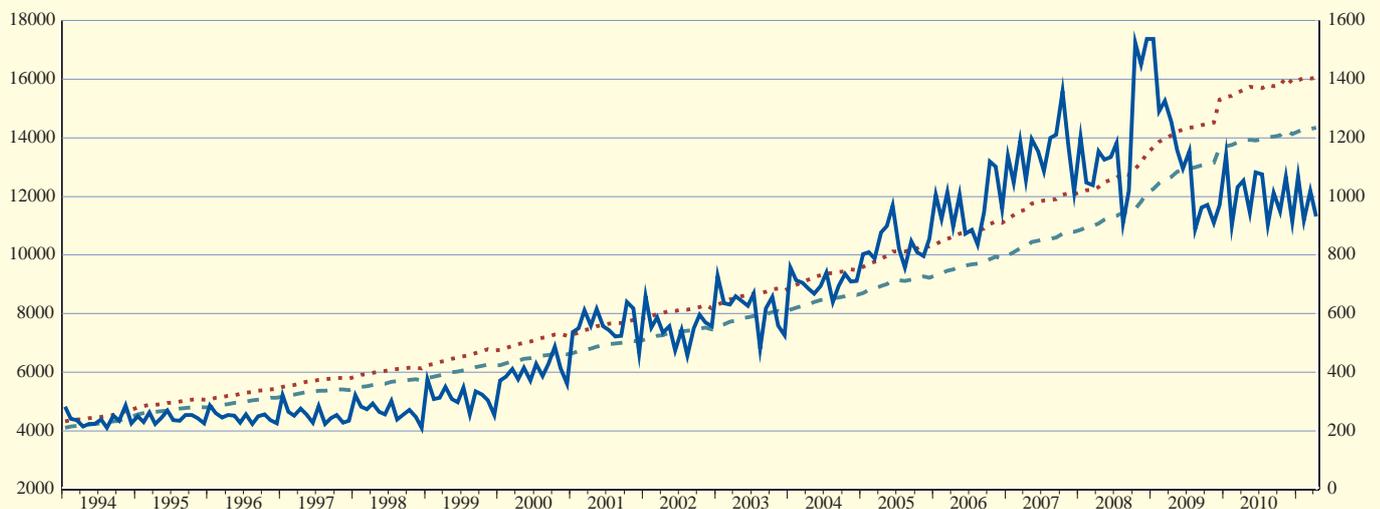
(mm de euros y tasas de crecimiento del período; datos desestacionalizados; operaciones realizadas en el mes y saldos vivos a fin de período; valores nominales)

	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												
2010 Abr	16.179,9	1.004,0	44,3	13.900,3	948,0	52,2	15.626,3	1.054,4	75,8	5,2	48,6	3,0
May	16.187,4	867,6	9,1	13.937,4	839,6	38,5	15.733,5	944,1	57,1	4,3	-6,9	2,4
Jun	16.172,4	1.049,4	7,7	13.913,0	984,0	-1,5	15.714,8	1.081,4	-12,3	3,7	8,1	2,6
Jul	16.193,5	1.008,7	22,1	13.960,1	969,9	48,2	15.689,1	1.075,7	15,3	3,3	47,6	2,4
Ago	16.258,3	840,9	65,1	14.022,2	800,6	62,4	15.795,2	902,8	82,1	3,7	143,6	4,4
Sep	16.276,8	984,9	18,9	14.040,0	908,3	18,2	15.749,5	1.013,2	4,7	3,1	48,6	3,8
Oct	16.284,6	887,8	10,4	14.077,8	843,0	40,4	15.787,9	950,1	52,9	3,2	24,0	3,4
Nov	16.464,2	992,5	180,8	14.276,5	953,5	199,8	16.071,7	1.066,5	239,0	4,3	211,6	6,3
Dic	16.297,5	874,9	-165,3	14.127,0	842,2	-148,0	15.876,6	914,5	-187,2	3,5	-140,7	4,3
2011 Ene	16.378,1	1.003,2	79,8	14.202,7	952,6	75,0	15.950,8	1.068,3	92,8	3,7	104,0	5,0
Feb	16.481,1	865,9	103,9	14.297,8	813,4	96,1	16.046,4	919,1	101,5	4,1	54,1	3,8
Mar	16.485,9	979,3	3,9	14.293,8	912,3	-5,0	16.026,0	1.019,1	2,8	3,4	-12,0	3,0
Abr	.	.	.	14.339,7	847,0	46,5	16.051,1	930,6	50,1	3,2	22,4	3,0
A largo plazo												
2010 Abr	14.640,5	246,8	45,9	12.481,7	223,5	46,4	13.991,4	255,3	67,0	7,0	53,0	4,5
May	14.651,7	154,4	11,7	12.515,0	148,4	33,6	14.096,6	181,7	58,0	5,9	-5,7	3,5
Jun	14.656,3	272,7	28,9	12.520,3	245,5	29,8	14.110,7	265,3	23,7	5,0	5,8	4,1
Jul	14.689,8	260,6	34,6	12.555,6	241,2	36,5	14.088,3	268,7	14,6	4,7	57,2	3,4
Ago	14.721,1	140,8	32,1	12.586,7	127,4	32,0	14.153,9	152,8	43,6	4,7	104,6	4,7
Sep	14.724,7	268,4	4,0	12.600,7	228,3	14,3	14.111,5	258,7	4,5	4,1	38,0	3,7
Oct	14.762,2	222,3	37,7	12.650,2	195,5	49,6	14.167,3	233,2	65,8	4,1	58,1	3,7
Nov	14.906,5	338,4	145,3	12.809,5	321,8	160,3	14.399,2	360,3	191,3	4,8	159,8	6,2
Dic	14.865,4	186,6	-38,6	12.786,2	179,4	-20,7	14.343,4	193,6	-48,5	4,7	-47,3	5,4
2011 Ene	14.934,6	308,9	70,7	12.839,0	277,9	54,3	14.393,2	320,1	69,9	4,8	124,6	6,3
Feb	15.037,9	283,5	103,6	12.932,3	252,8	93,7	14.478,7	284,8	90,0	5,0	38,7	5,3
Mar	15.054,8	305,6	16,2	12.954,3	269,4	21,2	14.476,2	303,7	18,1	4,3	11,0	4,9
Abr	.	.	.	13.018,6	277,3	64,6	14.521,9	307,5	67,3	4,3	51,9	4,8

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	15.291	5.372	3.235	798	5.418	469	1.126	734	69	80	215	29
2010	15.877	5.249	3.295	848	5.932	553	1.006	625	79	69	205	28
2010 II	15.715	5.448	3.232	842	5.675	518	1.027	661	65	77	194	30
2010 III	15.750	5.421	3.224	842	5.735	529	997	631	77	65	196	29
2010 IV	15.877	5.249	3.295	848	5.932	553	977	566	109	63	206	32
2011 I	16.026	5.351	3.265	823	6.024	563	1.002	592	88	59	220	43
2011 Ene	15.951	5.297	3.316	816	5.978	544	1.068	629	82	63	249	45
2011 Feb	16.046	5.355	3.308	820	6.021	542	919	560	80	51	194	35
2011 Mar	16.026	5.351	3.265	823	6.024	563	1.019	587	102	62	218	51
2011 Abr	16.051	5.340	3.264	821	6.059	567	931	518	98	53	216	46
	A corto plazo											
2009	1.638	733	89	71	714	31	876	635	25	63	133	20
2010	1.533	572	118	65	724	53	758	534	33	57	115	19
2010 II	1.604	734	95	73	673	29	793	570	34	64	106	19
2010 III	1.638	743	94	71	689	41	770	545	31	55	118	21
2010 IV	1.533	572	118	65	724	53	715	484	38	52	117	24
2011 I	1.550	618	112	70	700	51	699	462	40	49	118	30
2011 Ene	1.558	593	120	70	727	47	748	496	30	53	132	36
2011 Feb	1.568	615	116	71	726	40	634	428	33	46	106	21
2011 Mar	1.550	618	112	70	700	51	715	460	57	47	117	34
2011 Abr	1.529	604	116	66	694	50	623	414	28	44	105	32
	A largo plazo ²⁾											
2009	13.653	4.639	3.146	727	4.704	438	251	99	44	17	82	9
2010	14.343	4.677	3.177	783	5.207	499	248	91	46	12	90	9
2010 II	14.111	4.714	3.137	769	5.002	489	234	91	31	13	88	11
2010 III	14.111	4.678	3.129	771	5.046	488	227	86	46	9	78	8
2010 IV	14.343	4.677	3.177	783	5.207	499	262	83	72	11	89	8
2011 I	14.476	4.733	3.153	753	5.324	512	303	130	47	10	102	13
2011 Ene	14.393	4.704	3.195	747	5.251	497	320	133	52	10	117	9
2011 Feb	14.479	4.740	3.192	749	5.295	502	285	131	46	5	88	14
2011 Mar	14.476	4.733	3.153	753	5.324	512	304	127	44	15	101	17
2011 Abr	14.522	4.736	3.148	755	5.365	517	307	104	70	9	111	14
	del cual: a tipo fijo											
2009	8.829	2.586	1.036	593	4.262	351	173	60	18	16	72	6
2010	9.502	2.659	1.100	667	4.699	377	156	50	13	10	77	6
2010 II	9.312	2.663	1.085	649	4.543	372	156	47	12	11	80	6
2010 III	9.335	2.650	1.072	653	4.592	369	141	48	12	8	68	5
2010 IV	9.502	2.659	1.100	667	4.699	377	143	43	19	11	65	6
2011 I	9.664	2.730	1.106	652	4.789	388	196	79	12	8	87	9
2011 Ene	9.519	2.676	1.103	647	4.718	375	196	84	6	8	92	6
2011 Feb	9.603	2.715	1.101	650	4.759	379	190	80	16	5	79	10
2011 Mar	9.664	2.730	1.106	652	4.789	388	203	74	15	12	90	12
2011 Abr	9.688	2.734	1.104	656	4.803	391	183	68	18	8	80	9
	del cual: a tipo variable											
2009	4.387	1.765	2.043	123	370	85	62	28	25	1	6	2
2010	4.370	1.739	1.972	108	430	121	77	34	29	1	10	4
2010 II	4.331	1.762	1.966	110	378	115	65	37	17	1	5	6
2010 III	4.334	1.748	1.979	109	381	117	73	29	33	1	6	3
2010 IV	4.370	1.739	1.972	108	430	121	102	33	44	1	22	2
2011 I	4.316	1.715	1.928	94	456	123	86	41	29	1	11	4
2011 Ene	4.386	1.747	1.980	93	447	119	99	38	40	1	18	3
2011 Feb	4.377	1.739	1.977	93	448	121	75	40	24	0	7	3
2011 Mar	4.316	1.715	1.928	94	456	123	84	44	24	2	9	5
2011 Abr	4.325	1.717	1.910	93	480	124	102	30	40	0	26	4

Fuente: BCE.

- 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.
- 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

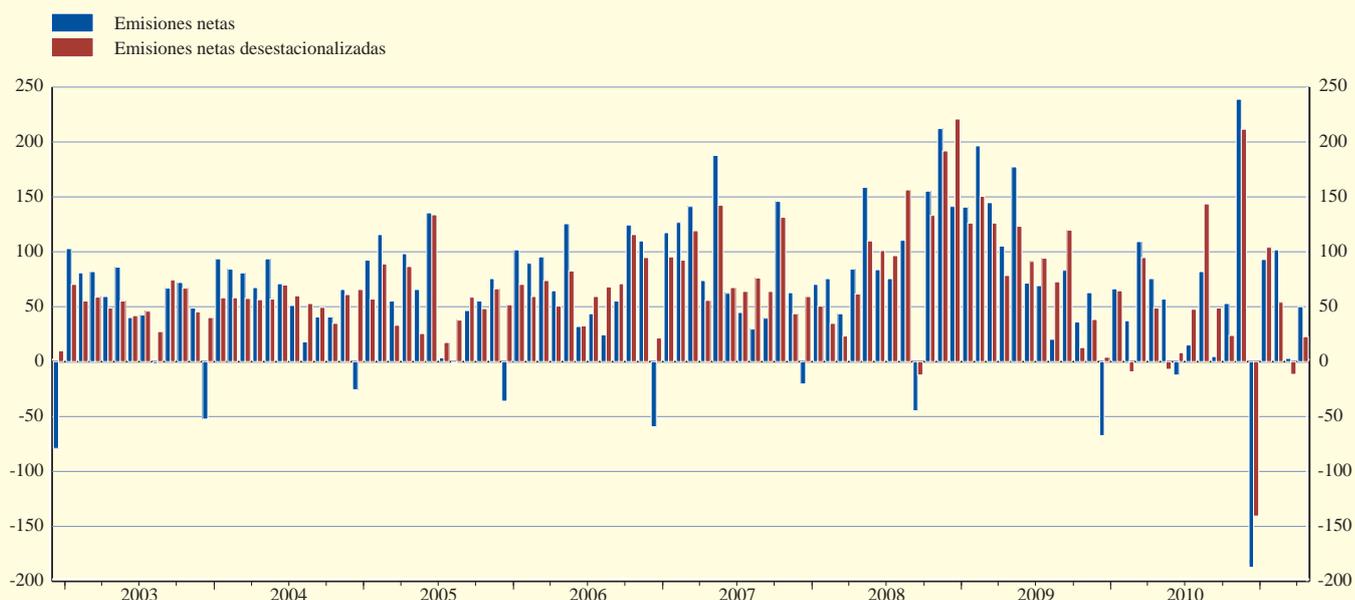
(mm de euros, salvo indicación en contrario; operaciones realizadas en el período; valores nominales)

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	86,6	10,2	18,9	8,5	44,9	4,1	86,4	10,1	18,5	8,2	45,4	4,2
2010	45,0	-1,0	4,1	5,1	31,6	5,3	44,5	-1,3	4,0	5,1	31,8	4,9
2010 II	40,2	-13,0	7,8	4,9	33,3	7,3	16,6	-15,5	2,4	0,7	21,7	7,3
2010 III	34,0	2,7	1,7	2,7	22,4	4,6	79,9	12,1	25,5	5,0	31,2	6,1
2010 IV	34,9	-19,4	22,6	1,2	22,9	7,6	31,6	-9,2	-13,7	4,1	48,0	2,4
2011 I	65,7	43,1	-18,7	4,5	32,5	4,3	48,7	27,0	-0,7	3,4	11,0	8,0
2011 Ene	92,8	58,4	-9,6	3,8	48,3	-8,1	104,0	49,4	22,8	0,9	26,5	4,5
2011 Feb	101,5	61,9	-6,2	4,0	43,6	-1,8	54,1	34,1	5,0	2,4	13,9	-1,3
2011 Mar	2,8	9,1	-40,2	5,8	5,5	22,7	-12,0	-2,5	-30,0	6,9	-7,4	20,9
2011 Abr	50,1	2,4	3,5	0,9	37,7	5,6	22,4	-8,6	2,1	-3,2	27,9	4,2
	A largo plazo											
2009	87,3	15,0	22,0	12,5	33,0	4,7	87,2	15,1	21,7	12,6	33,1	4,7
2010	54,1	2,0	1,7	5,6	41,3	3,5	54,2	2,0	1,6	5,6	41,5	3,5
2010 II	49,6	-8,0	3,1	6,0	43,0	5,4	17,7	-17,9	-1,9	2,1	30,2	5,2
2010 III	20,9	-1,4	1,9	3,2	16,7	0,5	66,6	6,3	24,2	5,0	28,8	2,3
2010 IV	69,5	-4,9	14,7	3,1	53,1	3,5	56,8	7,2	-21,0	4,6	64,1	2,0
2011 I	59,3	27,5	-16,0	2,4	40,5	4,9	58,1	18,0	2,4	3,0	30,0	4,8
2011 Ene	69,9	38,7	-10,1	-2,2	45,2	-1,8	124,6	46,2	25,0	-1,1	55,9	-1,3
2011 Feb	90,0	39,5	-2,2	2,9	45,1	4,7	38,7	13,8	5,9	2,0	10,7	6,3
2011 Mar	18,1	4,3	-35,7	6,6	31,1	11,7	11,0	-6,1	-23,6	8,2	23,2	9,3
2011 Abr	67,3	14,3	-1,6	5,1	43,2	6,2	51,9	4,2	-1,9	2,9	41,6	5,1

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.

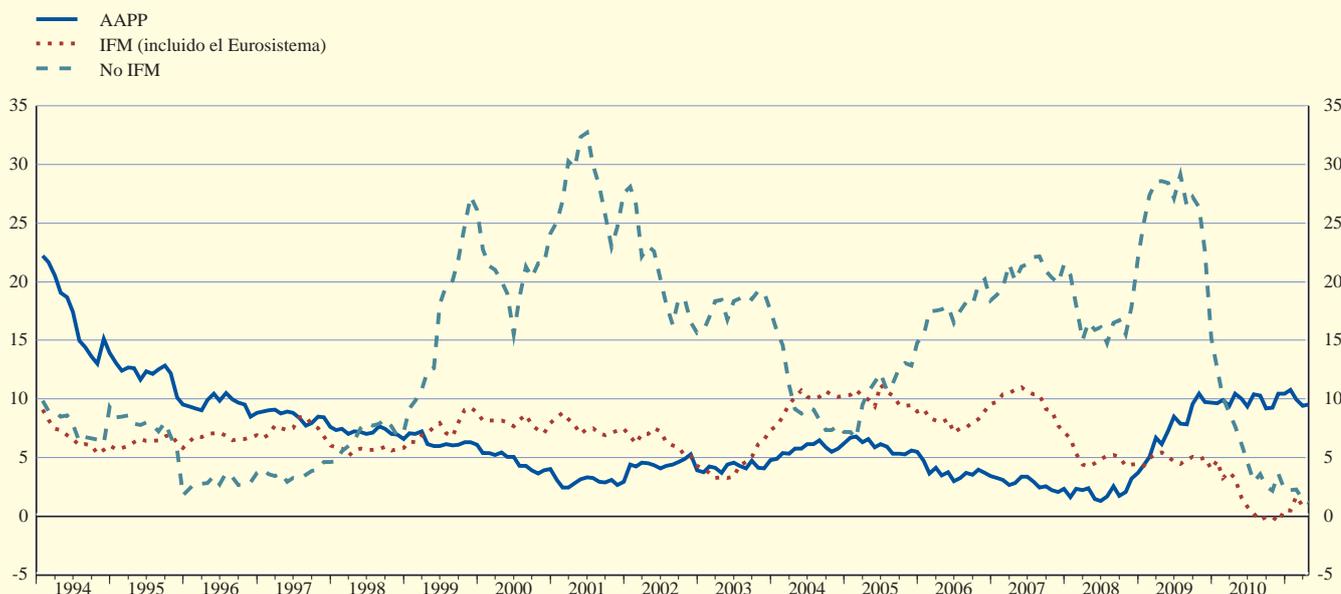
4.3 Tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro ¹⁾

(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											
2010 Abr	5,2	1,3	3,4	16,3	8,7	7,5	3,0	2,2	-3,3	13,5	5,7	5,9
May	4,3	-0,2	2,7	15,1	8,2	7,7	2,4	0,0	-2,4	12,8	5,7	7,3
Jun	3,7	-0,5	1,6	12,4	7,4	10,3	2,6	-0,9	0,8	8,4	5,3	14,5
Jul	3,3	-0,9	0,4	10,2	7,6	10,7	2,4	-2,4	0,6	8,1	6,2	17,0
Ago	3,7	-0,4	1,5	10,3	7,5	10,8	4,4	0,5	5,3	5,4	6,6	15,1
Sep	3,1	-0,4	0,8	8,7	6,5	11,9	3,8	-0,4	5,3	4,1	5,8	17,0
Oct	3,2	0,0	0,4	8,6	6,4	11,7	3,4	-2,0	4,3	4,0	7,0	17,5
Nov	4,3	0,1	2,5	8,5	8,1	12,6	6,3	0,2	7,8	4,4	10,5	18,3
Dic	3,5	-0,2	1,5	7,6	7,0	13,0	4,3	0,3	2,2	6,7	8,5	10,2
2011 Ene	3,7	0,1	1,6	7,2	7,1	13,2	5,0	2,7	2,6	6,3	8,0	9,9
Feb	4,1	1,6	2,3	5,5	6,7	11,8	3,8	2,8	-0,6	5,7	6,6	8,8
Mar	3,4	0,8	1,3	4,8	5,9	14,4	3,0	2,0	-2,6	5,5	6,1	12,1
Abr	3,2	0,5	1,2	3,3	6,0	14,5	3,0	3,1	-1,9	2,7	5,0	11,6
	A largo plazo											
2010 Abr	7,0	3,2	4,2	21,6	10,2	12,5	4,5	1,7	-2,9	15,9	9,6	12,2
May	5,9	1,6	3,1	18,6	10,0	10,7	3,5	-0,9	-2,4	12,8	9,9	10,0
Jun	5,0	0,8	1,8	16,0	9,0	13,1	4,1	-0,7	0,7	10,7	9,5	13,2
Jul	4,7	0,2	0,6	12,7	10,3	11,3	3,4	-3,1	0,7	9,1	10,3	10,6
Ago	4,7	-0,3	1,3	12,9	10,2	11,1	4,7	-1,1	4,5	7,0	9,9	9,5
Sep	4,1	-0,1	0,5	11,2	8,9	11,8	3,7	-1,5	4,3	5,7	7,4	9,8
Oct	4,1	-0,1	0,1	10,7	9,0	11,2	3,7	-1,7	3,3	5,8	8,4	10,2
Nov	4,8	-0,4	2,2	9,8	10,4	11,0	6,2	0,0	7,1	7,0	10,8	12,1
Dic	4,7	0,5	0,6	9,2	10,5	9,3	5,4	1,7	0,6	7,7	11,6	5,5
2011 Ene	4,8	0,5	0,8	8,3	11,0	8,4	6,3	4,2	0,8	7,6	11,7	6,3
Feb	5,0	1,7	1,2	6,7	10,1	8,7	5,3	4,5	-1,9	6,4	10,3	7,9
Mar	4,3	0,8	0,4	5,9	9,4	9,2	4,9	3,2	-3,5	6,1	11,5	8,5
Abr	4,3	0,9	0,2	5,2	9,5	9,6	4,8	3,6	-2,8	4,5	10,5	9,0

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	17,9	25,1	8,0	5,4	12,3	1,7	36,8	-1,9	-0,2	22,2
2010	8,8	5,6	6,6	19,6	9,9	8,7	-0,4	-3,8	0,8	-1,4	6,4	27,4
2010 II	9,7	7,3	7,3	23,2	10,1	9,4	-1,2	-4,3	0,1	-0,5	4,9	25,6
III	7,6	3,1	3,4	16,1	10,2	7,3	-1,4	-3,8	-1,4	-2,1	4,5	29,0
IV	7,0	2,8	3,2	12,5	9,7	7,2	-0,2	-3,2	-0,8	-1,0	12,2	25,5
2011 I	6,9	3,4	3,2	9,4	9,7	5,8	0,5	-1,9	-1,8	-1,3	19,1	19,8
2010 Nov	7,1	2,7	3,7	12,0	10,0	7,3	0,7	-3,9	0,5	-0,7	18,6	25,1
Dic	7,1	2,7	3,9	11,2	10,1	5,1	0,2	-1,6	-2,2	-0,5	15,9	25,8
2011 Ene	7,0	2,6	3,0	10,2	10,4	5,7	0,5	-1,8	-1,7	-0,5	17,9	18,5
Feb	6,9	4,3	3,2	8,6	9,2	5,9	1,1	-1,4	-1,2	-2,5	21,0	18,8
Mar	6,6	4,1	3,1	7,5	8,8	6,5	-0,4	-3,4	-2,6	-1,0	20,8	18,7
Abr	6,1	3,9	2,8	6,4	8,1	7,0	0,1	-2,9	-3,1	-1,4	25,4	18,9
En euros												
2009	10,1	9,0	21,3	23,4	8,2	4,4	14,7	3,8	39,3	-2,4	-0,4	21,4
2010	9,1	5,5	7,8	20,1	10,0	8,2	-0,2	-3,2	0,6	-1,8	5,9	26,0
2010 II	9,9	7,4	8,3	23,7	10,1	9,0	-1,2	-4,0	-0,5	-0,6	4,1	22,9
III	7,9	2,7	4,5	16,5	10,3	7,2	-1,2	-3,0	-1,7	-2,8	4,1	28,3
IV	7,2	1,6	4,3	12,9	10,0	6,6	0,2	-2,3	-1,2	-1,5	12,3	26,3
2011 I	7,0	2,3	3,5	9,8	9,9	4,6	1,0	-0,1	-2,6	-1,8	19,2	20,8
2010 Nov	7,2	1,3	4,5	12,3	10,2	6,8	1,0	-3,0	-0,3	-1,2	18,8	26,2
Dic	7,2	1,4	4,8	11,8	10,3	4,6	0,6	-0,2	-2,9	-1,0	16,1	27,5
2011 Ene	7,2	1,4	3,2	10,7	10,7	4,3	1,0	-0,1	-2,6	-0,7	18,1	19,5
Feb	7,0	3,2	3,4	9,0	9,4	4,7	1,8	0,7	-1,9	-2,8	21,0	19,9
Mar	6,7	3,3	3,0	7,9	9,0	5,1	0,2	-1,7	-3,4	-2,4	20,7	19,0
Abr	6,2	3,2	3,0	6,3	8,4	6,2	0,9	-1,4	-3,2	-2,8	25,4	18,8

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)

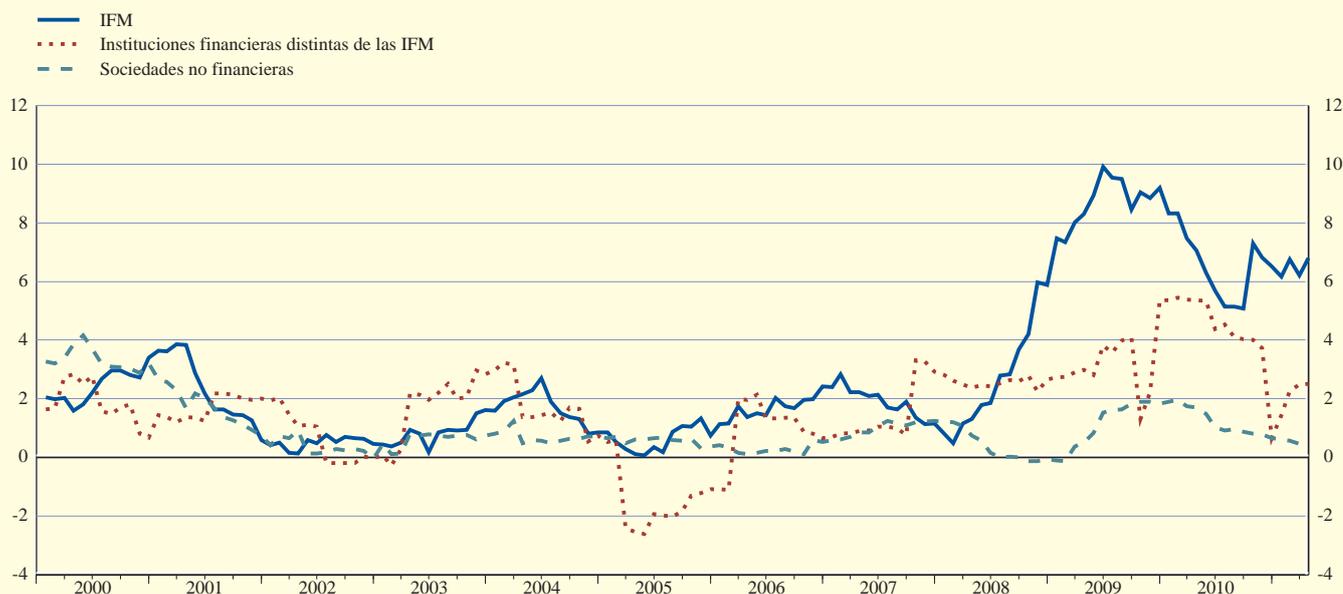
1. Saldos vivos y tasas de crecimiento interanual

(saldos vivos a fin de período)

	Total			IFM		Instituciones financieras distintas de las IFM		Sociedades no financieras	
	Total	Índice: Dic 2008 = 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
2009 Abr	3.459,1	100,7	1,6	410,4	8,3	276,0	3,0	2.772,7	0,5
May	3.605,5	101,0	1,9	448,8	8,9	284,7	2,8	2.872,1	0,8
Jun	3.557,5	101,8	2,7	445,3	9,9	280,8	3,8	2.831,3	1,5
Jul	3.842,8	102,0	2,7	505,7	9,6	302,5	3,6	3.034,6	1,6
Ago	4.041,3	102,0	2,7	568,4	9,5	323,1	4,0	3.149,8	1,6
Sep	4.210,4	102,1	2,8	588,4	8,4	353,6	4,1	3.268,3	1,8
Oct	4.065,1	102,3	2,7	563,3	9,0	328,3	1,3	3.173,5	1,9
Nov	4.079,4	102,6	2,7	563,8	8,8	319,9	2,2	3.195,8	1,9
Dic	4.411,1	103,0	3,0	566,0	9,2	350,9	5,4	3.494,2	1,8
2010 Ene	4.243,3	103,1	2,9	516,7	8,3	340,7	5,4	3.385,9	1,9
Feb	4.162,0	103,2	3,0	499,3	8,3	339,2	5,4	3.323,5	2,0
Mar	4.474,9	103,4	2,8	543,6	7,5	365,2	5,4	3.566,1	1,8
Abr	4.409,6	103,4	2,7	508,4	7,1	345,7	5,4	3.555,5	1,7
May	4.093,9	103,5	2,4	445,9	6,3	322,6	5,3	3.325,4	1,5
Jun	4.055,1	103,7	1,9	446,4	5,7	315,5	4,4	3.293,2	1,0
Jul	4.256,6	103,7	1,7	519,8	5,1	338,0	4,5	3.398,8	0,9
Ago	4.121,7	103,8	1,7	479,3	5,1	314,3	4,1	3.328,1	1,0
Sep	4.345,8	103,8	1,7	487,0	5,1	326,5	4,0	3.532,2	0,9
Oct	4.531,5	104,1	1,8	514,4	7,3	333,6	4,0	3.683,5	0,8
Nov	4.409,7	104,3	1,7	437,8	6,8	312,5	3,7	3.659,4	0,8
Dic	4.593,9	104,3	1,3	458,4	6,5	331,1	0,7	3.804,3	0,7
2011 Ene	4.757,8	104,4	1,3	514,3	6,2	363,3	1,4	3.880,2	0,6
Feb	4.843,7	104,6	1,4	534,6	6,8	376,6	2,3	3.932,4	0,6
Mar	4.770,3	104,6	1,2	491,7	6,2	365,7	2,5	3.913,0	0,5
Abr	4.892,2	104,9	1,4	497,5	6,8	373,4	2,5	4.021,3	0,6

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

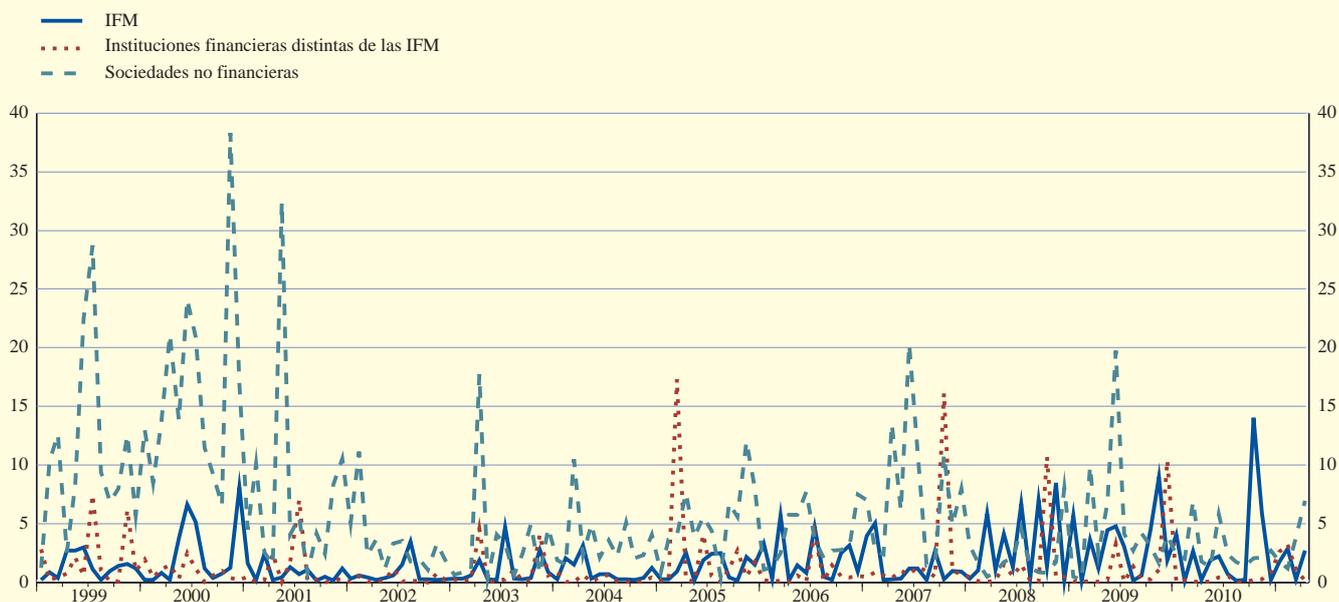
(mm de euros; valores de mercado)

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
2009 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	7,8	0,3	7,5	4,5	0,0	4,5	0,2	0,0	0,2	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	0,6	9,0	2,6	0,0	2,6	0,1	0,0	0,1	6,9	0,6	6,3
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	0,1	0,1	2,0	1,0	1,0
Nov	8,2	1,5	6,8	5,9	0,0	5,9	0,2	0,1	0,2	2,1	1,4	0,7
Dic	3,7	3,5	0,2	0,2	0,0	0,2	0,8	0,3	0,5	2,7	3,2	-0,5
2011 Ene	6,1	1,3	4,8	1,7	0,0	1,7	2,6	0,0	2,6	1,8	1,3	0,5
Feb	7,3	0,2	7,0	2,9	0,0	2,9	3,2	0,0	3,2	1,2	0,2	0,9
Mar	5,0	1,5	3,5	0,1	0,0	0,1	1,0	0,2	0,8	3,8	1,3	2,6
Abr	9,7	0,5	9,2	2,7	0,0	2,7	0,1	0,0	0,1	6,9	0,5	6,4

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	A plazo			Disponibles con preaviso ²⁾		A la vista	A plazo			
		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		Hasta 1 año	A más de 1 año y hasta 2 años	A más de 2 años	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2010 Jun	0,43	2,16	2,26	2,47	1,41	1,96	0,43	0,89	1,85	2,26	0,66
Jul	0,43	2,31	2,59	2,36	1,40	1,93	0,45	1,06	2,11	2,23	0,74
Ago	0,43	2,21	2,54	2,36	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	0,43	2,35	2,75	2,80	1,54	1,82	0,49	1,18	2,36	2,53	0,94
Nov	0,44	2,33	2,65	2,67	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	0,50	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
Feb	0,44	2,36	2,74	2,80	1,60	1,86	0,52	1,32	2,37	2,69	1,04
Mar	0,45	2,34	2,78	2,90	1,61	1,88	0,54	1,37	2,53	2,81	1,14
Abr	0,46	2,47	2,85	3,08	1,65	1,90	0,61	1,58	2,62	2,95	1,30
May	0,49	2,52	2,93	3,06	1,67	1,91	0,63	1,65	2,78	3,06	1,30

2. Tipos de interés aplicados a los préstamos a hogares (nuevas operaciones)

	Préstamos renovables y descubiertos	Saldos de tarjetas de crédito de pago aplazado ³⁾	Crédito al consumo				Préstamos para adquisición de vivienda				Crédito a empresarios individuales y sociedades sin personalidad jurídica			
			Por fijación inicial del tipo			TAE ⁴⁾	Por fijación inicial del tipo			TAE ⁴⁾	Por fijación del tipo inicial			
			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	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	8	9	10	11	12	13	14
2010 Jun	7,95	16,51	5,18	6,13	7,74	7,12	2,56	3,59	4,06	3,90	3,54	3,12	4,43	4,14
Jul	7,99	16,52	5,48	6,22	7,77	7,33	2,66	3,60	3,94	3,84	3,63	3,08	4,36	4,08
Ago	8,00	16,52	5,38	6,26	7,87	7,37	2,84	3,62	3,95	3,81	3,76	3,24	4,55	3,94
Sep	8,09	16,56	5,52	6,18	7,87	7,33	2,75	3,56	3,84	3,74	3,62	3,13	4,33	3,90
Oct	8,01	16,53	5,36	6,03	7,71	7,17	2,76	3,55	3,78	3,69	3,61	3,21	4,34	4,04
Nov	8,01	16,59	5,39	6,08	7,64	7,17	2,80	3,53	3,76	3,70	3,65	3,28	4,40	3,97
Dic	8,00	16,59	5,16	5,95	7,24	6,89	2,78	3,52	3,80	3,71	3,68	3,36	4,32	3,96
2011 Ene	8,05	16,73	5,09	6,13	7,83	7,20	2,94	3,69	3,91	3,84	3,83	3,21	4,24	4,08
Feb	8,08	16,81	5,38	6,13	7,83	7,31	2,96	3,83	4,06	3,92	3,90	3,36	4,63	4,30
Mar	8,03	16,88	5,44	6,22	7,82	7,32	3,01	3,82	4,15	4,01	3,93	3,43	4,69	4,43
Abr	8,11	16,92	5,17	6,23	7,80	7,25	3,12	3,95	4,24	4,15	4,03	3,54	4,68	4,53
May	8,16	16,90	5,35	6,37	7,99	7,49	3,22	4,01	4,30	4,18	4,08	3,75	4,81	4,60

3. Tipos de interés aplicados a los préstamos a las sociedades no financieras (nuevas operaciones)

	Préstamos renovables y descubiertos	Otros préstamos y créditos hasta 250.000 euros por fijación del tipo inicial						Otros préstamos y créditos de más de un millón de euros por fijación del tipo inicial					
		Tipo flexible y hasta 3 meses	Más de 3 meses y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 3 años	Más de 3 y hasta 5 años	Más de 5 y hasta 10 años	Más de 10 años	Tipo flexible y hasta 3 meses	Más de 3 meses y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 3 años	Más de 3 y hasta 5 años	Más de 5 y hasta 10 años	Más de 10 años
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2010 Jun	3,80	3,55	3,88	4,16	4,51	3,96	3,64	2,04	2,67	2,51	3,36	3,31	3,32
Jul	3,81	3,56	4,02	4,38	4,65	4,20	3,94	2,14	2,64	2,74	3,03	3,07	3,41
Ago	3,87	3,67	4,21	4,37	4,62	4,10	3,82	2,19	2,69	2,84	3,02	3,70	3,58
Sep	3,91	3,70	4,02	4,29	4,58	4,05	3,71	2,20	2,56	2,63	2,88	3,42	3,61
Oct	3,94	3,73	4,14	4,37	4,60	4,06	3,77	2,25	2,65	2,86	3,08	3,52	3,40
Nov	3,96	3,82	4,32	4,43	4,67	4,09	3,72	2,36	2,71	2,80	3,44	3,62	3,44
Dic	3,99	3,81	3,99	4,42	4,64	4,09	3,73	2,52	2,83	2,69	3,02	3,53	3,48
2011 Ene	4,11	3,81	4,07	4,35	4,63	4,03	3,88	2,37	2,90	2,64	3,55	3,67	3,85
Feb	4,12	3,98	4,21	4,48	4,89	4,39	3,94	2,55	3,06	2,96	3,86	3,88	3,75
Mar	4,12	4,02	4,39	4,63	5,00	4,49	4,02	2,53	3,25	3,00	3,61	3,84	3,84
Abr	4,25	4,07	4,47	4,73	5,05	4,57	4,15	2,72	3,31	3,38	3,78	4,36	4,15
May	4,31	4,18	4,65	4,79	5,14	4,67	4,19	2,65	3,38	3,17	3,64	3,65	4,12

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 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).
- Esta categoría de instrumentos excluye los saldos de tarjetas de crédito de pago único contado, es decir, el crédito concedido al tipo de interés del 0% durante el ciclo de facturación.
- La tasa anual equivalente (TAE) 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	A plazo		Disponibles con preaviso ²⁾		A la vista	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 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	2,19	2,74	1,55	1,85	0,46	1,62	3,07	1,26
Oct	0,43	2,22	2,70	1,54	1,82	0,49	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	2,71	1,55	1,84	0,50	1,76	3,09	1,50
2011 Ene	0,43	2,31	2,72	1,53	1,85	0,54	1,78	3,07	1,55
Feb	0,44	2,34	2,73	1,60	1,86	0,52	1,79	3,09	1,59
Mar	0,45	2,38	2,71	1,61	1,88	0,54	1,84	3,13	1,65
Abr	0,46	2,40	2,73	1,65	1,90	0,61	1,93	3,12	1,72
May	0,49	2,45	2,73	1,67	1,91	0,63	1,99	3,12	1,76

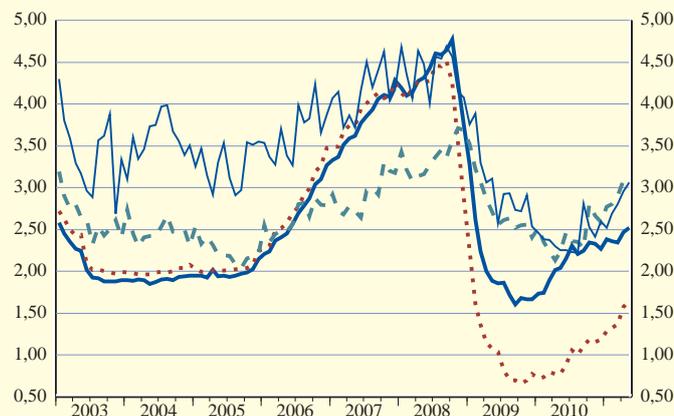
5. Tipos de interés aplicados a los préstamos (saldos vivos)

	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 Jun	3,79	3,96	3,84	7,71	6,48	5,21	3,31	3,22	3,30
Jul	3,73	3,93	3,82	7,76	6,50	5,19	3,34	3,25	3,33
Ago	3,79	3,89	3,81	7,79	6,46	5,20	3,37	3,29	3,34
Sep	3,83	3,88	3,83	7,89	6,45	5,21	3,42	3,29	3,37
Oct	3,80	3,86	3,82	7,86	6,45	5,19	3,48	3,34	3,38
Nov	3,77	3,86	3,84	7,73	6,47	5,20	3,50	3,39	3,41
Dic	3,73	3,83	3,81	7,71	6,41	5,18	3,49	3,41	3,42
2011 Ene	3,71	3,80	3,80	7,82	6,40	5,17	3,60	3,44	3,42
Feb	3,68	3,81	3,82	7,86	6,43	5,20	3,64	3,47	3,47
Mar	3,72	3,80	3,84	7,89	6,40	5,19	3,68	3,49	3,48
Abr	3,82	3,78	3,84	7,91	6,43	5,23	3,77	3,59	3,54
May	3,83	3,78	3,86	7,88	6,38	5,23	3,83	3,64	3,56

G21 Nuevos depósitos a plazo

(porcentaje, excluidas comisiones; medias del período)

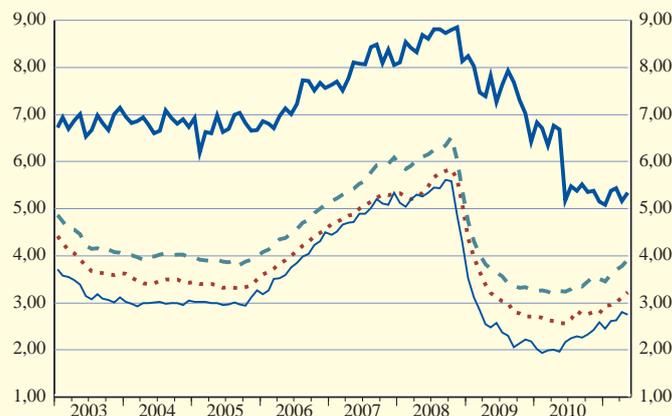
- De los hogares, hasta 1 año
- ... De las sociedades no financieras, hasta 1 año
- - De los hogares, a más de 2 años
- - De las sociedades no financieras, más de 2 años



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
2010 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
2011 I	0,67	0,86	1,10	1,37	1,74	0,31	0,19
II	1,04	1,22	1,42	1,70	2,13	0,26	0,20
2010 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
Mar	0,66	0,90	1,18	1,48	1,92	0,31	0,20
Abr	0,97	1,13	1,32	1,62	2,09	0,28	0,20
May	1,03	1,24	1,43	1,71	2,15	0,26	0,20
Jun	1,12	1,28	1,49	1,75	2,14	0,25	0,20

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⁾

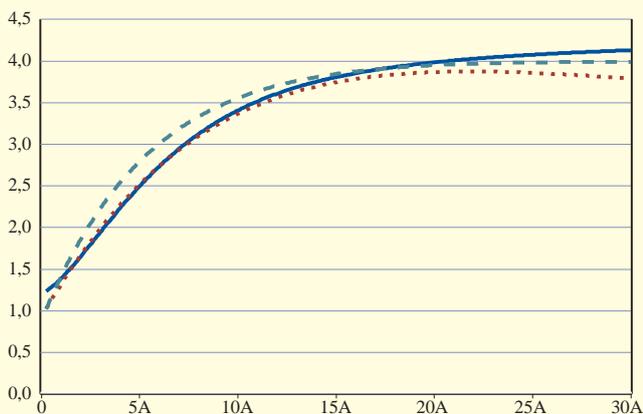
(deuda de las Administraciones centrales con calificación AAA de la zona del euro; fin de período; tipos de interés en porcentaje; diferenciales en puntos porcentuales)

	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
2010 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
2011 I	0,87	1,30	1,79	2,83	3,26	3,66	2,79	1,87	1,84	2,69	4,12	4,63
II	1,24	1,39	1,65	2,50	2,94	3,41	2,17	1,75	1,63	2,22	3,76	4,60
2010 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
Mar	0,87	1,30	1,79	2,83	3,26	3,66	2,79	1,87	1,84	2,69	4,12	4,63
Abr	1,02	1,41	1,86	2,80	3,19	3,55	2,53	1,70	1,90	2,67	3,96	4,46
May	1,03	1,32	1,67	2,52	2,93	3,37	2,34	1,69	1,69	2,34	3,69	4,51
Jun	1,24	1,39	1,65	2,50	2,94	3,41	2,17	1,75	1,63	2,22	3,76	4,60

G25 Curvas de tipos al contado de la zona del euro ²⁾

(porcentaje; fin de período)

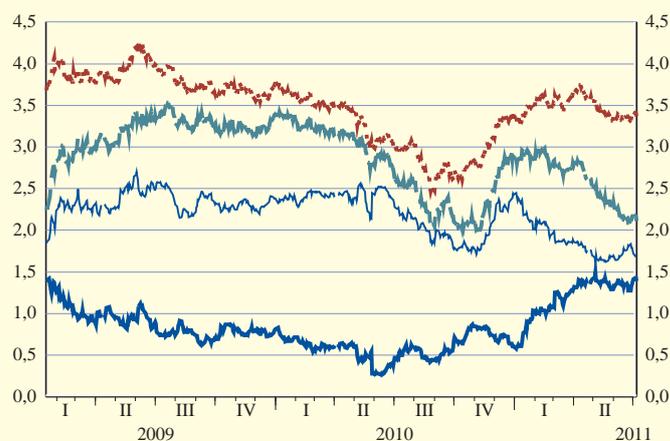
— Junio 2011
- - - Mayo 2011
- - - Abril 2011



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.

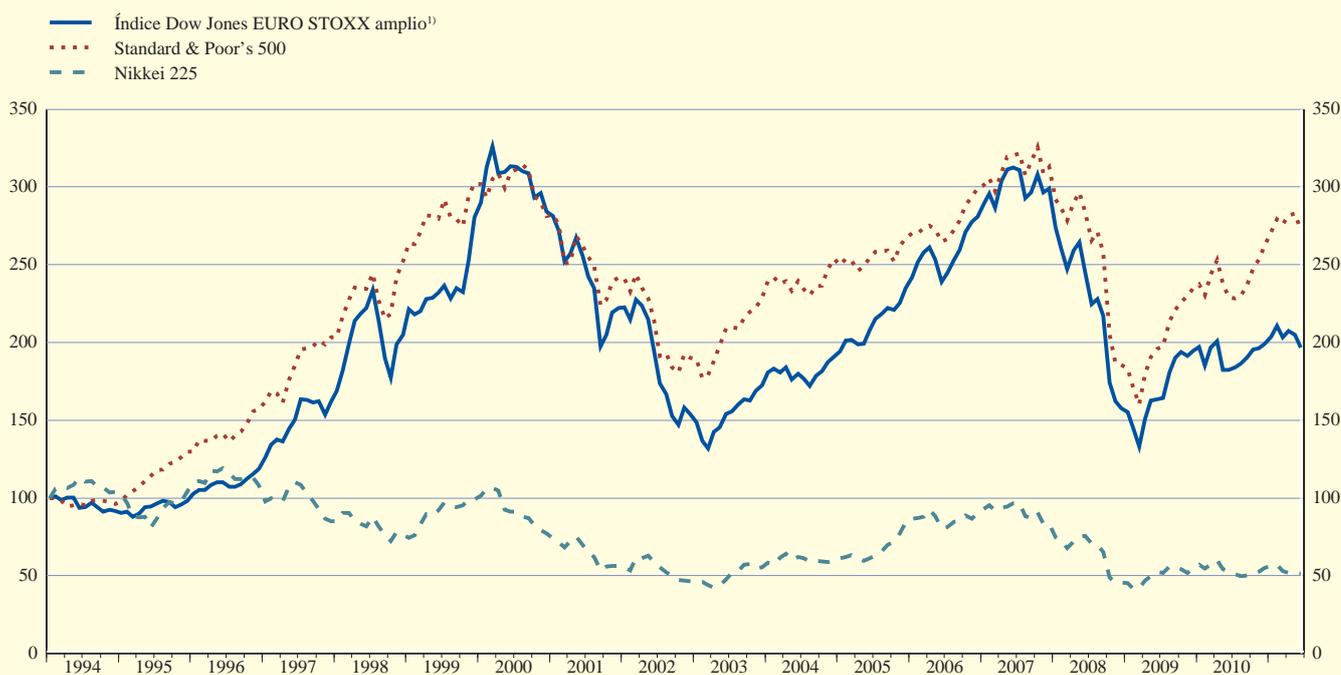
4.8 Índices bursátiles

(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
2010 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
2011 I	285,5	2.932,9	532,7	175,5	366,3	341,1	185,0	388,0	249,6	347,7	396,7	415,0	1.302,5	10.285,3
II	281,2	2.862,7	552,0	169,6	370,7	328,8	175,2	391,5	239,7	333,7	385,0	448,4	1.318,3	9.609,4
2010 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
Mar	281,9	2.890,4	527,4	170,1	355,0	340,5	184,1	385,7	245,9	339,1	396,8	414,6	1.304,5	9.852,4
Abr	287,5	2.947,2	557,3	172,5	366,6	343,8	182,4	397,9	250,0	346,9	402,8	435,4	1.331,5	9.644,6
May	284,0	2.885,8	557,0	171,7	374,9	330,4	176,3	395,5	246,5	337,8	386,4	457,8	1.338,3	9.650,8
Jun	272,9	2.766,6	542,5	164,9	370,0	314,3	168,0	382,0	224,1	318,3	368,2	450,3	1.287,3	9.541,5

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			Bienes	Servicios	Total	Alimentos elaborados	Alimentos no elaborados	Bienes industriales no energéticos	Energía (s.d.)	Servicios	IAPC total excluidos precios administrados	Precios administrados
		Total, excl. alimentos no elaborados y energía												
% del total en 2011	100,0	100,0	82,3	58,6	41,4	100,0	11,9	7,4	28,9	10,4	41,4	88,8	11,2	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2007	104,4	2,1	2,0	1,9	2,5	-	-	-	-	-	-	2,1	2,2	
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	1,8	
2010	109,8	1,6	1,0	1,8	1,4	-	-	-	-	-	-	1,6	1,5	
2010 I	108,6	1,1	0,9	0,9	1,5	0,5	0,1	0,9	0,1	3,0	0,2	1,2	0,4	
II	110,1	1,6	0,9	1,9	1,2	0,6	0,2	0,7	0,2	3,9	0,2	1,6	1,3	
III	109,9	1,7	1,0	2,0	1,4	0,3	0,4	0,5	0,1	0,0	0,5	1,7	2,0	
IV	110,8	2,0	1,1	2,5	1,3	0,5	0,6	0,6	0,3	2,0	0,3	2,0	2,3	
2011 I	111,3	2,5	1,3	3,1	1,6	1,0	0,9	0,5	0,0	6,3	0,5	2,4	3,4	
2011 Ene	110,5	2,3	1,2	2,9	1,5	0,4	0,3	-0,4	0,0	3,0	0,2	2,2	3,2	
Feb	111,0	2,4	1,1	3,0	1,6	0,1	0,3	0,6	-0,4	0,9	0,2	2,3	3,4	
Mar	112,5	2,7	1,5	3,4	1,6	0,6	0,5	0,2	0,7	2,5	0,2	2,6	3,5	
Abr	113,1	2,8	1,8	3,4	2,0	0,4	0,4	-0,1	0,2	1,5	0,3	2,7	3,7	
May ³⁾	113,1	2,7	1,7	3,4	1,8	0,0	0,4	0,2	0,1	-0,6	0,0	2,6	3,6	
Jun	.	2,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

	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	39,3	28,9	10,4	10,1	6,0	6,5	3,2	14,6	7,0
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
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
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
2011 I	2,2	2,1	2,3	3,6	0,5	12,7	1,8	1,3	2,0	-0,4	1,5	1,9
2010 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	2,2	3,4	0,5	12,0	1,7	1,3	1,5	-0,2	1,6	1,7
Feb	2,3	2,0	2,7	3,4	0,1	13,1	1,8	1,3	2,2	-0,4	1,6	1,9
Mar	2,4	2,5	2,2	4,0	0,9	13,0	1,8	1,3	2,3	-0,6	1,5	2,2
Abr	2,2	2,8	1,4	4,0	1,0	12,5	1,8	1,4	3,2	-0,9	2,2	2,2
May	2,8	3,2	2,4	3,6	1,0	11,1	1,9	1,4	3,1	-1,0	1,7	2,1

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

	Precios industriales, excluida construcción										Construcción ¹⁾	Precios de los inmuebles residenciales ²⁾
	Total (índice: 2005 = 100)	Total	Industria, excluidas construcción y energía							Energía		
			Industria manufac- turera	Total	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo					
							Total	Duradero	No duradero			
% del total en 2005	100,0	100,0	82,8	75,6	30,0	22,0	23,7	2,7	21,0	24,4		
	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	4,8
2008	114,4	6,1	4,8	3,4	3,9	2,1	3,9	2,8	4,1	14,2	3,9	1,3
2009	108,6	-5,1	-5,4	-2,9	-5,3	0,4	-2,1	1,2	-2,5	-11,8	0,1	-2,9
2010	111,7	2,9	3,4	1,6	3,5	0,3	0,4	0,9	0,3	6,4	2,0	1,9
2010 I	109,6	-0,1	1,7	-0,5	-0,4	-0,5	-0,6	0,3	-0,7	0,3	0,2	0,2
II	111,5	3,0	3,8	1,6	3,6	0,2	0,0	0,6	-0,1	7,2	2,4	1,7
III	112,3	4,0	3,7	2,3	4,8	0,7	0,6	1,1	0,5	8,7	2,5	2,7
IV	113,5	4,8	4,6	3,1	5,9	0,8	1,5	1,4	1,5	9,6	2,8	2,9
2011 I	116,7	6,5	6,3	4,4	7,8	1,3	2,5	1,8	2,6	12,5	4,2	2,2
2010 Dic	114,3	5,4	5,2	3,3	6,3	0,7	1,8	1,5	1,8	11,2	-	-
2011 Ene	115,8	5,9	5,7	4,0	7,3	1,2	2,1	1,6	2,2	11,8	-	-
Feb	116,7	6,6	6,4	4,5	8,1	1,4	2,5	1,8	2,6	12,6	-	-
Mar	117,6	6,8	6,7	4,6	8,1	1,4	2,8	1,9	3,0	13,1	-	-
Abr	118,6	6,7	6,3	4,4	7,3	1,3	3,3	2,0	3,5	13,2	-	-
May	118,4	6,2	5,6	4,2	6,6	1,2	3,4	1,9	3,7	11,9	-	-

3. Precios de las materias primas y deflatores del producto interior bruto

	Precios del petróleo ³⁾ (euros por barril)	Precios de las materias primas no energéticas						Total (d.: índice: 2000 = 100)	Total	Deflatores del PIB ¹⁾				Expor- taciones ⁶⁾	Impor- taciones ⁶⁾	
		Ponderados ⁴⁾ por las importaciones			Ponderados ⁵⁾ por el destino					Demanda interna						
		Total	Alimen- ticias	No alimen- ticias	Total	Alimen- ticias	No alimen- ticias			Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo			
																Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo
% del total		100,0	35,0	65,0	100,0	45,0	55,0									
		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	2,4	2,3	2,3	1,7	2,7	1,7	1,3	
2008	65,9	2,0	18,4	-4,4	-1,7	9,7	-8,6	118,8	2,0	2,6	2,7	2,6	2,3	2,5	3,9	
2009	44,6	-18,5	-8,9	-23,0	-18,0	-11,4	-22,8	119,9	1,0	0,0	-0,2	2,1	-0,6	-3,3	-5,9	
2010	60,7	44,7	21,4	57,9	42,1	27,1	54,5	121,0	0,9	1,6	1,7	0,9	1,2	3,3	5,4	
2010 I	56,0	29,0	7,4	42,6	27,4	7,5	46,5	120,4	0,5	0,9	1,0	1,0	-0,3	1,2	2,3	
II	62,6	48,2	12,5	70,2	41,7	14,0	67,3	120,9	0,9	1,8	1,7	1,1	1,1	3,6	6,2	
III	59,6	51,5	29,7	63,1	49,4	41,0	55,8	121,4	1,1	1,9	2,0	0,4	1,8	4,2	6,4	
IV	64,4	48,6	36,6	54,7	48,7	48,4	48,9	121,4	1,1	1,9	2,3	1,1	2,1	4,3	6,8	
2011 I	77,3	42,9	46,1	41,4	41,0	47,2	36,6	121,9	1,3	2,5	2,9	0,9	2,6	5,3	8,4	
2011 Ene	72,6	46,0	42,9	47,5	43,9	46,5	42,0	-	-	-	-	-	-	-	-	
Feb	76,6	47,5	51,0	45,9	45,3	51,4	40,9	-	-	-	-	-	-	-	-	
Mar	82,1	35,7	44,4	31,8	34,1	43,8	27,6	-	-	-	-	-	-	-	-	
Abr	85,1	15,1	37,7	6,5	17,5	35,8	6,8	-	-	-	-	-	-	-	-	
May	79,8	11,1	28,5	3,9	12,1	25,0	4,0	-	-	-	-	-	-	-	-	
Jun	79,1	8,8	21,4	3,3	10,3	18,7	4,6	-	-	-	-	-	-	-	-	

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 Reuters (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

(datos desestacionalizados)

	Total (índice: 2000 = 100)	Total	Por ramas de actividad					Administración pública, educación, sanidad y otros servicios	8
			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			7
	1	2	3	4	5	6	7	8	
Costes laborales unitarios ¹⁾									
2009	120,3	3,9	-3,0	8,8	2,1	5,7	0,6	2,7	
2010	119,6	-0,6	0,4	-5,6	2,0	-1,4	1,7	0,9	
2010 II	119,7	-0,7	0,4	-6,9	2,3	-1,8	2,0	1,5	
III	119,4	-0,7	1,4	-4,3	2,1	-1,7	2,1	0,2	
IV	119,8	-0,3	0,1	-3,6	1,1	-0,6	1,5	0,5	
2011 I	119,8	-0,2	1,4	-1,7	-1,3	-0,2	2,2	0,4	
Remuneración por asalariado									
2009	123,6	1,5	2,2	-0,2	2,6	1,9	1,2	2,6	
2010	125,6	1,6	1,1	3,4	1,6	1,6	1,5	0,7	
2010 II	125,5	1,9	1,5	4,0	2,0	1,6	1,4	1,4	
III	125,7	1,4	0,6	3,4	1,8	1,8	1,6	-0,1	
IV	126,3	1,4	0,5	3,6	1,3	1,6	1,3	0,0	
2011 I	127,2	1,9	3,2	3,7	3,0	1,8	1,5	0,6	
Productividad del trabajo por persona ocupada ²⁾									
2009	102,7	-2,3	5,3	-8,3	0,4	-3,6	0,6	-0,1	
2010	105,0	2,2	0,7	9,6	-0,4	3,0	-0,1	-0,2	
2010 II	104,8	2,6	1,1	11,7	-0,4	3,4	-0,6	-0,2	
III	105,3	2,1	-0,7	8,1	-0,3	3,6	-0,5	-0,2	
IV	105,4	1,7	0,4	7,4	0,2	2,3	-0,3	-0,5	
2011 I	106,2	2,1	1,8	5,6	4,4	2,0	-0,6	0,3	
Remuneración por hora trabajada									
2009	128,2	3,4	2,7	4,5	5,3	3,3	2,7	3,1	
2010	129,3	0,8	0,6	0,6	1,6	0,9	0,9	0,5	
2010 II	129,2	0,9	0,4	0,4	1,8	0,5	0,8	1,1	
III	129,1	0,5	-1,0	0,2	2,0	0,9	0,8	-0,3	
IV	130,0	1,0	1,5	1,1	1,8	1,6	0,8	0,0	
2011 I	130,5	1,4	1,7	1,5	2,2	2,1	0,9	0,6	
Productividad del trabajo por hora trabajada ²⁾									
2009	107,2	-0,7	5,1	-4,3	2,6	-2,4	1,9	0,3	
2010	108,7	1,4	1,3	6,6	-0,9	2,1	-0,7	-0,5	
2010 II	108,5	1,6	1,4	8,0	-1,2	2,3	-1,2	-0,5	
III	108,8	1,2	-0,1	4,6	-0,7	2,5	-1,3	-0,5	
IV	109,1	1,3	1,2	4,9	0,6	2,0	-0,5	-0,7	
2011 I	109,6	1,7	0,4	3,4	3,7	2,1	-0,9	0,2	

5. Índices de costes laborales ³⁾

	Total (d.; índice: 2008 = 100)	Total	Por componentes		Por algunas ramas de actividad			Pro memoria: Indicador de salarios negociados ⁴⁾
			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	2,8	2,6	3,3	3,1	3,7	2,4	2,6
2010	104,3	1,5	1,4	1,7	1,0	1,8	1,7	1,7
2010 II	104,2	1,6	1,6	1,8	0,9	2,1	2,0	1,9
III	104,3	1,0	1,0	1,3	0,3	1,6	1,3	1,5
IV	105,1	1,5	1,4	1,7	1,4	1,4	1,7	1,6
2011 I	106,1	2,6	2,3	3,6	2,8	2,6	2,5	1,8

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) Remuneración por asalariado (a precios corrientes) dividida por la productividad del trabajo por persona ocupada.
- 2) PIB total y valor añadido por actividad económica (en términos reales) por factor trabajo (personas ocupadas y horas trabajadas).
- 3) 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.
- 4) 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

	PIB								
	Total	Demanda interna					Saldo exterior ¹⁾		
		Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo	Variación de existencias ²⁾	Total	Exportaciones ¹⁾	Importaciones ¹⁾
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
	<i>Precios corrientes (mm de euros; datos desestacionalizados)</i>								
2007	9.027,4	8.889,1	5.073,6	1.808,4	1.961,1	46,0	138,3	3.746,1	3.607,8
2008	9.248,9	9.152,1	5.231,9	1.898,2	1.990,5	31,5	96,8	3.879,3	3.782,5
2009	8.952,9	8.831,4	5.156,5	1.984,0	1.744,2	-53,4	121,6	3.260,1	3.138,5
2010	9.190,6	9.069,8	5.287,9	2.013,2	1.751,7	17,0	120,9	3.745,0	3.624,1
2010 I	2.262,3	2.231,8	1.304,6	501,4	427,0	-1,2	30,5	877,6	847,0
II	2.292,3	2.266,9	1.316,9	503,8	439,4	6,8	25,5	928,7	903,3
III	2.310,9	2.279,1	1.325,7	504,8	440,6	8,0	31,8	953,0	921,2
IV	2.317,2	2.286,0	1.339,7	503,0	441,4	1,9	31,2	977,1	945,9
2011 I	2.347,6	2.326,3	1.355,7	509,7	454,4	6,5	21,3	1.015,0	993,7
	<i>Porcentaje del PIB</i>								
2010	100,0	98,7	57,5	21,9	19,1	0,2	1,3	-	-
	<i>Volúmenes encadenados (precios del año anterior; datos desestacionalizados) ³⁾</i>								
	<i>tasas de variación intertrimestral</i>								
2010 I	0,3	0,5	0,4	-0,3	-0,7	-	-	3,4	3,8
II	0,9	0,8	0,2	0,3	2,2	-	-	4,3	4,1
III	0,4	0,2	0,2	0,1	-0,2	-	-	1,7	1,3
IV	0,3	0,1	0,3	-0,1	-0,2	-	-	1,6	1,2
2011 I	0,8	0,6	0,2	0,5	1,9	-	-	1,9	1,4
	<i>tasas de variación interanual</i>								
2007	2,8	2,6	1,6	2,2	4,7	-	-	6,2	5,8
2008	0,4	0,3	0,4	2,2	-0,8	-	-	1,0	0,8
2009	-4,2	-3,5	-1,2	2,4	-11,8	-	-	-13,1	-11,9
2010	1,8	1,0	0,8	0,6	-0,8	-	-	11,1	9,5
2010 I	0,9	-0,3	0,4	1,2	-4,8	-	-	7,2	4,2
II	2,0	1,3	0,6	0,7	-0,4	-	-	13,1	11,4
III	2,0	1,4	1,0	0,4	0,6	-	-	12,1	10,8
IV	2,0	1,6	1,1	0,0	1,1	-	-	11,3	10,8
2011 I	2,5	1,7	1,0	0,8	3,7	-	-	9,8	8,2
	<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del PIB; puntos porcentuales</i>								
2010 I	0,3	0,4	0,2	-0,1	-0,1	0,4	-0,1	-	-
II	0,9	0,8	0,1	0,1	0,4	0,2	0,2	-	-
III	0,4	0,2	0,1	0,0	0,0	0,1	0,2	-	-
IV	0,3	0,1	0,2	0,0	0,0	-0,1	0,2	-	-
2011 I	0,8	0,6	0,1	0,1	0,4	0,0	0,2	-	-
	<i>contribuciones a las tasas de variación interanual del PIB; puntos porcentuales</i>								
2007	2,8	2,6	0,9	0,5	1,0	0,2	0,2	-	-
2008	0,4	0,3	0,2	0,4	-0,2	-0,2	0,1	-	-
2009	-4,1	-3,5	-0,7	0,5	-2,5	-0,7	-0,7	-	-
2010	1,8	1,0	0,4	0,1	-0,2	0,6	0,7	-	-
2010 I	0,9	-0,3	0,2	0,3	-1,0	0,2	1,1	-	-
II	2,0	1,2	0,3	0,2	-0,1	0,8	0,8	-	-
III	2,0	1,3	0,5	0,1	0,1	0,6	0,6	-	-
IV	1,9	1,5	0,6	0,0	0,2	0,7	0,4	-	-
2011 I	2,4	1,7	0,6	0,2	0,7	0,3	0,7	-	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

- 1) 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

	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	Interm. 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	8.066,4	147,5	1.652,3	511,0	1.664,3	2.302,1	1.789,2	961,1
2008	8.301,7	143,0	1.654,1	527,1	1.725,3	2.380,6	1.871,6	947,3
2009	8.060,9	129,2	1.448,8	506,0	1.650,6	2.377,9	1.948,5	892,0
2010	8.252,1	138,7	1.534,5	487,0	1.693,9	2.413,9	1.984,0	938,6
2010 I	2.037,2	33,4	373,8	120,9	416,2	598,5	494,4	225,1
II	2.058,9	34,4	381,7	122,8	422,2	600,3	497,6	233,4
III	2.069,6	35,1	384,0	122,3	426,4	606,0	495,7	241,4
IV	2.078,3	35,9	390,6	120,7	427,7	607,7	495,7	238,9
2011 I	2.104,6	36,8	397,3	125,0	432,1	614,0	499,4	243,0
<i>porcentaje del valor añadido</i>								
2010	100,0	1,7	18,6	5,9	20,5	29,3	24,0	-
Volúmenes encadenados (precios del año anterior; datos desestacionalizados) ¹⁾								
<i>tasas de variación intertrimestral</i>								
2010 I	0,6	0,9	2,4	-1,8	0,8	0,2	0,2	-2,3
II	0,8	-0,8	2,0	1,0	1,1	0,4	0,1	2,5
III	0,3	-0,7	0,6	-1,1	0,6	0,5	0,0	1,0
IV	0,3	0,7	1,2	-1,3	0,0	0,3	0,1	0,0
2011 I	0,8	0,8	1,8	2,8	0,7	0,4	0,3	0,9
<i>tasas de variación interanual</i>								
2007	3,1	1,5	3,2	2,5	3,7	4,0	1,6	0,8
2008	0,6	1,3	-2,5	-1,7	1,4	1,6	1,9	-1,3
2009	-4,2	2,7	-13,1	-6,3	-5,3	-1,6	1,3	-3,4
2010	1,8	0,1	6,2	-4,1	2,4	0,9	0,9	1,2
2010 I	1,0	0,6	4,4	-6,4	1,2	0,4	1,3	-0,7
II	2,0	0,2	7,5	-3,9	2,6	0,5	0,9	1,9
III	1,9	-0,7	5,7	-3,2	3,0	1,1	0,7	2,4
IV	2,0	0,2	6,4	-3,1	2,5	1,5	0,5	1,2
2011 I	2,2	0,0	5,8	1,4	2,3	1,6	0,6	4,5
<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del valor añadido; puntos porcentuales</i>								
2010 I	0,6	0,0	0,4	-0,1	0,2	0,1	0,1	-
II	0,8	0,0	0,4	0,1	0,2	0,1	0,0	-
III	0,3	0,0	0,1	-0,1	0,1	0,2	0,0	-
IV	0,3	0,0	0,2	-0,1	0,0	0,1	0,0	-
2011 I	0,8	0,0	0,3	0,2	0,1	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	0,3	-
2008	0,6	0,0	-0,5	-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	1,1	-0,3	0,5	0,3	0,2	-
2010 I	1,0	0,0	0,8	-0,4	0,2	0,1	0,3	-
II	2,0	0,0	1,3	-0,2	0,5	0,2	0,2	-
III	1,9	0,0	1,0	-0,2	0,6	0,3	0,2	-
IV	2,0	0,0	1,2	-0,2	0,5	0,4	0,1	-
2011 I	2,2	0,0	1,1	0,1	0,5	0,5	0,1	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) 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

	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	-2,4	106,6	-1,6	-1,7	-1,8	-3,4	0,1	-1,9	-5,3	-1,3	0,2	-5,5
2009	-13,6	90,9	-14,8	-15,8	-16,0	-19,0	-20,8	-4,9	-17,3	-2,9	-5,3	-8,0
2010	4,3	97,6	7,4	7,9	7,9	10,1	9,5	3,3	2,7	3,4	3,7	-7,7
2010 II	6,3	97,2	9,3	9,6	9,7	14,2	9,7	3,9	5,0	3,6	5,3	-4,0
III	3,9	98,3	7,1	7,7	7,8	9,4	10,2	3,2	3,9	3,1	1,5	-8,0
IV	4,6	100,1	8,1	8,6	8,6	7,8	14,4	2,9	2,0	2,9	4,8	-9,1
2011 I	4,7	101,2	6,6	8,1	8,3	9,2	12,9	1,5	2,7	1,3	-2,1	-2,1
2010 Nov	4,7	100,4	8,0	8,6	8,5	7,9	13,2	3,6	1,1	3,6	5,4	-7,7
Dic	4,7	100,7	8,9	9,3	9,3	7,9	16,9	2,1	2,9	1,7	7,2	-13,6
2011 Ene	4,0	100,9	6,3	8,1	8,1	9,8	12,7	1,0	2,2	0,6	-2,5	-4,0
Feb	6,6	101,4	7,8	9,7	9,7	10,3	15,0	2,6	3,4	2,6	-2,7	3,5
Mar	3,6	101,5	5,8	6,8	7,1	7,7	11,2	0,9	2,5	0,6	-1,0	-5,0
Abr	4,2	101,8	5,5	6,5	6,9	5,9	10,0	3,5	4,8	3,2	-3,2	-1,6
	<i>tasa de variación intermensual (d.)</i>											
2010 Nov	0,9	-	1,4	1,4	0,6	1,7	0,4	0,8	-0,8	0,6	1,6	-1,0
Dic	-0,2	-	0,2	0,8	1,2	-1,1	2,8	-0,3	0,2	-0,5	3,9	-2,6
2011 Ene	0,6	-	0,2	0,7	0,2	2,6	-2,2	0,0	1,3	0,0	-5,1	3,9
Feb	0,9	-	0,6	1,3	1,3	0,6	2,5	0,9	0,7	1,0	-0,7	-0,6
Mar	-0,3	-	0,0	-0,4	0,0	0,0	-0,7	0,0	-0,1	0,6	1,1	-0,2
Abr	0,5	-	0,4	0,2	0,5	0,3	0,7	0,8	1,2	0,1	-2,9	1,0

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 ¹⁾ (precios corrientes)		Industria manufacturera (precios corrientes)		Precios corrientes	Precios constantes						Total (d.; miles) ²⁾	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	112,9	-5,4	116,7	1,8	1,7	103,4	-0,8	-1,8	-0,1	-1,8	-1,6	891	-7,8
2009	87,2	-22,9	95,4	-18,4	-2,9	101,4	-2,0	-1,7	-2,2	-1,8	-3,9	925	3,3
2010	102,5	17,5	105,1	10,2	1,4	102,5	1,1	0,5	1,7	2,6	0,6	843	-8,5
2010 II	102,0	22,4	104,3	12,2	1,3	102,4	1,0	0,3	1,5	-0,3	2,0	840	-13,1
III	105,5	15,9	106,3	10,1	2,1	102,8	1,7	0,4	2,9	5,5	1,1	797	-16,4
IV	108,3	18,1	109,4	12,2	1,4	102,6	1,0	0,2	1,5	1,7	-0,3	850	-11,1
2011 I	112,0	19,1	114,2	14,1	1,0	102,5	0,2	-1,2	1,1	-0,3	1,7	863	-3,1
2010 Dic	111,0	19,3	111,4	14,2	0,7	102,3	0,2	-0,3	0,6	-0,2	-1,9	848	-6,9
2011 Ene	112,2	22,6	114,0	15,8	1,4	102,7	0,9	-1,0	1,8	-0,9	4,3	849	-4,3
Feb	112,7	21,5	115,2	15,6	2,0	102,9	1,3	-0,5	2,5	4,4	2,0	874	0,1
Mar	111,1	14,3	113,3	11,4	-0,3	102,1	-1,3	-1,9	-0,9	-3,6	-1,1	866	-4,5
Abr	112,0	8,8	115,5	9,4	2,5	102,6	1,2	1,1	1,3	4,1	1,3	830	-0,2
May	.	.	.	.	-0,6	101,8	-1,6	-2,1	-1,3	.	.	827	-1,0
	<i>tasa de variación intermensual (d.)</i>												
2011 Ene	-	1,0	-	2,4	0,6	-	0,4	-0,1	0,5	0,6	2,2	-	0,1
Feb	-	0,5	-	1,0	0,3	-	0,2	0,0	0,4	2,1	-0,9	-	2,9
Mar	-	-1,5	-	-1,6	-0,5	-	-0,8	-0,4	-1,0	-2,8	-0,9	-	-0,8
Abr	-	0,8	-	2,0	0,6	-	0,5	0,6	0,5	2,4	0,8	-	-4,2
May	-	.	-	.	-0,9	-	-0,8	-0,6	-0,9	.	.	-	-0,4

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) Incluye las industrias manufactureras que basan su producción principalmente en pedidos y que representaban el 61,2% del total de las manufacturas en 2005.

2) 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

	Indicador de clima económico ²⁾ (media a largo plazo = 100)	Industria manufacturera				Utilización de la capacidad productiva (%) ³⁾	Indicador de confianza de los consumidores				
		Indicador de confianza industrial					Total ⁴⁾	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	84,8	-4,9	-2,3	-4,3	5,0	-8,0
2008	93,7	-8,4	-13,3	10,8	-1,0	82,1	-18,1	-9,9	-25,3	23,5	-13,6
2009	80,7	-28,7	-56,8	14,6	-14,8	70,9	-24,8	-7,0	-26,3	55,5	-10,3
2010	100,9	-4,5	-24,6	0,6	11,6	77,0	-14,0	-5,2	-12,2	31,0	-7,6
2010 II	99,2	-6,4	-28,8	0,5	10,3	76,7	-16,7	-6,2	-17,8	33,8	-8,9
III	102,3	-2,5	-18,4	0,3	11,3	77,8	-12,1	-5,5	-11,3	23,4	-8,2
IV	105,7	2,7	-9,5	-0,8	16,8	79,3	-10,4	-5,4	-8,7	20,9	-6,6
2011 I	107,4	6,5	-1,6	-2,0	19,0	80,8	-10,6	-6,0	-9,6	19,7	-7,0
II	105,6	4,2	-1,4	-0,8	13,3	.	-10,4	-6,6	-12,4	14,8	-7,9
2011 Ene	106,8	6,2	-3,0	-1,9	19,5	80,3	-11,2	-6,6	-10,1	19,9	-8,2
Feb	108,0	6,7	-1,4	-1,7	19,8	-	-10,0	-5,2	-8,6	20,2	-5,8
Mar	107,3	6,6	-0,3	-2,3	17,8	-	-10,6	-6,3	-10,2	19,0	-7,1
Abr	106,1	5,6	0,1	-1,4	15,4	81,3	-11,6	-7,3	-14,4	16,6	-8,1
May	105,5	3,8	-2,7	-1,4	12,9	-	-9,9	-6,7	-11,6	13,9	-7,4
Jun	105,1	3,2	-1,6	0,4	11,6	-	-9,8	-5,8	-11,1	13,9	-8,2

	Indicador de confianza de la construcción			Indicador de confianza del comercio al por menor				Indicador de confianza de los servicios			
	Total ⁴⁾	Cartera de pedidos	Expectativas de empleo	Total ⁴⁾	Evolución actual de los negocios	Nivel de existencias	Evolución futura de los negocios	Total ⁴⁾	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	5,0	2,5	4,2	8,3
2010 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	7,6
IV	-26,2	-36,0	-16,3	0,8	1,3	7,4	8,5	9,0	6,8	8,4	11,9
2011 I	-25,2	-36,1	-14,3	-0,7	0,1	8,2	6,0	10,6	8,3	10,5	13,2
II	-24,2	-32,3	-16,2	-2,2	-1,0	9,8	4,1	9,9	7,6	10,2	11,8
2011 Ene	-26,0	-38,8	-13,2	-0,6	0,4	6,7	4,6	9,9	8,4	9,1	12,1
Feb	-24,2	-34,0	-14,4	-0,2	0,7	7,2	6,0	11,2	8,8	12,1	12,9
Mar	-25,4	-35,4	-15,3	-1,4	-0,8	10,6	7,3	10,8	7,6	10,2	14,7
Abr	-24,3	-33,6	-15,1	-1,8	-2,0	9,0	5,5	10,4	7,8	10,2	13,4
May	-24,7	-32,6	-16,8	-2,4	-1,3	10,6	4,7	9,3	6,9	10,0	11,0
Jun	-23,6	-30,6	-16,6	-2,4	0,4	9,8	2,1	9,9	8,2	10,5	10,9

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) 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 2010.
- 3) 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.
- 4) 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

	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 2010	100,0	100,0	85,5	14,5	3,7	16,0	6,9	25,4	16,6	31,4
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2008	149,684	0,8	0,9	-0,3	-1,7	-0,1	-2,0	1,1	2,2	1,2
2009	146,885	-1,9	-1,8	-2,4	-2,4	-5,2	-6,7	-1,8	-2,2	1,4
2010	146,222	-0,5	-0,4	-0,7	-0,6	-3,1	-3,7	-0,6	1,0	1,1
2010 II	146,218	-0,6	-0,6	-0,9	-0,9	-3,7	-3,5	-0,8	1,1	1,0
III	146,189	-0,1	0,0	-0,9	0,0	-2,2	-2,9	-0,5	1,6	1,0
IV	146,429	0,3	0,4	-0,5	-0,3	-0,9	-3,3	0,2	1,8	1,0
2011 I	146,505	0,3	0,4	-0,4	-1,7	0,2	-2,9	0,3	2,2	0,3
<i>tasas de variación intertrimestral</i>										
2010 II	0,163	0,1	0,2	-0,6	-0,8	-0,1	-0,3	0,0	0,9	0,1
III	-0,029	0,0	0,0	-0,4	0,3	-0,2	-1,0	0,0	0,2	0,1
IV	0,240	0,2	0,1	0,3	0,4	0,1	-0,9	0,3	0,3	0,2
2011 I	0,077	0,1	0,0	0,4	-1,6	0,3	-0,8	0,1	0,9	-0,1

2. Empleo en términos de horas trabajadas

	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 2010	100,0	100,0	80,5	19,5	4,8	16,0	7,7	27,0	16,1	28,5
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2008	238.899,0	0,7	1,1	-0,9	-2,0	-0,6	-1,8	0,9	2,4	1,6
2009	230.549,8	-3,5	-3,6	-2,9	-2,3	-9,2	-8,6	-3,0	-3,5	1,0
2010	231.361,4	0,4	0,4	0,1	-1,2	-0,3	-3,3	0,3	1,7	1,4
2010 II	57.848,8	0,4	0,5	0,1	-1,2	-0,4	-2,7	0,3	1,8	1,4
III	57.915,9	0,8	0,9	0,3	-0,7	1,1	-2,5	0,6	2,4	1,2
IV	57.923,6	0,7	0,8	0,1	-1,0	1,4	-3,7	0,4	2,0	1,2
2011 I	58.111,9	0,8	0,9	0,1	-0,4	2,3	-2,2	0,3	2,5	0,4
<i>tasas de variación intertrimestral</i>										
2010 II	175,7	0,3	0,4	-0,1	0,1	0,7	0,0	0,3	0,6	0,1
III	67,2	0,1	0,2	-0,2	-0,1	0,8	-0,9	-0,1	0,3	0,1
IV	7,7	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1	-1,7	0,0	0,5	0,1
2011 I	188,3	0,3	0,3	0,3	-0,5	0,7	0,5	0,0	1,1	0,1

3. Horas trabajadas por persona ocupada

	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
2008	1,596	-0,1	0,1	-0,6	-0,3	-0,5	0,3	-0,3	0,2	0,5
2009	1,570	-1,7	-1,9	-0,6	0,1	-4,2	-2,1	-1,2	-1,3	-0,4
2010	1,582	0,8	0,8	0,9	-0,6	2,8	0,4	0,9	0,6	0,3
2010 II	0,396	1,0	1,1	0,9	-0,3	3,4	0,8	1,2	0,6	0,3
III	0,396	0,9	1,0	1,2	-0,6	3,3	0,4	1,1	0,8	0,2
IV	0,396	0,4	0,4	0,6	-0,7	2,4	-0,4	0,2	0,2	0,2
2011 I	0,397	0,5	0,5	0,5	1,3	2,1	0,7	-0,1	0,3	0,1

Fuente: Eurostat.

1) Los datos de empleo se basan en el SEC 95.

5.3 Mercado de trabajo

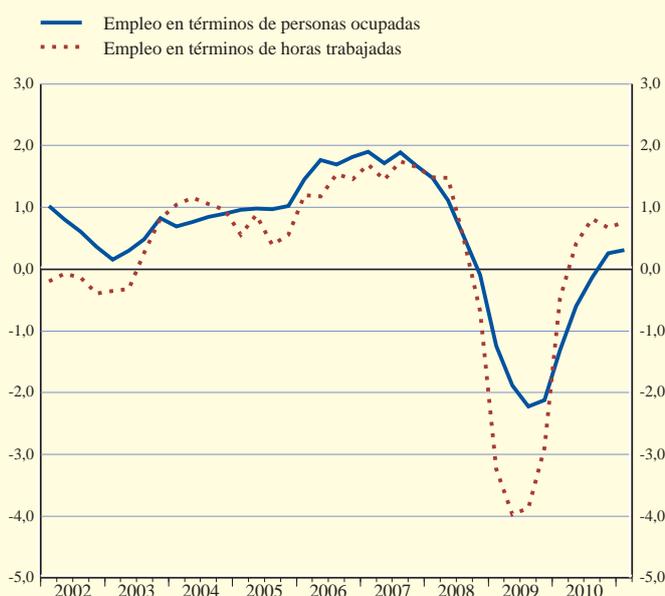
(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

4. Desempleo y vacantes ¹⁾

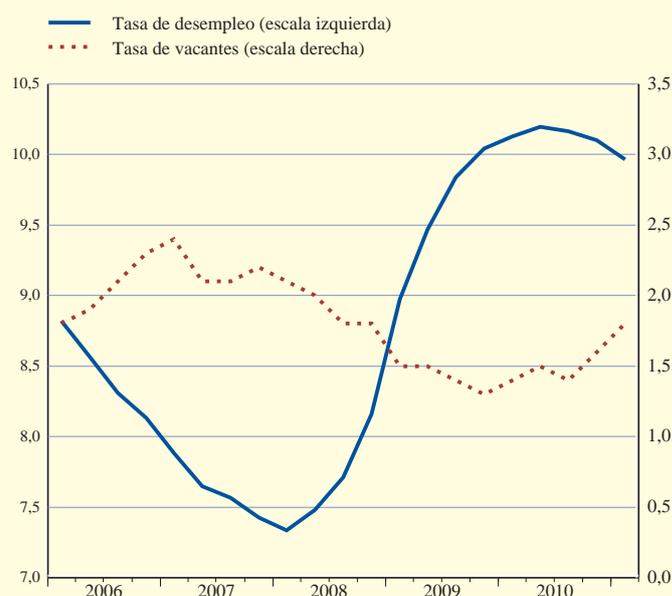
	Desempleo										Tasa de vacantes ²⁾
	Total		Por grupos de edad ³⁾				Por sexo ⁴⁾				
	Millones	% población activa	Adultos		Jóvenes		Hombres		Mujeres		
			Millones	% población activa	Millones	% población activa	Millones	% población activa	Millones	% población activa	
% del total en 2010	100,0		79,5		20,5		53,9		46,1		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2007	11,814	7,6	9,210	6,7	2,604	15,5	5,838	6,8	5,976	8,7	2,2
2008	12,011	7,7	9,328	6,7	2,683	16,1	6,071	7,0	5,940	8,5	1,9
2009	15,034	9,6	11,755	8,4	3,280	20,2	8,121	9,4	6,913	9,8	1,4
2010	15,951	10,1	12,671	9,0	3,281	20,9	8,610	10,0	7,342	10,3	1,5
2010 I	15,910	10,1	12,567	8,9	3,343	21,1	8,651	10,0	7,258	10,2	1,4
II	16,035	10,2	12,710	9,0	3,325	21,1	8,691	10,1	7,344	10,4	1,5
III	15,980	10,2	12,731	9,0	3,250	20,9	8,598	10,0	7,383	10,4	1,4
IV	15,880	10,1	12,675	8,9	3,206	20,7	8,499	9,9	7,381	10,4	1,6
2011 I	15,656	10,0	12,507	8,8	3,148	20,4	8,346	9,7	7,309	10,3	1,8
2010 Dic	15,767	10,0	12,588	8,9	3,179	20,6	8,427	9,8	7,340	10,3	-
2011 Ene	15,720	10,0	12,551	8,9	3,168	20,6	8,387	9,8	7,333	10,3	-
Feb	15,654	10,0	12,512	8,8	3,142	20,4	8,350	9,7	7,304	10,3	-
Mar	15,593	9,9	12,458	8,8	3,135	20,4	8,302	9,7	7,291	10,2	-
Abr	15,494	9,9	12,428	8,8	3,066	20,0	8,220	9,6	7,274	10,2	-
May	15,510	9,9	12,456	8,8	3,055	20,0	8,222	9,6	7,289	10,2	-

G28 Empleo – personas ocupadas y horas trabajadas

(tasas de variación interanual)



G29 Desempleo y tasas de vacantes ²⁾



Fuente: Eurostat.

- Los datos de desempleo se refieren a personas y siguen las recomendaciones de la OIT.
- Industria, construcción y servicios (excluidos los hogares como empleadores y los organismos extraterritoriales); datos sin desestacionalizar.
- 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.
- 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⁾
			Impuest. directos	Hogares	Empresas	Impuest. indirectos	Recibidos por inst. de la UE	Cotizaciones sociales	Empleadores	Asalariados	Ventas	Impuest. sobre el capital		
	1	2											3		4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
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	41,2
2003	45,0	44,4	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	8,8	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	41,5
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	41,6
2008	45,1	44,8	12,2	9,3	2,8	13,3	0,3	15,3	8,1	4,5	2,2	0,2	0,3	41,1
2009	44,7	44,3	11,4	9,3	2,0	13,1	0,3	15,7	8,2	4,5	2,3	0,3	0,4	40,6
2010	44,6	44,3	11,3	9,1	2,1	13,3	0,3	15,6	8,1	4,5	2,3	0,3	0,3	40,5

2. Zona del euro – Empleos

	Total		Empleos corrientes							Empleos de capital			Pro memoria: empleos primarios ³⁾	
			Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Intereses	Transf. corrientes	Prestaciones sociales	Subvenciones	Inversión	Transf. de capital	Pagadas por instituciones de la UE		
	1	2												3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
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	25,0	22,3	1,7	0,5	3,9	2,4	1,5	0,1	44,4
2005	47,3	43,5	10,4	5,1	3,0	25,0	22,3	1,7	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	44,4
2006	46,7	42,9	10,2	5,0	2,9	24,8	22,0	1,7	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	43,8
2007	46,1	42,3	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	47,1	43,2	10,1	5,2	3,0	24,9	22,1	1,6	0,4	3,9	2,6	1,3	0,0	44,1
2009	51,0	46,7	10,8	5,6	2,8	27,4	24,3	1,9	0,5	4,3	2,8	1,4	0,0	48,2
2010	50,5	46,4	10,6	5,6	2,8	27,4	24,3	1,8	0,4	4,1	2,5	1,7	0,0	47,8

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
2002	-2,6	-2,3	-0,5	-0,3	0,3	0,9	20,2	10,4	4,9	5,1	1,8	2,1	8,3	11,9
2003	-3,1	-2,4	-0,5	-0,2	0,1	0,2	20,5	10,5	5,0	5,2	1,9	2,1	8,4	12,1
2004	-3,0	-2,5	-0,4	-0,3	0,2	0,2	20,4	10,4	5,0	5,1	1,9	2,1	8,3	12,1
2005	-2,5	-2,3	-0,3	-0,2	0,3	0,4	20,4	10,4	5,1	5,1	1,9	2,2	8,2	12,2
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	0,6	2,3	20,0	10,0	5,0	5,1	1,9	2,1	7,9	12,1
2008	-2,0	-2,2	-0,2	-0,2	0,6	1,0	20,5	10,1	5,2	5,3	2,0	2,2	8,1	12,4
2009	-6,3	-5,2	-0,5	-0,3	-0,4	-3,5	22,1	10,8	5,6	5,8	2,1	2,3	8,8	13,4
2010	-6,0	-4,9	-0,7	-0,3	-0,1	-3,2	21,9	10,6	5,6	5,8	2,0	2,3	8,6	13,3

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
2007	-0,3	0,3	2,5	0,1	-6,4	1,9	-2,7	-1,5	3,4	3,7	-2,4	0,2	-0,9	-3,1	-0,1	-1,8	5,2
2008	-1,3	0,1	-2,8	-7,3	-9,8	-4,2	-3,3	-2,7	0,9	3,0	-4,5	0,6	-0,9	-3,5	-1,8	-2,1	4,2
2009	-5,9	-3,0	-1,7	-14,3	-15,4	-11,1	-7,5	-5,4	-6,0	-0,9	-3,7	-5,5	-4,1	-10,1	-6,0	-8,0	-2,6
2010	-4,1	-3,3	0,1	-32,4	-10,5	-9,2	-7,0	-4,6	-5,3	-1,7	-3,6	-5,4	-4,6	-9,1	-5,6	-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.

- 1) Los datos se refieren al Euro-17. 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.
- 2) La carga fiscal incluye impuestos y cotizaciones sociales.
- 3) Incluye el total de empleos, excepto intereses.
- 4) Se corresponde con el gasto en consumo final (P3) de las Administraciones Públicas del SEC 95.
- 5) 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⁾				
						Total	IFM	Otras sociedades financieras			Resto de sectores
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
2001	68,1	2,8	12,4	4,0	48,9	42,4	20,8	11,2	10,4	25,7
2002	67,9	2,7	11,8	4,6	48,9	41,0	19,6	10,8	10,6	26,9
2003	69,1	2,1	12,4	5,0	49,6	40,2	19,8	11,3	9,1	28,8
2004	69,4	2,2	12,0	5,0	50,3	39,1	18,9	11,1	9,1	30,4
2005	70,3	2,4	12,1	4,7	51,1	37,4	18,1	11,2	8,0	32,9
2006	68,5	2,4	11,8	4,1	50,2	35,4	18,4	9,3	7,7	33,1
2007	66,3	2,2	11,2	4,2	48,7	33,1	17,1	8,6	7,4	33,1
2008	70,0	2,3	11,4	6,7	49,6	33,1	17,8	7,9	7,4	36,9
2009	79,5	2,5	12,5	8,6	56,0	37,1	20,6	8,9	7,6	42,4
2010	85,3	2,4	15,4	7,7	59,7	40,9	24,1	10,1	6,7	44,4

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
2001	68,1	57,0	6,0	4,7	0,4	7,0	61,1	5,3	13,7	26,5	27,9	66,7	1,4
2002	67,9	56,6	6,2	4,7	0,4	7,6	60,3	5,2	15,5	25,3	27,2	66,8	1,2
2003	69,1	56,9	6,5	5,1	0,6	7,8	61,3	5,0	14,9	26,0	28,2	68,2	0,9
2004	69,4	57,3	6,6	5,1	0,4	7,8	61,6	4,6	14,8	26,2	28,5	68,6	0,8
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	68,5	56,2	6,5	5,4	0,5	7,5	61,1	4,3	14,4	24,1	30,0	68,0	0,5
2007	66,3	53,6	6,2	5,2	1,3	7,1	59,2	4,3	15,0	23,4	27,8	65,9	0,4
2008	70,0	56,9	6,6	5,2	1,3	9,9	60,1	4,9	18,7	23,1	28,2	69,3	0,7
2009	79,5	64,5	7,6	5,7	1,7	11,8	67,7	5,0	21,0	26,6	31,9	78,7	0,8
2010	85,3	69,4	8,3	5,7	1,9	12,8	72,4	5,4	22,2	28,7	34,4	84,5	0,8

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
2007	84,2	64,9	3,7	25,0	105,4	36,1	63,9	103,6	58,3	6,7	62,0	45,3	60,7	68,3	23,1	29,6	35,2
2008	89,6	66,3	4,6	44,4	110,7	39,8	67,7	106,3	48,3	13,6	61,5	58,2	63,8	71,6	21,9	27,8	34,1
2009	96,2	73,5	7,2	65,6	127,1	53,3	78,3	116,1	58,0	14,6	67,6	60,8	69,6	83,0	35,2	35,4	43,8
2010	96,8	83,2	6,6	96,2	142,8	60,1	81,7	119,0	60,8	18,4	68,0	62,7	72,3	93,0	38,0	41,0	48,4

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-17. Deuda bruta consolidada de los distintos sectores de las AAPP en valor nominal. Las tenencias en poder de Administraciones no residentes no están consolidadas. El préstamo intergubernamental en el contexto de la crisis financieras se ha consolidado. 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⁾
2002	2,1	2,7	-0,5	-0,1	0,0	-0,2	0,7	1,6	0,0	-0,5	0,0	2,1
2003	3,1	3,3	-0,2	0,0	-0,6	0,9	0,6	2,1	0,4	0,8	2,7	
2004	3,1	3,2	-0,1	0,0	0,2	0,1	0,1	2,7	0,4	-0,2	2,7	
2005	3,3	3,0	0,2	0,0	0,3	0,5	-0,1	2,6	-0,3	-0,1	3,6	
2006	1,7	1,4	0,1	0,1	0,2	0,3	-0,3	1,5	-0,1	1,1	1,8	
2007	1,2	1,2	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,3	1,1	-0,5	-0,3	1,7	
2008	5,3	5,1	0,1	0,0	0,1	0,5	2,6	2,0	0,7	1,1	4,5	
2009	7,2	7,4	-0,2	0,0	0,1	0,7	1,6	4,8	2,9	2,2	4,3	
2010	7,8	7,9	-0,1	0,0	0,0	3,3	-0,6	5,1	4,7	4,0	3,1	

2. Zona del euro – Ajuste entre déficit y deuda

Variaciones de la deuda	Déficit (-)/superávit (+) ⁷⁾	Ajuste entre déficit y deuda ⁸⁾												
		Total	Operaciones en los principales instrumentos financieros mantenidos por las AAPP							Efectos de valoración	Efectos tipo de cambio	Otras variaciones en volumen	Otros ⁹⁾	
			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	
2002	2,1	-2,6	-0,5	0,1	0,1	0,0	0,1	-0,1	-0,4	0,1	-0,5	-0,1	-0,1	-0,1
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	-2,5	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	1,7	-1,4	0,3	0,3	0,3	-0,1	0,3	-0,2	-0,4	0,1	0,1	0,0	0,1	-0,3
2007	1,2	-0,7	0,5	0,6	0,2	0,0	0,2	0,1	-0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	-0,1
2008	5,3	-2,0	3,2	3,0	0,8	0,7	0,7	0,9	-0,1	0,6	0,1	0,0	0,0	0,0
2009	7,2	-6,3	0,9	1,1	0,4	0,0	0,3	0,5	-0,3	0,5	-0,2	0,0	0,0	0,0
2010	7,8	-6,0	1,9	2,4	0,3	0,5	1,3	0,2	0,0	0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,4

Fuente: BCE.

- Los datos se refieren al Euro-17 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). El préstamo intergubernamental en el contexto de la crisis financieras se ha consolidado.
- 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 3	Impuestos indirectos 4	Cotizaciones sociales 5	Ventas 6	Rentas de la propiedad 7	8	Impuestos sobre el capital 9	
2004 IV	48,3	47,3	12,9	14,2	16,2	2,3	0,7	1,0	0,4	43,6
2005 I	42,5	42,0	10,0	13,1	15,3	2,1	0,6	0,5	0,3	38,5
II	44,5	43,9	11,6	13,2	15,1	2,2	1,1	0,6	0,3	40,1
III	43,7	43,0	11,1	13,0	15,2	2,1	0,8	0,7	0,3	39,7
IV	48,2	47,5	13,3	14,1	16,1	2,2	0,9	0,8	0,3	43,8
2006 I	42,9	42,5	10,3	13,4	15,1	2,1	0,8	0,4	0,3	39,0
II	45,6	45,1	12,2	13,5	15,1	2,2	1,4	0,5	0,3	41,0
III	43,9	43,4	11,6	13,0	15,1	2,1	0,8	0,5	0,3	40,0
IV	48,6	48,0	14,0	14,2	15,8	2,2	0,9	0,6	0,3	44,3
2007 I	42,6	42,2	10,3	13,5	14,8	2,0	0,9	0,4	0,3	38,8
II	45,9	45,4	12,7	13,5	15,0	2,2	1,4	0,4	0,3	41,4
III	43,9	43,4	12,2	12,8	14,8	2,1	0,8	0,5	0,3	40,0
IV	48,9	48,3	14,4	14,1	15,7	2,2	1,0	0,6	0,3	44,5
2008 I	42,8	42,5	10,7	13,0	14,8	2,1	1,1	0,3	0,2	38,7
II	45,3	44,9	12,6	12,8	15,0	2,2	1,5	0,4	0,3	40,7
III	43,5	43,1	12,0	12,5	15,0	2,0	0,8	0,4	0,3	39,7
IV	48,3	47,8	13,6	13,6	16,3	2,3	1,1	0,5	0,3	43,8
2009 I	42,7	42,5	10,3	12,5	15,5	2,3	1,1	0,2	0,2	38,5
II	44,8	44,2	11,5	12,6	15,6	2,3	1,4	0,6	0,5	40,2
III	42,8	42,5	11,0	12,3	15,5	2,2	0,7	0,3	0,3	39,0
IV	48,0	47,3	12,7	13,8	16,4	2,4	0,9	0,7	0,5	43,4
2010 I	42,3	42,1	10,1	12,5	15,5	2,3	0,9	0,2	0,3	38,3
II	44,7	44,2	11,5	12,9	15,3	2,4	1,3	0,5	0,3	40,0
III	43,1	42,8	10,9	13,0	15,2	2,2	0,7	0,3	0,3	39,3
IV	47,8	47,1	12,7	13,7	16,4	2,4	1,0	0,7	0,3	43,0

2. Zona del euro – Empleos y déficit/superávit (datos trimestrales)

	Total		Empleos corrientes						Empleos de capital			Déficit (-)/ superávit (+)	Déficit (-)/ superávit (+) primario
	Total 1	Remuneración de asalariados 2	Consumo intermedio 3	Intereses 4	Transf. corrientes 5	Prestaciones sociales 6	Subvenciones 7	Inversión 8	Transf. de capital 9	10	11		
2004 IV	50,2	45,0	11,0	5,8	2,9	25,4	21,9	1,4	5,2	3,1	2,1	-1,9	1,0
2005 I	47,2	43,5	10,2	4,7	3,1	25,5	21,8	1,2	3,7	1,9	1,8	-4,8	-1,6
II	46,3	43,0	10,2	5,0	3,2	24,6	21,4	1,1	3,4	2,3	1,1	-1,8	1,3
III	45,8	42,4	9,9	4,8	3,0	24,7	21,4	1,2	3,4	2,5	1,0	-2,1	0,9
IV	49,9	45,0	11,1	5,8	2,8	25,3	21,8	1,3	4,8	3,1	1,7	-1,6	1,1
2006 I	45,8	42,6	10,0	4,6	3,0	25,1	21,6	1,1	3,2	1,9	1,3	-2,9	0,1
II	45,7	42,5	10,2	4,9	3,1	24,2	21,2	1,1	3,2	2,3	1,0	-0,1	3,0
III	45,4	41,9	9,8	4,7	2,9	24,5	21,2	1,2	3,4	2,5	1,0	-1,5	1,5
IV	49,8	44,4	10,7	5,8	2,7	25,2	21,6	1,4	5,4	3,2	2,2	-1,2	1,5
2007 I	44,8	41,5	9,8	4,5	3,0	24,3	20,9	1,1	3,2	2,0	1,2	-2,1	0,8
II	44,9	41,7	9,9	4,9	3,2	23,7	20,8	1,1	3,2	2,3	0,9	0,9	4,1
III	44,7	41,2	9,5	4,8	3,0	24,0	20,8	1,2	3,4	2,5	0,9	-0,8	2,2
IV	49,6	44,5	10,7	5,8	2,8	25,2	21,4	1,5	5,1	3,4	1,7	-0,8	2,1
2008 I	45,2	42,0	9,7	4,7	3,0	24,6	20,9	1,2	3,2	2,0	1,2	-2,4	0,6
II	45,7	42,3	10,1	5,0	3,3	24,0	20,9	1,1	3,4	2,4	1,0	-0,4	2,8
III	45,7	42,1	9,6	4,8	3,1	24,5	21,4	1,2	3,6	2,5	1,0	-2,3	0,8
IV	51,5	46,3	11,0	6,1	2,8	26,4	22,4	1,4	5,2	3,5	1,7	-3,2	-0,4
2009 I	49,1	45,6	10,5	5,3	2,9	26,9	23,0	1,3	3,5	2,2	1,2	-6,4	-3,5
II	50,5	46,4	10,9	5,5	3,0	27,0	23,4	1,3	4,1	2,8	1,3	-5,7	-2,7
III	49,6	45,7	10,3	5,3	2,9	27,3	23,6	1,4	3,9	2,7	1,2	-6,8	-3,9
IV	54,4	49,0	11,6	6,5	2,6	28,4	24,1	1,5	5,4	3,4	1,9	-6,4	-3,8
2010 I	50,2	46,6	10,6	5,2	2,8	28,1	23,8	1,4	3,6	2,0	1,5	-7,9	-5,1
II	49,3	45,9	10,7	5,5	2,9	26,8	23,3	1,3	3,4	2,4	1,2	-4,7	-1,8
III	49,4	45,2	10,1	5,2	2,9	27,0	23,3	1,3	4,1	2,4	1,7	-6,2	-3,3
IV	53,0	47,9	11,2	6,3	2,6	27,9	23,9	1,6	5,1	3,1	2,1	-5,2	-2,7

Fuentes: Cálculos del BCE basados en datos nacionales y de Eurostat.

- Los datos se refieren al Euro-17. 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 ¹⁾

(porcentaje del PIB)

1. Zona del euro – Deuda según los criterios de Maastricht por instrumento financiero ²⁾

	Total 1	Instrumentos financieros			
		Efectivo y depósitos 2	Préstamos 3	Valores a corto plazo 4	Valores a largo plazo 5
2008 I	67,2	2,2	11,4	4,9	48,7
II	67,5	2,2	11,4	4,9	49,0
III	67,6	2,1	11,3	5,5	48,7
IV	70,0	2,3	11,4	6,7	49,6
2009 I	73,7	2,3	11,7	7,9	51,8
II	76,8	2,4	12,1	8,4	53,9
III	78,6	2,4	12,3	9,2	54,8
IV	79,5	2,5	12,5	8,6	56,0
2010 I	81,3	2,4	12,7	8,4	57,8
II	82,6	2,4	13,3	8,1	58,9
III	82,7	2,4	13,2	8,2	58,9
IV	85,3	2,4	15,4	7,7	59,7

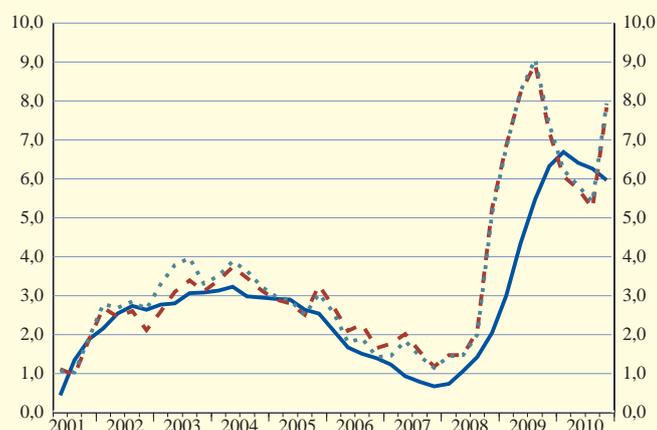
2. Zona del euro – Ajuste entre déficit y deuda

	Variaciones de la deuda 1	Déficit (-)/ 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
2008 I	6,1	-2,4	3,7	3,3	2,0	0,0	0,9	0,3	-0,2	0,6	6,2
II	3,8	-0,4	3,3	3,9	1,9	0,3	1,3	0,5	0,1	-0,7	3,7
III	2,0	-2,3	-0,2	-0,7	-1,5	0,0	0,3	0,6	0,4	0,0	1,6
IV	9,1	-3,2	6,0	5,5	0,6	2,5	0,4	2,1	0,1	0,3	9,0
2009 I	12,8	-6,4	6,4	6,8	5,2	-0,1	1,0	0,8	-0,5	0,1	13,3
II	9,1	-5,7	3,3	3,2	2,3	-0,6	0,3	1,2	-0,4	0,5	9,4
III	4,9	-6,8	-2,0	-2,8	-3,2	0,6	0,0	-0,2	0,2	0,6	4,7
IV	2,3	-6,4	-4,0	-2,5	-2,7	-0,1	0,1	0,2	-0,2	-1,3	2,6
2010 I	8,2	-7,9	0,3	0,8	0,8	0,0	-0,3	0,3	-0,3	-0,2	8,5
II	7,6	-4,7	3,0	3,4	2,0	1,2	-0,2	0,4	-0,1	-0,3	7,7
III	3,0	-6,2	-3,3	-2,9	-2,3	-0,6	-0,1	0,1	0,0	-0,3	3,0
IV	12,4	-5,2	7,1	7,9	0,8	1,5	5,7	-0,2	0,0	-0,7	12,4

G30 Déficit, necesidad de financiación y variaciones de la deuda

(suma móvil de cuatro trimestres en porcentaje del PIB)

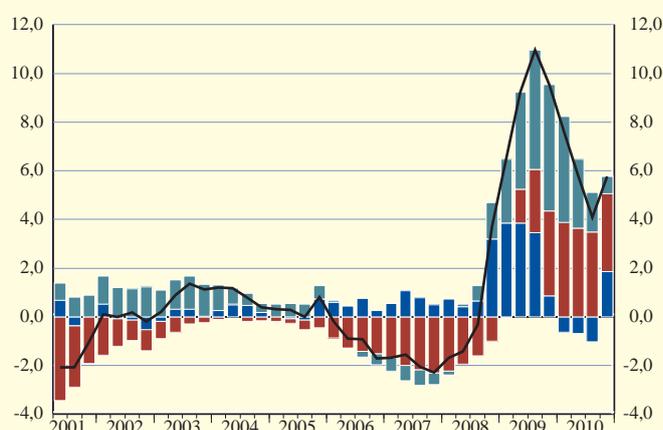
- Déficit
- - - Variaciones de la deuda
- ... Necesidad de financiación



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 datos se refieren al Euro-17. El préstamo intergubernamental en el contexto de la crisis financieras se ha consolidado.

2) 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

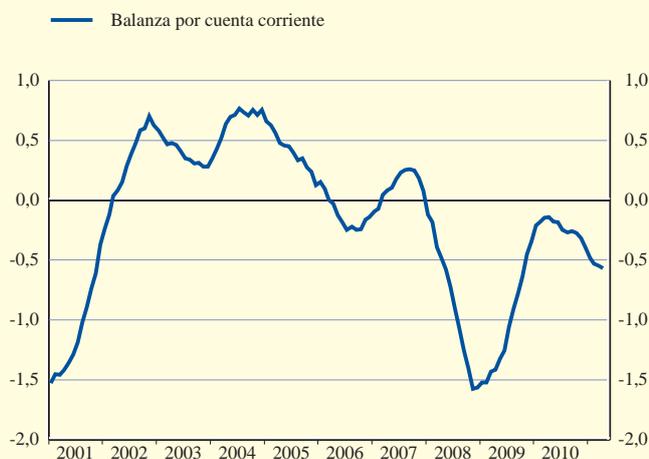
7.1 Resumen de la balanza de pagos ¹⁾

(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	-142,4	-22,5	41,1	-63,3	-97,7	9,2	-133,2	141,5	-236,0	283,3	-82,9	180,5	-3,4	-8,3
2009	-25,7	37,5	33,8	-6,4	-90,6	6,6	-19,1	10,0	-109,4	270,7	37,2	-193,1	4,6	9,2
2010	-36,7	20,7	41,0	1,8	-100,2	7,7	-28,9	34,4	-78,6	143,2	8,0	-28,1	-10,2	-5,4
2010 I	-17,9	1,6	4,4	11,1	-35,1	2,5	-15,5	16,0	-45,2	24,9	2,7	38,2	-4,6	-0,6
II	-18,6	3,3	11,7	-14,8	-18,8	1,7	-16,9	25,4	-29,8	93,7	1,9	-41,4	1,0	-8,5
III	-6,2	8,2	14,6	1,4	-30,4	1,0	-5,1	3,9	-30,8	-17,1	2,4	54,3	-5,0	1,3
IV	6,0	7,6	10,3	4,0	-15,9	2,5	8,5	-10,9	27,2	41,6	1,0	-79,2	-1,6	2,4
2011 I	-31,6	-11,3	6,1	4,9	-31,3	2,5	-29,1	28,6	-20,9	159,6	-6,7	-92,4	-11,1	0,6
2010 Abr	-4,2	1,4	3,0	-1,1	-7,5	-0,6	-4,8	5,1	-18,4	41,5	-4,2	-13,7	-0,1	-0,3
May	-16,0	-1,5	3,7	-12,8	-5,4	1,8	-14,2	20,3	-3,8	51,6	-0,2	-27,2	-0,1	-6,2
Jun	1,7	3,3	5,0	-0,8	-5,9	0,5	2,1	-0,1	-7,6	0,6	6,3	-0,5	1,1	-2,0
Jul	5,5	7,2	5,4	2,3	-9,4	1,4	6,9	0,4	-0,6	-25,1	-1,4	30,7	-3,1	-7,4
Ago	-7,1	-3,8	4,0	2,5	-9,8	0,3	-6,8	2,3	-26,9	0,3	4,7	25,8	-1,6	4,6
Sep	-4,6	4,8	5,2	-3,4	-11,2	-0,7	-5,2	1,2	-3,2	7,8	-1,0	-2,2	-0,2	4,1
Oct	4,0	6,4	2,9	3,3	-8,6	-0,2	3,8	-3,1	-27,7	14,0	-5,2	16,0	-0,2	-0,7
Nov	-3,6	-0,1	3,5	-1,0	-6,0	0,6	-2,9	15,8	45,2	14,2	1,6	-45,2	0,0	-12,9
Dic	5,6	1,3	3,9	1,6	-1,3	2,1	7,6	-23,6	9,8	13,5	4,6	-50,1	-1,3	15,9
2011 Ene	-20,8	-14,1	1,5	0,1	-8,2	0,4	-20,4	18,3	6,5	-18,1	-2,7	38,3	-5,7	2,1
Feb	-8,9	-0,6	2,3	2,9	-13,5	2,2	-6,7	7,4	-22,0	97,3	-2,3	-66,6	1,0	-0,7
Mar	-2,0	3,5	2,3	1,9	-9,6	0,0	-2,0	2,8	-5,4	80,4	-1,7	-64,1	-6,4	-0,8
Abr	-6,5	-3,6	2,6	1,0	-6,6	0,1	-6,5	5,1	-27,0	47,7	0,6	-22,1	5,9	1,3
<i>transacciones acumuladas de 12 meses</i>														
2011 Abr	-52,6	2,8	42,4	-2,3	-95,6	8,4	-44,2	46,9	-62,9	284,1	3,4	-167,1	-10,6	-2,6
<i>transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB</i>														
2011 Abr	-0,6	0,0	0,5	0,0	-1,0	0,1	-0,5	0,5	-0,7	3,1	0,0	-1,8	-0,1	0,0

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

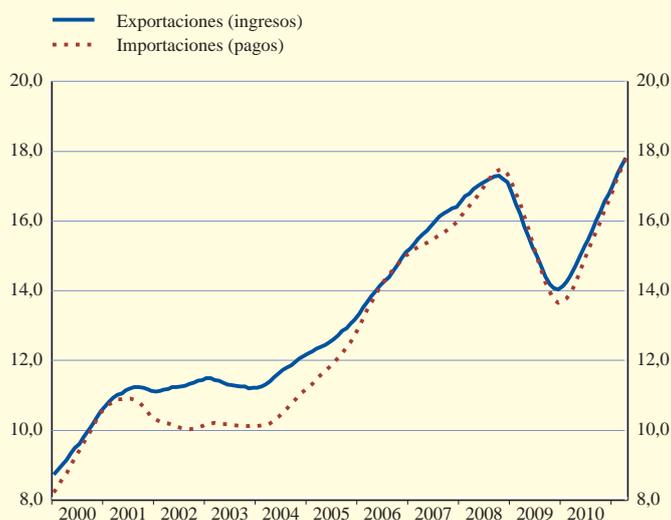
(mm de euros; transacciones)

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	Remesas de trabajadores			Remesas de trabajadores
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2008	2.720,2	2.862,6	-142,4	1.590,2	1.612,8	514,4	473,3	524,3	587,6	91,2	6,9	188,9	21,5	24,5	15,2
2009	2.292,9	2.318,6	-25,7	1.303,6	1.266,0	473,9	440,2	421,5	427,9	93,9	6,4	184,5	22,5	20,6	14,0
2010	2.593,3	2.630,0	-36,7	1.564,3	1.543,6	515,1	474,0	426,3	424,5	87,7	6,3	187,9	22,0	22,2	14,5
2010 I	588,6	606,5	-17,9	350,1	348,5	113,2	108,9	103,4	92,3	21,7	1,5	56,8	5,1	5,5	3,0
II	647,3	665,8	-18,6	388,7	385,4	128,9	117,2	110,8	125,5	18,9	1,7	37,7	5,2	4,8	3,1
III	661,2	667,3	-6,2	403,2	395,0	138,5	123,9	103,9	102,5	15,6	1,7	46,0	5,8	4,8	3,8
IV	696,3	690,3	6,0	422,3	414,7	134,4	124,1	108,2	104,2	31,4	1,6	47,3	6,0	7,1	4,5
2011 I	675,9	707,5	-31,6	424,1	435,4	120,9	114,8	104,4	99,5	26,5	.	57,9	.	5,1	2,6
2011 Feb	220,4	229,3	-8,9	137,7	138,4	37,4	35,1	32,9	30,0	12,4	.	25,9	.	3,0	0,8
Mar	246,3	248,3	-2,0	158,9	155,4	42,7	40,4	39,4	37,5	5,3	.	14,9	.	0,9	0,9
Abr	223,6	230,1	-6,5	140,4	143,9	41,1	38,5	36,1	35,1	6,0	.	12,6	.	1,1	1,0
	Datos desestacionalizados														
2010 III	657,1	665,2	-8,2	395,6	390,3	129,7	118,7	108,0	108,6	23,8	.	47,6	.	.	.
IV	669,5	685,6	-16,0	408,8	408,8	130,8	120,4	105,6	109,7	24,4	.	46,7	.	.	.
2011 I	700,1	715,2	-15,1	436,7	438,5	132,2	120,0	107,9	108,9	23,4	.	47,8	.	.	.
2011 Feb	233,2	239,7	-6,5	146,9	148,8	42,9	39,4	35,4	35,5	8,0	.	16,0	.	.	.
Mar	235,3	238,3	-3,0	146,4	144,5	44,5	40,0	37,5	37,7	7,1	.	16,1	.	.	.
Abr	233,7	238,8	-5,1	146,3	150,4	43,7	40,9	36,1	32,5	7,6	.	14,9	.	.	.
	<i>transacciones acumuladas de 12 meses</i>														
2011 Abr	2.695,0	2.747,3	-52,3	1.650,6	1.648,7	523,0	480,3	428,1	430,8	93,3	.	187,5	.	.	.
	<i>transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB</i>														
2011 Abr	29,1	29,6	-0,6	17,8	17,8	5,6	5,2	4,6	4,6	1,0	.	2,0	.	.	.

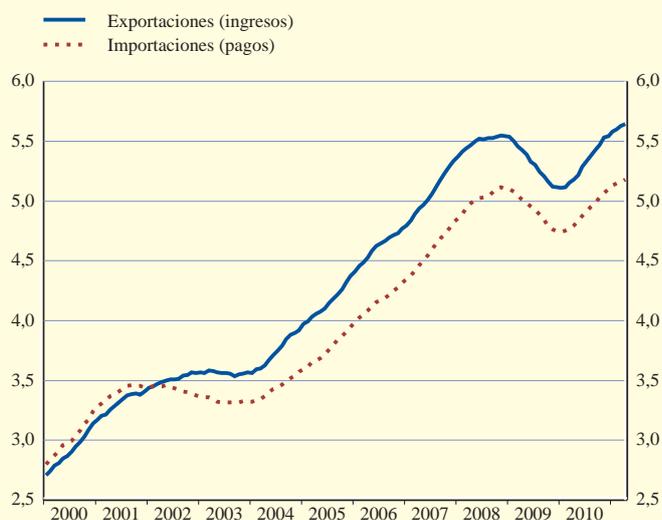
G34 Balanza de pagos de la zona del euro: bienes

(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				
			Beneficios reinvertidos	Beneficios reinvertidos												
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2008	21,1	13,1	503,2	574,5	141,1	-5,2	115,8	17,8	31,3	26,7	39,3	111,1	119,1	128,5	172,4	192,3
2009	21,9	13,8	399,6	414,1	145,6	16,2	98,6	12,0	24,9	24,2	27,4	77,2	98,7	120,8	102,9	93,4
2010	23,1	13,8	403,2	410,7	170,4	0,4	111,4	16,6	22,4	20,1	29,9	85,8	97,6	122,7	82,9	70,7
2009 IV	5,9	4,1	97,4	93,7	40,2	1,6	27,0	-0,1	6,5	5,6	6,1	13,9	22,8	28,5	21,9	18,8
2010 I	5,8	2,7	97,6	89,6	42,6	2,7	25,9	5,8	5,5	4,4	6,0	12,3	23,1	30,2	20,5	16,8
II	5,5	3,3	105,3	122,3	44,9	-8,9	28,7	-3,5	5,8	5,2	9,8	39,5	24,3	31,7	20,5	17,2
III	5,5	3,9	98,4	98,5	40,8	9,5	28,8	7,9	5,3	4,7	7,6	17,0	24,9	31,3	19,8	16,7
IV	6,3	3,9	101,9	100,4	42,1	-2,9	28,0	6,5	5,9	5,8	6,6	17,1	25,3	29,5	22,1	19,9

3. Desagregación geográfica (transacciones acumuladas)

I 2010 a IV 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	2.593,3	862,1	48,7	79,4	407,9	268,3	57,8	46,8	34,1	117,5	36,7	54,8	93,1	196,4	346,2	805,7
Bienes	1.564,3	500,2	30,6	52,7	207,4	209,3	0,2	26,7	18,2	96,0	27,2	34,8	68,2	101,4	183,9	507,7
Servicios	515,1	164,1	10,7	13,6	104,3	29,2	6,2	8,2	7,7	15,4	7,3	12,3	16,3	52,1	75,6	156,1
Rentas	426,3	138,8	6,8	11,6	85,7	26,4	8,3	11,6	7,3	5,7	2,0	6,7	8,0	34,6	81,1	130,6
Rentas de la inversión	403,2	132,0	6,7	11,5	84,1	25,7	4,0	11,6	7,2	5,7	1,9	6,6	8,0	24,0	79,3	126,9
Transferencias corrientes	87,7	59,1	0,6	1,5	10,4	3,5	43,0	0,3	0,9	0,4	0,3	1,0	0,6	8,3	5,5	11,3
Cuenta de capital	22,2	19,1	0,0	0,0	1,1	0,4	17,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,4	0,4	2,1
		Pagos														
Cuenta corriente	2.630,0	814,5	42,2	75,0	355,1	243,0	99,2	-	29,8	-	-	92,4	-	173,3	338,2	-
Bienes	1.543,6	431,0	27,6	46,5	162,1	194,8	0,0	26,0	12,7	202,1	23,4	50,1	105,0	86,2	130,9	476,3
Servicios	474,0	136,6	7,8	11,2	84,9	32,4	0,2	4,8	6,5	12,5	5,1	9,7	10,3	44,0	98,9	145,7
Rentas	424,5	134,6	6,3	15,8	96,0	11,3	5,2	-	8,6	-	-	31,9	-	34,8	101,4	-
Rentas de la inversión	410,7	126,6	6,2	15,7	94,6	4,9	5,2	-	8,4	-	-	31,8	-	34,4	100,5	-
Transferencias corrientes	187,9	112,3	0,5	1,5	12,1	4,5	93,8	1,4	2,1	3,1	0,8	0,6	0,8	8,3	7,1	51,4
Cuenta de capital	14,5	2,5	0,0	0,1	1,2	0,3	0,9	0,2	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,5	1,4	9,2
		Neto														
Cuenta corriente	-36,7	47,7	6,5	4,4	52,8	25,3	-41,4	-	4,3	-	-	-37,6	-	23,1	8,0	-
Bienes	20,7	69,2	3,1	6,1	45,3	14,5	0,2	0,7	5,5	-106,1	3,8	-15,2	-36,8	15,2	52,9	31,4
Servicios	41,0	27,5	2,9	2,5	19,4	-3,2	6,0	3,4	1,3	3,0	2,2	2,5	6,0	8,1	-23,3	10,4
Rentas	1,8	4,3	0,5	-4,2	-10,2	15,1	3,1	-	-1,3	-	-	-25,2	-	-0,3	-20,2	-
Rentas de la inversión	-7,5	5,4	0,5	-4,3	-10,5	20,8	-1,2	-	-1,3	-	-	-25,1	-	-10,5	-21,1	-
Transferencias corrientes	-100,2	-53,3	0,1	0,0	-1,6	-1,0	-50,7	-1,1	-1,2	-2,7	-0,5	0,4	-0,2	0,0	-1,5	-40,0
Cuenta de capital	7,7	16,6	0,0	-0,1	-0,1	0,1	16,6	-0,2	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1	0,0	-0,1	-1,0	-7,1

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 ^{b)}			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)														
2007	13.992,8	15.266,8	-1.274,0	155,0	169,1	-14,1	3.726,7	3.221,9	4.631,1	6.538,1	-28,9	5.316,7	5.506,8	347,2
2008	13.331,7	14.983,0	-1.651,3	144,1	162,0	-17,9	3.889,7	3.320,2	3.727,6	5.938,3	-29,8	5.370,1	5.724,4	374,2
2009	13.733,3	15.203,2	-1.469,9	153,4	169,8	-16,4	4.262,0	3.478,6	4.226,3	6.737,2	-45,4	4.830,9	4.987,5	459,6
2010 II	14.925,7	16.152,1	-1.226,4	164,8	178,4	-13,5	4.583,5	3.604,6	4.627,9	7.137,6	-46,1	5.177,2	5.409,9	583,3
III	14.747,4	16.124,8	-1.377,4	161,6	176,7	-15,1	4.556,9	3.573,6	4.641,8	7.277,0	-55,4	5.051,8	5.274,3	552,2
IV	15.001,4	16.191,9	-1.190,6	163,2	176,2	-13,0	4.615,0	3.609,1	4.809,7	7.358,2	-75,2	5.060,8	5.224,7	591,2
Variaciones de los saldos vivos														
2006	1.545,9	1.845,3	-299,4	18,0	21,5	-3,5	363,3	284,6	485,1	889,8	0,6	691,2	670,9	5,7
2007	1.608,0	1.858,8	-250,9	17,8	20,6	-2,8	572,8	486,8	258,7	591,3	-8,1	763,3	780,7	21,4
2008	-661,1	-283,8	-377,3	-7,1	-3,1	-4,1	163,0	98,3	-903,5	-599,7	-0,9	53,3	217,6	27,0
2009	401,6	220,2	181,4	4,5	2,5	2,0	372,4	158,3	498,7	798,8	-15,6	-539,2	-737,0	85,4
2010 III	-178,3	-27,3	-151,0	-7,8	-1,2	-6,6	-26,6	-31,0	13,9	139,4	-9,3	-125,3	-135,6	-31,0
IV	254,0	67,1	186,9	10,6	2,8	7,8	58,1	35,5	167,9	81,2	-19,8	8,9	-49,6	39,0
Transacciones														
2007	1.940,3	1.943,2	-3,0	21,5	21,5	0,0	512,9	422,5	439,5	566,3	66,9	915,8	954,4	5,1
2008	406,6	548,1	-141,5	4,4	5,9	-1,5	328,8	92,8	-7,2	276,1	82,9	-1,2	179,3	3,4
2009	-166,8	-156,8	-10,0	-1,9	-1,8	-0,1	325,3	215,9	84,3	355,0	-37,2	-534,6	-727,7	-4,6
2010	439,4	473,8	-34,4	4,8	5,2	-0,4	166,5	87,9	140,7	283,9	-8,0	130,0	101,9	10,2
2010 III	81,1	84,9	-3,9	3,5	3,7	-0,2	28,1	-2,6	53,2	36,1	-2,4	-2,8	51,5	5,0
IV	49,8	38,9	10,9	2,1	1,6	0,5	7,1	34,3	42,9	84,5	-1,0	-0,8	-80,0	1,6
2011 I	139,1	167,6	-28,6	6,1	7,3	-1,2	53,6	32,6	28,9	188,6	6,7	38,8	-53,5	11,1
2010 Dic	-109,5	-133,0	23,6	.	.	.	0,0	9,8	-19,6	-6,1	-4,6	-86,7	-136,7	1,3
2011 Ene	140,4	158,7	-18,3	.	.	.	26,3	32,8	39,5	21,4	2,7	66,2	104,6	5,7
Feb	39,0	46,4	-7,4	.	.	.	8,7	-13,4	-1,9	95,4	2,3	31,0	-35,6	-1,0
Mar	-40,3	-37,5	-2,8	.	.	.	18,6	13,3	-8,7	71,7	1,7	-58,4	-122,5	6,4
Abr	146,1	151,2	-5,1	.	.	.	40,6	13,6	-5,0	42,7	-0,6	117,0	94,8	-5,9
Otros flujos														
2006	-182,3	123,3	-305,6	-2,1	1,4	-3,6	-54,7	26,2	-35,2	183,4	0,0	-96,9	-86,3	4,4
2007	-332,3	-84,4	-247,9	-3,7	-0,9	-2,7	59,9	64,3	-180,8	25,1	-75,1	-152,6	-173,8	16,3
2008	-1.067,7	-831,9	-235,8	-11,5	-9,0	-2,5	-165,8	5,5	-896,3	-875,8	-83,8	54,5	38,3	23,7
2009	568,4	377,0	191,4	6,3	4,2	2,1	47,1	-57,6	414,4	443,9	21,6	-4,6	-9,3	89,9
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	-	.	.	.	15,1	10,6	13,6	13,7	.	20,5	18,8	0,3
2007	15,6	14,3	-	.	.	.	15,8	15,1	10,0	9,4	.	20,2	20,2	1,6
2008	2,9	3,6	-	.	.	.	8,9	2,9	-0,5	4,4	.	-0,1	3,3	1,0
2009	-1,3	-1,1	-	.	.	.	8,4	6,6	2,2	5,9	.	-10,0	-12,6	-1,2
2010 III	3,3	3,2	-	.	.	.	5,3	3,7	3,0	4,0	.	2,1	1,7	1,7
IV	3,1	3,1	-	.	.	.	3,8	2,5	3,2	4,1	.	2,7	2,0	2,0
2011 I	2,6	2,7	-	.	.	.	3,9	3,4	2,3	5,4	.	1,7	-1,4	2,8

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	3.889,7	3.016,6	214,5	2.802,2	873,0	13,1	859,9	3.320,2	2.360,4	67,1	2.293,2	959,8	19,0	940,8
2009	4.262,0	3.291,0	228,5	3.062,4	971,1	14,7	956,4	3.478,6	2.531,3	78,2	2.453,1	947,3	18,5	928,8
2010 III	4.556,9	3.497,5	243,2	3.254,3	1.059,4	15,7	1.043,7	3.573,6	2.721,9	82,9	2.639,0	851,7	16,1	835,6
IV	4.615,0	3.522,0	247,6	3.274,4	1.093,0	16,0	1.077,0	3.609,1	2.721,8	86,4	2.635,4	887,3	10,9	876,3
Transacciones														
2008	328,8	195,4	9,3	186,1	133,4	-0,3	133,7	92,8	57,7	-8,2	65,9	35,0	1,6	33,5
2009	325,3	234,1	18,2	215,9	91,1	2,4	88,8	215,9	216,4	8,6	207,8	-0,5	-0,6	0,1
2010	166,5	51,6	7,6	44,0	114,9	1,3	113,6	87,9	136,8	8,0	128,8	-48,9	-7,5	-41,3
2010 III	28,1	34,3	0,9	33,4	-6,2	0,2	-6,4	-2,6	32,5	2,4	30,1	-35,2	-0,1	-35,1
IV	7,1	-28,0	0,9	-28,9	35,1	0,3	34,8	34,3	-8,6	2,0	-10,5	42,9	-4,9	47,9
2011 I	53,6	40,9	5,1	35,8	12,7	0,1	12,6	32,6	15,4	0,2	15,2	17,3	2,3	15,0
2010 Dic	0,0	-15,3	0,9	-16,3	15,3	0,1	15,2	9,8	11,1	0,2	10,9	-1,3	-6,5	5,2
2011 Ene	26,3	32,4	0,5	32,0	-6,2	0,2	-6,4	32,8	6,3	0,3	6,0	26,4	2,8	23,6
Feb	8,7	1,8	0,2	1,6	6,8	-0,1	6,9	-13,4	3,0	0,2	2,7	-16,3	-0,5	-15,8
Mar	18,6	6,6	4,4	2,3	12,0	-0,1	12,1	13,3	6,1	-0,4	6,5	7,2	-0,1	7,2
Abr	40,6	37,0	5,8	31,2	3,7	0,7	3,0	13,6	6,8	0,4	6,4	6,8	0,0	6,8
Tasas de crecimiento														
2008	8,9	6,6	4,1	6,9	17,9	-1,2	18,2	2,9	2,4	-13,1	2,8	4,3	8,5	4,2
2009	8,4	7,7	8,5	7,7	10,5	18,3	10,3	6,6	9,3	12,8	9,2	-0,1	-3,1	0,0
2010 III	5,3	4,3	4,0	4,4	8,6	10,7	8,6	3,7	9,2	12,2	9,1	-10,3	-14,3	-10,2
IV	3,8	1,5	3,3	1,4	11,7	8,6	11,8	2,5	5,4	10,1	5,2	-5,1	-40,4	-4,4
2011 I	3,9	2,2	2,6	2,2	9,5	7,1	9,5	3,4	3,3	8,5	3,1	3,7	-27,7	4,4

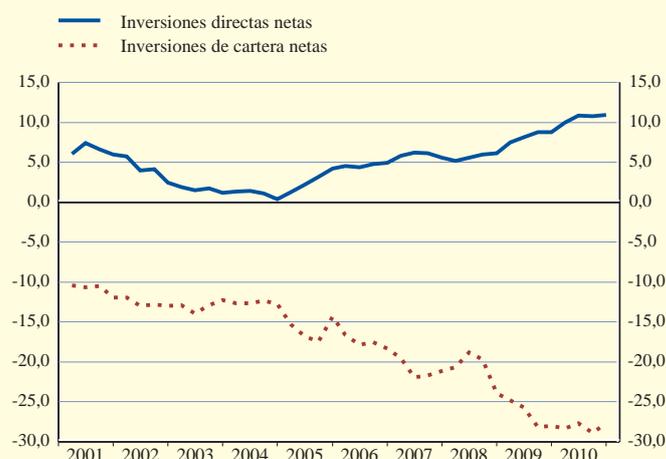
G36 Posición de inversión internacional de la zona del euro

(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	Bonos y obligaciones			Instrumentos del mercado monetario							
	1	2	3	Euro-sistema	5	AAPP	6	7	8	Euro-sistema	10	11	12	13	14	15	16
				4														9	14
Saldos vivos (posición de inversión internacional)																	
2008	3.727,6	1.128,6	68,4	3,0	1.060,2	27,1	2.164,2	964,8	20,3	1.199,4	18,6	434,8	358,1	61,7	76,7	1,3	
2009	4.226,3	1.488,7	76,2	3,4	1.412,5	34,4	2.339,5	917,5	17,1	1.422,0	36,5	398,1	327,3	44,9	70,8	2,0	
2010 III	4.641,8	1.699,8	88,8	3,4	1.611,0	42,0	2.551,6	893,7	17,0	1.657,8	40,4	390,5	316,8	49,0	73,7	0,5	
IV	4.809,7	1.900,9	96,9	3,6	1.804,0	45,3	2.510,8	800,7	15,6	1.710,1	77,1	398,0	312,9	41,7	85,1	0,2	
Transacciones																	
2008	-7,2	-98,0	-35,7	0,6	-62,3	0,0	80,7	41,0	3,2	39,7	2,6	10,1	34,9	14,9	-24,8	0,4	
2009	84,3	46,8	-3,2	0,0	50,0	1,5	30,2	-98,3	-3,8	128,5	17,5	7,2	11,8	-12,8	-4,5	0,9	
2010	140,7	81,0	8,4	-0,2	72,6	1,9	103,7	-123,6	-1,2	227,3	51,4	-44,0	-56,5	-10,8	12,5	-1,9	
2010 III	53,2	10,6	1,8	0,0	8,8	-1,3	59,7	6,0	-0,1	53,7	-2,1	-17,1	-7,5	7,2	-9,6	0,3	
IV	42,9	42,7	2,8	0,0	39,9	-0,7	0,1	-97,3	-0,5	97,4	53,4	0,1	-13,2	-9,5	13,3	-0,3	
2011 I	28,9	-0,9	-8,2	0,1	7,3	.	27,6	13,0	1,0	14,6	.	2,2	-4,3	2,0	6,5	.	
2010 Dic	-19,6	9,3	-2,7	0,1	11,9	.	-14,8	-12,3	-0,4	-2,5	.	-14,0	-16,5	-7,2	2,5	.	
2011 Ene	39,5	-6,1	-4,1	0,0	-2,1	.	37,5	31,2	0,1	6,2	.	8,1	1,7	3,1	6,5	.	
Feb	-1,9	4,7	-3,2	0,1	7,9	.	2,7	-4,4	0,4	7,2	.	-9,3	-9,8	-0,8	0,5	.	
Mar	-8,7	0,6	-0,9	0,0	1,5	.	-12,6	-13,9	0,5	1,3	.	3,3	3,8	-0,2	-0,5	.	
Abr	-5,0	13,5	3,6	0,0	9,8	.	-6,4	-11,0	0,2	4,6	.	-12,1	-15,9	-2,6	3,8	.	
Tasas de crecimiento																	
2008	-0,5	-5,9	-27,6	24,6	-4,2	-0,1	3,6	4,2	20,1	3,1	15,4	2,7	11,9	41,1	-27,7	65,9	
2009	2,2	3,4	-5,1	-0,7	3,9	5,4	1,3	-10,0	-18,9	10,5	93,7	1,1	2,6	-22,1	-6,0	68,4	
2010 III	3,0	5,2	7,8	-7,5	5,1	8,5	5,0	-4,7	-7,1	11,6	-7,8	-14,9	-17,3	-2,6	-2,4	-67,9	
IV	3,2	5,1	10,9	-5,2	4,8	5,2	4,3	-13,4	-6,8	15,2	121,3	-10,4	-16,1	-23,6	18,4	-91,3	
2011 I	2,3	2,6	-9,8	-2,7	3,3	.	3,2	-12,3	-1,8	12,5	.	-4,8	-12,2	-7,4	32,0	.	

4. Inversiones de cartera: Pasivos

	Total	Acciones y participaciones			Valores distintos de acciones								
		Total		IFM	No IFM	Bonos y obligaciones			Instrumentos del mercado monetario				
	1	2	3	4	5	6	7	AAPP	8	9	10	11	12
Saldos vivos (posición de inversión internacional)													
2008	5.938,3	2.185,3	616,9	1.568,4	3.372,6	1.198,8	2.173,8	1.426,8	380,4	62,0	318,4	269,9	
2009	6.737,2	2.751,8	686,6	2.065,1	3.460,8	1.132,1	2.328,7	1.477,1	524,6	67,7	456,9	422,3	
2010 III	7.277,0	2.942,9	670,5	2.272,4	3.810,1	1.173,9	2.636,2	1.740,7	523,9	99,5	424,4	377,8	
IV	7.358,2	3.147,1	654,2	2.492,9	3.735,6	1.160,8	2.574,8	1.704,3	475,5	81,1	394,4	358,2	
Transacciones													
2008	276,1	-84,6	84,5	-169,1	177,8	6,8	171,0	154,3	182,9	-33,1	216,0	192,8	
2009	355,0	111,8	2,2	109,6	123,3	7,7	115,5	93,4	119,9	-13,5	133,3	155,5	
2010	283,9	147,5	-5,8	153,2	134,4	45,7	88,7	187,1	2,1	45,1	-43,0	-33,4	
2010 III	36,1	39,7	15,8	23,9	-37,4	16,1	-53,5	-28,5	33,8	23,5	10,3	11,7	
IV	84,5	77,0	-9,3	86,3	33,2	26,6	6,6	36,4	-25,7	-3,5	-22,2	-16,7	
2011 I	188,6	79,0	2,0	77,0	60,7	44,3	16,4	.	48,9	49,6	-0,8	.	
2010 Dic	-6,1	28,6	-14,3	42,9	17,8	17,6	0,2	.	-52,5	-5,4	-47,1	.	
2011 Ene	21,4	9,0	-0,2	9,2	0,9	33,0	-32,1	.	11,5	13,4	-2,0	.	
Feb	95,4	36,9	5,9	31,0	30,9	9,9	21,0	.	27,7	24,0	3,7	.	
Mar	71,7	33,1	-3,7	36,8	28,9	1,4	27,5	.	9,7	12,2	-2,5	.	
Abr	42,7	-28,5	3,6	-32,1	71,5	13,7	57,7	.	-0,3	15,0	-15,3	.	
Tasas de crecimiento													
2008	4,4	-3,7	14,9	-8,1	5,9	0,7	9,2	13,8	78,0	-24,7	218,2	269,4	
2009	5,9	4,8	0,4	6,6	3,6	0,7	5,3	6,6	31,8	-28,6	41,8	58,1	
2010 III	4,0	4,1	-0,7	5,7	3,3	2,0	3,9	10,4	8,9	148,4	-4,7	-3,8	
IV	4,1	5,2	-0,9	7,1	3,8	3,9	3,8	12,4	0,4	70,5	-9,5	-8,1	
2011 I	5,4	7,4	1,6	9,0	3,5	6,8	2,0	.	8,9	76,5	-3,5	.	

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	5.370,1	28,8	27,8	1,0	3.272,5	3.213,2	59,2	90,8	12,3	42,6	8,8	1.977,9	188,9	1.595,6	431,7
2009	4.830,9	30,2	29,8	0,4	2.835,9	2.805,4	30,5	109,2	8,4	63,6	11,4	1.855,6	192,4	1.478,8	398,1
2010 III	5.051,8	25,0	24,4	0,6	2.963,2	2.930,7	32,5	115,9	8,3	69,1	11,0	1.947,7	207,9	1.528,3	438,0
IV	5.060,8	32,6	32,0	0,7	2.970,4	2.937,9	32,5	152,9	8,4	104,7	15,9	1.904,9	213,3	1.505,0	428,1
Transacciones															
2008	-1,2	-9,4	-9,5	0,0	-42,6	-59,2	16,6	-5,7	-1,1	-5,9	-4,7	56,6	-0,3	48,3	-21,9
2009	-534,6	0,1	0,0	0,1	-421,7	-401,2	-20,5	10,7	-0,4	9,3	1,2	-123,7	1,0	-129,3	-50,8
2010	130,0	-2,9	-2,9	0,0	8,4	-0,5	9,0	39,6	-0,2	38,8	4,8	84,9	11,8	63,1	29,1
2010 III	-2,8	1,5	1,6	-0,1	-15,8	-14,6	-1,2	-4,0	-0,1	-4,1	-2,4	15,5	2,3	17,1	11,2
IV	-0,8	6,1	6,0	0,1	-28,0	-27,6	-0,4	34,6	0,0	34,6	4,8	-13,5	2,2	-20,4	-6,7
2011 I	38,8	2,5	.	.	62,5	.	.	-6,9	.	.	-3,1	-19,3	.	.	4,9
2010 Dic	-86,7	6,9	.	.	-85,8	.	.	3,8	.	.	1,7	-11,6	.	.	-9,8
2011 Ene	66,2	-0,5	.	.	59,4	.	.	-5,9	.	.	-4,3	13,3	.	.	18,1
Feb	31,0	3,0	.	.	41,4	.	.	0,3	.	.	2,0	-13,7	.	.	-5,7
Mar	-58,4	0,0	.	.	-38,3	.	.	-1,2	.	.	-0,8	-18,9	.	.	-7,5
Abr	117,0	5,6	.	.	95,4	.	.	1,7	.	.	-0,3	14,2	.	.	4,4
Tasas de crecimiento															
2008	-0,1	-26,2	-26,9	1,0	-1,3	-1,8	23,6	-6,0	-8,8	-12,3	-35,8	3,1	-0,2	3,2	-5,9
2009	-10,0	-0,3	-1,4	24,1	-12,8	-12,4	-36,9	11,2	-3,5	18,9	12,0	-6,5	0,5	-8,4	-13,1
2010 III	2,1	-13,4	-13,1	-22,0	1,0	0,8	21,4	11,1	-3,2	17,9	9,1	3,5	5,3	3,3	-0,8
IV	2,7	-13,1	-12,9	-9,9	0,4	0,1	28,2	35,4	-2,7	59,2	41,5	4,5	5,9	4,3	7,4
2011 I	1,7	22,6	.	.	0,5	.	.	37,1	.	.	69,7	1,3	.	.	6,7

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	5.724,4	482,9	482,6	0,3	3.762,9	3.708,8	54,1	62,3	0,0	58,0	4,3	1.416,3	178,2	1.059,7	178,4
2009	4.987,5	252,0	251,6	0,4	3.398,9	3.360,4	38,6	71,6	0,0	67,3	4,4	1.264,9	175,1	911,3	178,5
2010 III	5.274,3	249,2	247,5	1,8	3.606,5	3.559,3	47,3	92,0	0,0	86,4	5,6	1.326,5	185,5	948,4	192,7
IV	5.224,7	268,9	265,8	3,0	3.507,2	3.456,0	51,3	138,8	0,0	133,3	5,4	1.309,7	191,1	955,6	163,0
Transacciones															
2008	179,3	281,0	280,9	0,1	-174,7	-186,0	11,3	9,3	0,0	10,6	-1,3	63,7	9,0	46,7	8,0
2009	-727,7	-233,1	-233,3	0,2	-353,2	-341,9	-11,4	12,5	0,0	12,4	0,1	-153,8	-5,5	-125,7	-22,6
2010	101,9	8,9	6,3	2,6	-3,0	-9,6	6,6	64,4	0,0	63,7	0,7	31,6	10,2	4,5	16,9
2010 III	51,5	-2,6	-3,6	1,0	1,9	6,0	-4,1	5,3	0,0	5,4	-0,1	46,9	1,0	34,9	11,0
IV	-80,0	17,3	16,0	1,3	-105,1	-108,5	3,5	45,8	0,0	45,5	0,3	-38,1	2,4	-34,8	-5,7
2011 I	-53,5	9,6	.	.	-77,7	.	.	28,5	.	.	.	-13,9	.	.	.
2010 Dic	-136,7	12,9	.	.	-152,0	.	.	22,9	.	.	.	-20,5	.	.	.
2011 Ene	104,6	7,1	.	.	64,0	.	.	13,6	.	.	.	19,9	.	.	.
Feb	-35,6	4,6	.	.	-17,1	.	.	7,2	.	.	.	-30,4	.	.	.
Mar	-122,5	-2,1	.	.	-124,6	.	.	7,7	.	.	.	-3,5	.	.	.
Abr	94,8	0,6	.	.	103,6	.	.	-1,8	.	.	.	-7,6	.	.	.
Tasas de crecimiento															
2008	3,3	141,1	141,2	.	-4,4	-4,7	18,2	17,7	.	22,5	-23,2	4,8	5,3	4,6	5,9
2009	-12,6	-48,0	-48,1	.	-9,4	-9,2	-20,3	19,8	.	21,0	1,9	-10,8	-3,4	-11,8	-11,8
2010 III	1,7	-8,2	-8,6	.	0,5	0,4	11,3	18,2	.	17,8	26,9	6,2	4,5	5,4	11,8
IV	2,0	3,4	2,4	.	0,0	-0,2	17,2	87,9	.	93,5	10,8	2,4	5,7	0,3	9,4
2011 I	-1,4	9,4	.	.	-5,1	.	.	113,1	.	.	.	0,0	.	.	.

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
IV	591,2	366,2	346,962	54,2	15,8	155,0	7,7	16,1	131,3	0,5	111,2	19,5	0,0	0,0	26,3	-24,4	54,5
2011 Abr	571,7	358,5	346,987	50,0	21,3	141,8	5,4	16,5	119,4	-	-	-	0,6	0,0	22,0	-21,6	51,4
May	592,7	370,6	346,988	50,8	22,5	148,8	4,5	15,7	128,4	-	-	-	0,2	0,0	21,7	-23,5	52,4
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 III	5,0	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	1,6	0,0	-	0,1	0,1	1,3	-0,4	-0,5	2,1	0,0	3,2	-1,1	0,1	0,0	-	-	-
2011 I	11,1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Tasas de crecimiento																	
2008	1,0	-1,3	-	-2,5	105,6	1,7	67,7	-68,9	10,8	28,0	17,9	-20,6	-	-	-	-	-
2009	-1,2	-0,9	-	-2,6	45,5	-4,4	41,1	-21,3	-7,3	1,0	-12,8	25,3	-	-	-	-	-
2010	2,0	0,0	-	-0,1	45,4	3,6	-43,3	76,2	3,4	-5,2	10,3	-25,5	-	-	-	-	-
2010 III	1,7	0,0	-	1,0	27,8	3,2	-45,3	93,8	2,8	-5,2	9,0	-22,0	-	-	-	-	-
IV	2,0	0,0	-	-0,1	45,4	3,6	-43,3	76,2	3,4	-5,2	10,3	-25,5	-	-	-	-	-
2011 I	2,8	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

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	9.991,0	5.144,6	240,5	2.996,3	172,6	189,6	1.247,3	1.235,4	202,1	5.228,6	2.077,6
2008	10.916,9	5.309,2	380,4	3.372,6	178,2	237,0	1.439,4	1.759,0	482,9	5.023,7	2.211,8
2009	10.413,3	4.590,5	524,6	3.460,8	175,1	221,8	1.440,4	1.971,0	252,0	4.598,7	2.151,1
2010 II	11.176,9	4.979,5	495,6	3.823,4	183,8	246,7	1.447,9	2.197,4	260,1	4.991,5	2.279,9
III	10.982,6	4.841,4	523,9	3.810,1	185,5	247,4	1.374,3	2.210,6	249,2	4.880,0	2.268,6
IV	10.832,6	4.810,8	475,5	3.735,6	191,2	222,7	1.396,8	2.201,3	268,9	4.749,1	2.216,5
Saldos vivos en porcentaje del PIB											
2007	110,6	57,0	2,7	33,2	1,9	2,1	13,8	13,7	2,2	57,9	23,0
2008	118,1	57,4	4,1	36,5	1,9	2,6	15,6	19,0	5,2	54,4	23,9
2009	116,3	51,3	5,9	38,7	2,0	2,5	16,1	22,0	2,8	51,4	24,0
2010 II	123,6	55,1	5,5	42,3	2,0	2,7	16,0	24,3	2,9	55,2	25,2
III	120,5	53,1	5,7	41,8	2,0	2,7	15,1	24,3	2,7	53,5	24,9
IV	118,0	52,4	5,2	40,7	2,1	2,4	15,2	24,0	2,9	51,7	24,1

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	783,5	116,5	2,3	-17,4	-125,6	257,6	-0,3	45,6	44,2	-28,9	129,7	-42,2	77,4	-0,3	441,4
En el exterior	4.262,0	1.428,3	34,5	123,7	988,9	281,1	0,0	119,6	48,3	77,7	423,5	784,3	540,9	0,0	839,4
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	3.291,0	1.073,8	29,1	79,8	735,3	229,5	0,0	95,2	39,1	58,9	349,5	559,7	484,7	0,0	630,1
Otro capital	971,1	354,5	5,3	43,9	253,7	51,6	0,0	24,4	9,1	18,8	74,1	224,6	56,2	0,0	209,3
En la zona del euro	3.478,6	1.311,8	32,2	141,1	1.114,5	23,6	0,3	73,9	4,1	106,6	293,9	826,4	463,5	0,4	398,0
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	2.531,3	1.077,5	22,7	124,7	922,7	7,2	0,3	61,0	1,1	85,5	201,0	613,4	245,4	0,2	246,4
Otro capital	947,3	234,3	9,5	16,5	191,9	16,4	0,1	13,0	3,0	21,1	92,9	213,0	218,1	0,2	151,6
Inversiones de cartera: Activos	4.226,3	1.424,7	79,0	156,5	1.000,9	89,1	99,2	95,4	47,5	182,0	107,0	1.349,2	434,2	29,3	557,0
Acc. y participaciones	1.488,7	296,8	8,8	28,8	245,3	13,2	0,6	28,6	45,3	85,7	92,4	469,0	193,3	1,5	275,9
Valores distintos de acciones	2.737,6	1.127,9	70,2	127,7	755,6	75,9	98,5	66,8	2,2	96,2	14,6	880,2	240,8	27,8	281,1
Bonos y obligaciones	2.339,5	979,1	62,9	108,0	635,5	74,2	98,4	63,3	1,5	38,1	10,6	739,6	225,5	27,2	254,7
Instrum. mercado monetario	398,1	148,8	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	-156,6	-107,3	49,4	6,8	-96,5	92,2	-159,3	0,3	-8,7	17,0	-118,6	-106,5	-12,4	14,1	165,6
Activos	4.830,9	2.246,0	108,6	85,4	1.847,6	187,9	16,5	26,8	31,6	95,0	238,8	687,3	591,7	61,3	852,4
AAPP	109,2	23,3	0,1	5,4	6,8	0,2	10,6	0,0	3,1	0,2	0,2	3,5	1,9	27,3	49,7
IFM	2.866,1	1.539,2	91,0	51,0	1.240,6	154,0	2,6	15,2	9,3	64,4	125,5	353,0	329,8	20,4	409,4
Otros sectores	1.855,6	683,6	17,5	28,9	600,2	33,7	3,3	11,6	19,1	30,4	113,2	330,8	260,0	13,6	393,3
Pasivos	4.987,5	2.353,3	59,2	78,5	1.944,1	95,6	175,8	26,6	40,3	78,0	357,4	793,8	604,1	47,2	686,8
AAPP	71,6	29,4	0,1	0,4	4,4	0,0	24,5	0,1	0,1	0,5	0,2	22,1	0,3	16,9	2,2
IFM	3.650,9	1.746,4	47,7	44,2	1.486,4	71,6	96,6	19,4	19,1	45,6	270,3	500,3	499,4	27,6	522,9
Otros sectores	1.264,9	577,5	11,4	34,0	453,3	24,0	54,8	7,1	21,2	32,0	86,9	271,4	104,5	2,6	161,8
I 2010 a IV 2010	Transacciones acumuladas														
Inversiones directas	78,6	28,8	-0,6	0,6	6,9	22,0	-0,1	-16,4	3,2	-3,0	-12,8	18,8	15,2	-0,1	44,8
En el exterior	166,5	75,1	2,4	2,4	38,8	31,4	0,0	4,9	3,0	-4,4	-2,6	27,3	1,6	0,0	61,4
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	51,6	49,9	2,4	-1,1	21,2	27,4	0,0	3,5	0,2	-3,0	-15,2	-6,2	-19,3	0,0	41,7
Otro capital	114,9	25,2	0,0	3,5	17,6	4,0	0,0	1,5	2,8	-1,3	12,6	33,5	20,9	0,0	19,7
En la zona del euro	87,9	46,3	3,0	1,9	31,9	9,4	0,1	21,3	-0,2	-1,3	10,2	8,5	-13,5	0,1	16,6
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	136,8	30,6	1,6	4,4	21,7	2,9	0,1	23,2	1,0	1,6	-1,9	15,4	61,0	0,0	6,1
Otro capital	-48,9	15,7	1,5	-2,6	10,3	6,5	0,0	-1,8	-1,2	-2,9	12,1	-6,8	-74,5	0,1	10,6
Inversiones de cartera: Activos	140,7	27,9	1,2	18,6	-11,1	9,5	9,6	-0,8	8,0	-13,2	6,1	25,6	-30,8	-0,4	118,3
Acc. y participaciones	81,0	23,3	1,7	6,1	14,1	1,4	0,1	3,2	7,9	0,0	3,8	11,1	0,5	0,1	31,2
Valores distintos de acciones	59,7	4,7	-0,4	12,5	-25,1	8,1	9,6	-4,0	0,1	-13,3	2,3	14,5	-31,2	-0,5	87,1
Bonos y obligaciones	103,7	30,6	0,1	11,9	1,0	8,2	9,4	-5,6	0,1	-0,1	1,2	23,6	-21,9	-0,5	76,3
Instrum. mercado monetario	-44,0	-25,9	-0,5	0,6	-26,1	-0,1	0,1	1,6	0,0	-13,1	1,2	-9,1	-9,4	0,0	10,8
Otras inversiones	28,1	-23,2	2,2	-15,2	13,4	-8,8	-14,8	-3,8	2,3	-1,8	49,2	-7,7	66,5	-25,3	-28,0
Activos	130,0	39,7	2,5	3,9	25,6	5,8	1,9	0,8	8,4	6,4	10,1	16,5	51,4	-7,0	3,5
AAPP	39,6	17,3	0,6	1,1	13,2	1,8	0,5	1,6	0,0	2,4	0,8	10,7	1,6	0,6	4,7
IFM	5,5	-19,1	-1,2	-1,4	-21,0	3,8	0,7	-1,1	5,3	-0,5	4,4	-8,6	33,9	-7,6	-1,2
Otros sectores	84,9	41,6	3,1	4,2	33,3	0,2	0,8	0,3	3,1	4,5	4,9	14,5	16,0	0,0	0,1
Pasivos	101,9	63,0	0,3	19,2	12,2	14,6	16,8	4,6	6,1	8,2	-39,1	24,2	-15,0	18,3	31,5
AAPP	64,4	49,9	0,1	0,1	45,4	0,1	4,3	0,1	0,0	-0,3	-0,1	4,9	0,2	9,6	0,1
IFM	6,0	17,3	0,8	17,1	-18,7	10,6	7,5	4,6	2,9	7,7	-34,6	-12,9	-16,1	8,6	28,5
Otros sectores	31,6	-4,2	-0,6	2,0	-14,5	3,9	5,0	0,0	3,2	0,8	-4,4	32,3	0,9	0,2	2,8

Fuente: BCE.

7.4 Presentación monetaria de la balanza de pagos ¹⁾

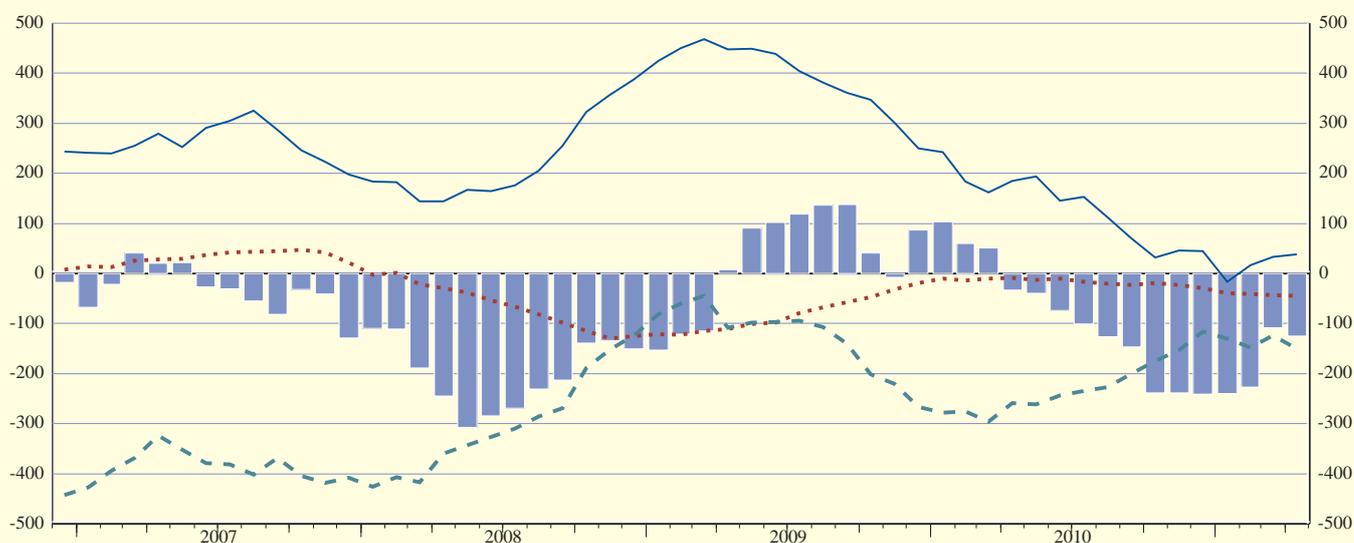
(mm de euros; transacciones)

	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					
	1	2	Por residentes en el exterior	Por no residentes en la zona del euro	Activos		Pasivos		Activos	Pasivos	9	10	11	12
					Acciones y participaciones	Valores distintos de acciones	Acciones y participaciones	Valores distintos de acciones						
3	4	5	6	7	8	9	10	11	12					
2008	-150,2	-124,8	-320,1	99,3	62,1	-14,5	-169,3	387,7	-51,3	73,3	-82,8	-9,9		
2009	86,1	-19,5	-304,6	207,9	-50,0	-124,0	109,7	249,3	113,1	-141,1	37,2	8,1		
2010	-240,4	-29,5	-157,6	87,3	-72,4	-239,9	153,3	44,9	-123,7	95,9	7,9	-6,5		
2010 I	-80,9	-15,5	-41,0	1,1	-26,0	-44,0	26,7	27,6	-32,9	21,3	2,7	-0,9		
II	-43,2	-16,9	-83,7	54,0	2,3	-41,0	16,3	76,9	-58,8	14,7	1,9	-8,9		
III	-65,7	-5,3	-26,9	-5,1	-8,8	-44,1	24,0	-43,6	-11,4	52,1	2,3	1,0		
IV	-50,6	8,1	-6,0	37,3	-39,9	-110,7	86,4	-16,1	-20,6	7,7	1,0	2,2		
2011 I	51,4	-28,0	-48,5	30,2	-7,3	-21,1	104,3	15,6	26,2	14,6	-6,7	-27,9		
2010 Abr	-41,4	-4,8	-22,8	3,5	-4,4	-13,5	0,2	37,0	-26,5	-5,6	-4,2	-0,4		
May	8,9	-14,2	-37,7	33,4	9,3	-20,6	-1,6	53,7	-46,2	39,3	-0,2	-6,3		
Jun	-10,7	2,1	-23,3	17,1	-2,6	-6,9	17,6	-13,8	13,9	-18,9	6,3	-2,1		
Jul	-27,9	6,9	-11,7	11,1	3,3	-28,7	-6,1	-17,4	-4,1	27,6	-1,4	-7,5		
Ago	-9,1	-6,9	-8,7	-18,9	-4,2	0,4	23,3	-25,3	15,0	6,9	4,7	4,5		
Sep	-28,7	-5,3	-6,5	2,7	-7,9	-15,7	6,7	-0,9	-22,3	17,5	-1,0	4,1		
Oct	-80,0	3,7	-11,3	-18,6	-16,3	-85,9	56,1	4,7	-12,5	6,2	-5,2	-0,9		
Nov	-10,1	-3,0	4,2	39,9	-11,7	-24,8	-12,7	26,6	-16,2	-1,0	1,6	-12,9		
Dic	39,4	7,4	1,1	16,1	-11,9	0,0	43,0	-47,3	8,1	2,5	4,5	16,0		
2011 Ene	-26,3	-20,4	-25,6	29,6	2,1	-12,7	9,2	-34,0	-7,3	33,5	-2,7	2,1		
Feb	-0,9	-6,7	-8,6	-13,1	-7,9	-7,6	31,0	24,7	13,4	-23,1	-2,3	-0,7		
Mar	78,6	-2,0	-14,3	13,7	-1,5	-0,8	36,8	25,0	20,1	4,2	-1,7	-0,8		
Abr	-58,5	-6,5	-34,1	13,3	-9,8	-8,4	-32,1	42,4	-15,9	-9,3	0,6	1,3		
<i>transacciones acumuladas de 12 meses</i>														
2011 Abr	-125,2	-44,8	-176,4	126,1	-59,2	-211,9	171,3	38,3	-54,0	85,3	3,4	-3,3		

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	-21,8	1.279,9	628,1	264,4	355,5	1.063,3	1.266,2	734,3	193,9	316,8	840,9	182,1
2010	20,2	22,3	1.535,0	766,0	309,0	420,3	1.271,7	1.543,5	945,0	226,2	345,6	1.014,8	245,5
2010 II	22,3	27,6	380,0	189,9	76,2	103,8	316,3	385,1	236,3	56,4	85,9	253,3	62,2
2010 III	22,8	26,7	397,5	197,7	80,3	108,3	329,9	399,8	244,6	59,5	88,8	265,1	62,3
2010 IV	22,3	25,5	404,3	202,2	83,2	109,9	333,8	405,9	253,2	58,0	88,8	265,1	65,4
2011 I	21,2	24,1	426,6	214,3	85,5	116,0	349,4	435,2	275,4	58,8	91,5	277,3	73,7
2010 Nov	24,5	29,1	135,1	67,9	28,0	36,7	111,8	137,9	85,3	19,7	30,2	89,8	22,2
2010 Dic	21,1	25,1	134,8	67,5	27,5	37,0	110,3	136,6	87,0	19,1	29,1	88,2	22,8
2011 Ene	27,3	30,0	140,5	70,4	27,4	38,3	114,2	144,2	90,9	20,4	30,1	90,9	25,0
2011 Feb	22,2	26,7	142,6	71,5	28,8	38,6	117,1	145,3	91,5	19,1	30,5	92,9	22,9
2011 Mar	15,9	17,0	143,5	72,4	29,3	39,1	118,1	145,7	93,0	19,3	30,8	93,5	25,8
2011 Abr	15,0	17,6	144,4	.	.	.	115,9	147,3	.	.	.	91,1	.
En términos reales (2000 = 100; tasas de variación interanual para las columnas 1 y 2)													
2009	-16,6	-13,5	119,6	114,8	119,0	128,0	116,0	109,8	101,2	115,7	136,4	111,0	102,0
2010	14,8	10,4	136,8	132,5	137,4	143,6	134,1	120,7	113,1	129,0	142,3	127,5	100,3
2010 II	16,4	14,5	135,6	131,7	135,1	141,8	133,5	120,6	113,2	128,8	141,9	127,4	99,7
2010 III	15,9	12,1	139,9	134,8	142,5	145,5	137,3	121,8	114,0	132,2	142,4	129,9	100,3
2010 IV	15,0	10,0	142,3	137,5	147,7	148,6	139,6	123,4	116,5	131,6	144,2	131,5	101,6
2011 I	12,9	7,8	145,7	140,9	148,3	152,2	142,6	125,1	117,9	129,7	144,4	133,3	96,5
2010 Oct	13,8	7,0	142,4	136,9	148,7	147,0	140,3	120,6	112,9	130,2	143,6	129,3	98,5
2010 Nov	17,4	14,4	143,2	138,6	149,9	150,3	140,9	127,5	119,8	136,8	147,2	134,5	105,6
2010 Dic	13,8	8,5	141,3	136,9	144,5	148,5	137,6	122,2	116,8	127,8	141,7	130,8	100,7
2011 Ene	18,1	12,9	144,6	140,0	143,3	150,4	140,0	125,2	118,3	134,5	141,8	130,7	102,9
2011 Feb	13,9	10,3	145,9	140,8	149,7	151,9	143,1	126,0	118,3	127,3	145,0	134,4	91,6
2011 Mar	8,3	1,6	146,6	142,0	152,0	154,3	144,6	124,0	116,9	127,5	146,3	134,9	95,0

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	101,5	-2,7	-4,0	0,5	0,5	-23,7	-2,6	100,2	-8,5	-4,8	2,3	0,9	-28,3	-2,4
2010	105,4	3,9	4,8	1,1	2,2	26,3	3,8	110,0	9,8	9,8	1,5	2,7	27,5	6,0
2010 III	106,3	4,6	6,7	1,6	2,8	19,6	4,5	111,1	10,8	11,9	2,9	4,0	25,8	7,3
2010 IV	106,6	5,1	7,1	2,0	2,9	21,5	5,0	112,6	11,6	13,4	2,3	5,3	25,8	8,0
2011 I	109,1	5,9	8,5	2,0	2,9	25,8	5,8	118,5	12,1	11,3	0,7	5,8	31,8	6,9
2010 Dic	107,4	5,8	7,5	2,4	3,0	27,4	5,6	115,2	13,7	14,8	2,6	6,0	32,9	9,1
2011 Ene	108,5	6,0	8,6	2,4	3,1	25,1	5,9	117,1	12,2	12,2	1,5	6,1	31,7	7,3
2011 Feb	109,1	5,9	8,7	1,9	2,9	25,9	5,8	118,6	12,5	11,8	1,1	5,9	31,3	7,3
2011 Mar	109,7	5,7	8,3	1,6	2,8	26,3	5,6	119,7	11,7	9,8	-0,6	5,4	32,4	6,0
2011 Abr	110,3	5,0	7,1	1,1	2,6	25,1	4,9	119,9	9,4	6,7	-2,5	4,4	30,4	3,7
2011 May	110,2	4,0	5,8	0,9	1,6	22,0	3,9	120,0	8,3	5,2	-3,5	3,4	28,6	2,2

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.

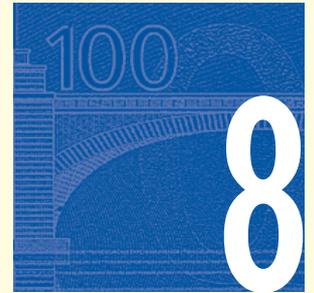
7.5 Comercio exterior de bienes

(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	1.279,9	27,3	41,5	175,3	174,6	50,1	78,9	34,8	152,4	284,4	69,0	28,6	92,0	54,3	29,5
2010	1.535,0	30,2	52,6	195,5	209,4	63,7	93,1	47,4	180,4	354,9	94,7	34,5	104,8	73,2	18,6
2009 IV	330,0	6,7	10,8	45,0	45,4	12,9	19,8	9,3	37,9	75,0	18,9	7,3	23,0	14,4	7,4
2010 I	353,2	7,0	11,9	46,5	47,8	13,7	21,4	10,6	41,3	81,5	21,9	8,0	24,9	16,7	5,5
II	380,0	7,4	13,2	48,0	51,3	15,4	22,9	11,5	45,1	88,3	23,5	8,6	25,6	18,5	5,9
III	397,5	7,6	13,5	50,3	54,2	17,2	24,1	12,1	47,6	91,8	23,9	8,9	26,7	18,9	4,2
IV	404,3	8,2	14,0	50,7	56,1	17,4	24,7	13,2	46,3	93,4	25,4	9,0	27,5	19,1	3,0
2011 I	426,6	8,0	15,0	53,2	59,2	18,6	25,8	15,4	49,8	99,0	28,8	9,3	28,0	20,2	0,5
2010 Nov	135,1	2,6	4,6	17,0	18,6	6,0	8,2	4,5	15,5	31,6	8,6	3,0	9,2	6,6	0,2
Dic	134,8	3,0	4,8	16,7	19,1	5,7	8,6	4,4	15,1	30,8	8,4	2,9	9,3	6,2	1,0
2011 Ene	140,5	2,6	4,9	17,6	19,2	6,0	8,3	4,8	16,5	32,1	9,3	3,1	9,4	6,3	1,8
Feb	142,6	2,7	4,9	17,6	19,8	6,3	8,5	5,1	16,6	33,4	9,6	3,1	9,3	7,0	0,0
Mar	143,5	2,7	5,2	18,0	20,1	6,3	9,0	5,5	16,7	33,5	9,8	3,1	9,3	6,9	-1,3
Abr	144,4	.	.	.	.	6,4	8,9	4,9	16,2	32,3	8,9	3,2	9,3	7,1	.
Porcentaje del total de exportaciones															
2010	100,0	2,0	3,4	12,7	13,6	4,1	6,1	3,1	11,7	23,1	6,2	2,2	6,8	4,8	1,2
Importaciones (cif)															
2009	1.266,2	27,1	38,2	127,1	161,9	84,3	65,2	26,5	116,2	380,1	157,7	44,0	94,8	59,5	-25,4
2010	1.543,5	27,6	47,6	148,3	197,4	111,0	74,2	30,7	128,9	491,2	208,1	50,7	118,6	74,8	-48,5
2009 IV	323,9	6,8	9,9	32,6	43,0	24,6	16,1	6,9	27,9	95,8	38,7	11,0	24,5	15,3	-11,2
2010 I	352,7	6,6	10,4	34,9	45,1	25,7	17,0	7,2	29,3	110,3	45,9	11,7	27,0	16,6	-10,3
II	385,1	6,9	11,9	36,5	48,8	28,3	19,5	7,6	31,7	124,6	53,2	12,7	29,9	18,1	-14,5
III	399,8	7,1	12,6	38,0	50,6	27,5	19,1	7,7	33,9	129,4	55,3	13,3	29,5	19,4	-10,1
IV	405,9	7,1	12,8	39,0	52,9	29,4	18,5	8,2	34,0	126,9	53,6	13,1	32,3	20,8	-13,6
2011 I	435,2	7,3	13,2	41,6	55,9	34,4	19,3	9,0	35,9	135,2	54,6	13,7	35,6	21,4	-16,9
2010 Nov	137,9	2,3	4,3	13,2	17,7	9,7	6,2	2,7	11,4	42,9	17,7	4,6	11,7	6,9	-3,6
Dic	136,6	2,4	4,3	12,8	17,8	10,4	6,3	2,8	11,6	42,1	17,7	4,2	11,3	6,9	-5,4
2011 Ene	144,2	2,3	4,2	13,8	18,3	11,1	6,4	3,0	11,9	44,0	17,7	4,4	12,2	7,2	-4,2
Feb	145,3	2,5	4,4	13,9	18,6	10,4	6,4	3,0	12,0	44,9	18,1	4,5	12,3	7,0	-3,5
Mar	145,7	2,5	4,6	13,9	19,0	12,9	6,4	3,0	11,9	46,3	18,7	4,8	11,1	7,2	-9,1
Abr	147,3	.	.	.	.	12,1	6,4	3,0	11,8	46,4	18,6	4,4	10,3	7,3	.
Porcentaje del total de importaciones															
2010	100,0	1,8	3,1	9,6	12,8	7,2	4,8	2,0	8,4	31,8	13,5	3,3	7,7	4,8	-3,1
Saldo															
2009	13,7	0,2	3,3	48,2	12,7	-34,2	13,7	8,3	36,2	-95,7	-88,7	-15,4	-2,8	-5,2	54,9
2010	-8,6	2,6	5,0	47,1	12,0	-47,3	18,9	16,7	51,5	-136,3	-113,4	-16,3	-13,8	-1,6	67,2
2009 IV	6,1	-0,1	0,9	12,4	2,4	-11,7	3,7	2,4	9,9	-20,7	-19,8	-3,7	-1,5	-0,9	18,6
2010 I	0,5	0,5	1,5	11,6	2,7	-12,0	4,3	3,4	12,1	-28,8	-24,0	-3,8	-2,0	0,2	15,8
II	-5,1	0,5	1,3	11,5	2,5	-12,9	3,4	3,9	13,4	-36,3	-29,7	-4,0	-4,2	0,4	20,4
III	-2,3	0,6	0,9	12,4	3,6	-10,3	4,9	4,4	13,7	-37,6	-31,5	-4,4	-2,8	-0,5	14,4
IV	-1,7	1,1	1,2	11,7	3,2	-12,0	6,2	5,0	12,3	-33,6	-28,2	-4,1	-4,8	-1,7	16,7
2011 I	-8,5	0,7	1,8	11,6	3,3	-15,8	6,5	6,4	14,0	-36,2	-25,8	-4,5	-7,6	-1,2	17,4
2010 Nov	-2,8	0,3	0,3	3,8	0,9	-3,7	2,1	1,8	4,1	-11,4	-9,0	-1,6	-2,5	-0,3	3,7
Dic	-1,8	0,6	0,5	3,9	1,3	-4,7	2,4	1,5	3,5	-11,4	-9,3	-1,3	-2,0	-0,7	6,5
2011 Ene	-3,7	0,4	0,7	3,8	1,0	-5,1	1,9	1,8	4,6	-11,9	-8,4	-1,4	-2,8	-0,9	6,0
Feb	-2,7	0,1	0,5	3,7	1,2	-4,1	2,1	2,1	4,7	-11,5	-8,5	-1,4	-3,0	0,0	3,5
Mar	-2,2	0,2	0,6	4,1	1,1	-6,7	2,6	2,5	4,7	-12,9	-8,9	-1,7	-1,8	-0,3	7,8
Abr	-2,9	.	.	.	.	-5,7	2,5	1,9	4,4	-14,0	-9,7	-1,1	-1,1	-0,2	.

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	105,2	115,3	104,5	117,9	107,1
2009	111,7	110,6	104,9	106,3	120,7	106,3	120,6	108,0
2010	104,6	103,0	98,8	98,6	109,3	98,5	112,3	99,3
2010 II	103,1	101,8	97,4	97,4	108,3	97,3	110,4	97,9
III	102,3	100,8	96,9	96,7	106,6	95,8	109,8	97,2
IV	104,4	102,4	98,7	98,0	109,1	98,2	112,1	98,7
2011 I	103,7	101,5	97,8	97,1	108,4	96,5	111,6	97,9
II	106,4	104,1	99,5	.	.	.	114,5	100,4
2010 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	100,6	96,6	-	-	-	109,5	97,0
Sep	102,5	100,8	97,2	-	-	-	110,0	97,2
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	96,7	-	-	-	110,1	96,8
2011 Ene	102,4	100,3	96,7	-	-	-	110,1	96,7
Feb	103,4	101,1	97,6	-	-	-	111,4	97,6
Mar	105,2	103,0	99,0	-	-	-	113,2	99,4
Abr	107,0	104,9	100,5	-	-	-	115,0	101,0
May	106,0	103,7	99,2	-	-	-	114,1	100,0
Jun	106,1	103,8	98,9	-	-	-	114,4	100,1
<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>								
2011 Jun	0,1	0,1	-0,2	-	-	-	0,2	0,1
<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>								
2011 Jun	5,5	4,5	3,9	-	-	-	6,2	4,7

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 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
2011 I	1,9558	24,375	7,4550	0,7049	3,4528	272,43	3,9460	4,2212	8,8642	0,85386	7,4018	2,1591
II	1,9558	24,324	7,4573	0,7092	3,4528	266,42	3,9596	4,1378	9,0153	0,88274	7,3932	2,2579
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
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
Mar	1,9558	24,393	7,4574	0,7072	3,4528	270,89	4,0145	4,1621	8,8864	0,86653	7,3915	2,2108
Abr	1,9558	24,301	7,4574	0,7092	3,4528	265,29	3,9694	4,1004	8,9702	0,88291	7,3639	2,1975
May	1,9558	24,381	7,4566	0,7093	3,4528	266,96	3,9404	4,1142	8,9571	0,87788	7,4052	2,2603
Jun	1,9558	24,286	7,4579	0,7091	3,4528	266,87	3,9702	4,1937	9,1125	0,88745	7,4065	2,3077
<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>												
2011 Jun	0,0	-0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,8	1,9	1,7	1,1	0,0	2,1
<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>												
2011 Jun	0,0	-5,8	0,2	0,1	0,0	-5,2	-3,3	-1,2	-4,8	7,2	2,5	19,7
	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 IV	1,3747	2,3037	1,3757	9,0405	10,5441	-	60,9153	12,178,16	4,9154	112,10	4,2304	
2011 I	1,3614	2,2799	1,3484	9,0028	10,6535	-	61,9255	12,171,85	4,9247	112,57	4,1668	
II	1,3550	2,2960	1,3932	9,3509	11,1932	-	64,3809	12,364,41	4,9490	117,41	4,3451	
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	
Feb	1,3543	2,2765	1,3484	8,9842	10,6312	-	62,0142	12,165,92	4,9939	112,77	4,1541	
Mar	1,3854	2,3220	1,3672	9,1902	10,9093	-	62,9526	12,263,18	4,9867	114,40	4,2483	
Abr	1,3662	2,2889	1,3834	9,4274	11,2269	-	64,1128	12,493,48	4,9573	120,42	4,3502	
May	1,3437	2,3131	1,3885	9,3198	11,1551	-	64,4735	12,290,33	4,9740	116,47	4,3272	
Jun	1,3567	2,2850	1,4063	9,3161	11,2021	-	64,5200	12,327,02	4,9169	115,75	4,3585	
<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>												
2011 Jun	1,0	-1,2	1,3	0,0	0,4	-	0,1	0,3	-1,1	-0,6	0,7	
<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>												
2011 Jun	-5,2	3,6	11,0	11,9	17,8	-	13,5	10,4	4,5	4,3	9,4	
	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 IV	16,8206	1,7915	8,0499	59,240	41,7192	1,7693	9,3785	1,538,70	1,3225	40,728	1,3583	
2011 I	16,5007	1,8107	7,8236	59,876	39,9976	1,7467	9,5875	1,530,79	1,2871	41,771	1,3680	
II	16,8752	1,7992	7,8259	62,256	40,2750	1,7842	9,7852	1,559,23	1,2514	43,592	1,4391	
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	
Feb	16,4727	1,7925	7,8206	59,558	39,9469	1,7421	9,8126	1,524,99	1,2974	41,918	1,3649	
Mar	16,8063	1,8877	7,8295	60,870	39,8061	1,7757	9,6862	1,568,05	1,2867	42,506	1,3999	
Abr	16,9211	1,8331	7,8065	62,361	40,5363	1,8024	9,7200	1,567,52	1,2977	43,434	1,4442	
May	16,7177	1,8024	7,8384	61,953	40,0573	1,7763	9,8461	1,555,99	1,2537	43,398	1,4349	
Jun	16,9931	1,7666	7,8302	62,468	40,2670	1,7763	9,7807	1,555,32	1,2092	43,923	1,4388	
<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>												
2011 Jun	1,6	-2,0	-0,1	0,8	0,5	0,0	-0,7	0,0	-3,6	1,2	0,3	
<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>												
2011 Jun	9,4	0,0	-1,0	10,4	5,5	4,0	4,7	4,9	-12,2	10,8	17,9	

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 IV	4,0	2,0	2,5	1,7	2,9	4,3	2,7	7,8	1,8	3,4
2011 I	4,5	1,9	2,6	3,8	3,2	4,3	3,6	7,5	1,3	4,1
2011 Mar	4,6	1,9	2,5	4,1	3,7	4,6	4,0	8,0	1,4	4,0
Abr	3,3	1,6	2,8	4,3	4,4	4,4	4,1	8,4	1,8	4,5
May	3,4	2,0	3,1	4,8	5,0	3,9	4,3	8,5	1,7	4,5
Déficit (-)/superávit (+) de las AAPP en porcentaje del PIB										
2008	1,7	-2,7	3,2	-4,2	-3,3	-3,7	-3,7	-5,7	2,2	-5,0
2009	-4,7	-5,9	-2,7	-9,7	-9,5	-4,5	-7,3	-8,5	-0,7	-11,4
2010	-3,2	-4,7	-2,7	-7,7	-7,1	-4,2	-7,9	-6,4	0,0	-10,4
Deuda bruta de las AAPP en porcentaje del PIB										
2008	13,7	30,0	34,5	19,7	15,6	72,3	47,1	13,4	38,8	54,4
2009	14,6	35,3	41,8	36,7	29,5	78,4	50,9	23,6	42,8	69,6
2010	16,2	38,5	43,6	44,7	38,2	80,2	55,0	30,8	39,8	80,0
Rendimientos de la deuda pública a largo plazo en porcentaje; media del período										
2010 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
Feb	5,48	4,05	3,23	6,17	5,15	7,39	6,26	7,03	3,41	4,00
Mar	5,38	4,05	3,29	6,49	5,15	7,29	6,27	7,31	3,35	3,78
Abr	5,33	4,05	3,42	6,47	5,12	7,05	6,14	7,30	3,30	3,78
May	5,39	3,89	3,13	6,36	5,05	7,11	6,06	7,26	3,01	3,49
Tipo de interés a tres meses en porcentaje; media del período										
2010 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
Feb	3,88	1,21	1,24	0,89	1,40	6,93	4,11	5,49	2,20	0,80
Mar	3,90	1,21	1,31	0,85	1,40	6,64	4,18	5,85	2,38	0,81
Abr	3,79	1,21	1,41	0,79	1,52	6,08	4,27	5,47	2,41	0,82
May	3,77	1,22	1,46	0,78	1,65	6,88	4,40	5,26	2,46	0,82
PIB real										
2009	-5,5	-4,1	-5,2	-18,0	-14,7	-6,7	1,6	-7,1	-5,3	-4,9
2010	0,2	2,3	1,7	-0,3	1,3	1,2	3,8	-1,3	5,7	1,4
2010 III	0,0	2,6	3,3	2,6	1,6	2,3	4,6	-2,2	6,6	2,5
IV	3,8	2,7	2,6	3,5	4,6	2,6	3,9	-0,6	7,6	1,5
2011 I	3,4	2,8	1,9	3,2	6,8	2,2	4,3	1,7	6,5	1,6
Cuenta corriente y de capital en porcentaje del PIB										
2009	-7,6	-2,0	3,5	11,0	7,7	1,5	-0,5	-3,6	6,9	-1,5
2010	-0,2	-2,9	5,2	5,5	4,5	3,8	-1,7	-3,9	6,2	-3,0
2010 III	15,4	-8,2	6,8	3,2	0,0	3,6	-2,8	-1,3	5,9	-3,4
IV	-6,8	-1,4	6,1	0,8	7,1	3,0	-2,8	-2,1	5,6	-2,8
2011 I	2,7	2,3	5,0	1,9	2,1	5,5	-2,0	-2,5	8,5	-2,9
Deuda externa bruta en porcentaje del PIB										
2008	104,9	.	177,7	129,2	71,3	122,3	57,0	56,0	205,7	441,4
2009	107,9	53,2	189,8	156,3	87,2	141,5	59,6	69,0	211,0	416,6
2010 III	103,6	55,7	201,3	162,5	89,4	143,3	66,2	74,8	198,5	431,1
IV	101,8	57,4	192,0	165,2	86,0	141,1	65,9	75,9	191,7	419,4
2011 I	98,5	56,4	187,1	158,7	84,7	134,7	67,8	73,5	187,0	417,5
Costes laborales unitarios										
2009	12,7	3,5	4,7	-7,0	-2,8	1,9	2,2	-1,3	4,8	6,1
2010	0,8	0,6	-1,1	-10,6	-7,6	-1,1	4,8	0,8	-1,7	2,2
2010 III	-2,0	2,5	-2,3	-7,1	-5,6	-0,8	3,7	-2,7	-2,3	1,3
IV	-1,9	1,3	-0,9	1,6	-3,1	-2,2	5,7	-3,9	-2,1	1,1
2011 I	1,7	0,4	-0,3	3,2	-1,3	0,3	2,7	-1,3	-3,2	0,0
Tasa de paro normalizada en porcentaje de la población activa (d.)										
2009	6,8	6,7	6,0	17,2	13,7	10,0	8,2	6,9	8,3	7,6
2010	10,2	7,3	7,4	18,7	17,8	11,1	9,6	7,4	8,4	7,8
2010 IV	11,2	7,0	7,7	17,0	17,3	11,0	9,6	7,4	7,9	7,8
2011 I	11,1	6,9	7,6	16,2	16,3	11,0	9,3	7,0	7,7	7,7
2011 Mar	11,1	6,7	7,6	16,2	16,3	10,6	9,2	7,0	7,7	7,6
Abr	11,1	6,6	7,3	.	.	10,3	9,2	.	7,5	.
May	11,2	6,5	7,4	.	.	10,0	9,2	.	7,7	.

Fuentes: BCE, Comisión Europea (D.G. de Asuntos Económicos y Financieros y Eurostat); datos nacionales, Thomson Reuters y cálculos del BCE.

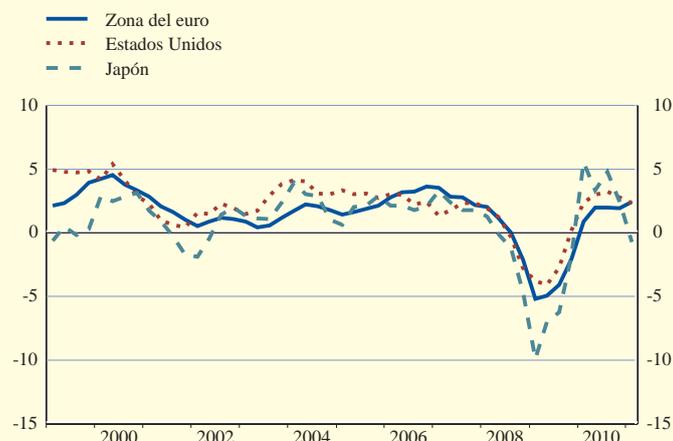
9.2 Evolución económica y financiera en Estados Unidos y Japón

(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	3,1	4,6	6,3	5,30	4,81	1,3705	-2,9	48,4
2008	3,8	2,2	0,0	-4,7	5,8	7,1	2,93	2,70	1,4708	-6,3	56,7
2009	-0,4	-1,6	-2,6	-13,5	9,3	7,9	0,69	4,17	1,3948	-11,3	68,6
2010	1,6	-1,6	2,9	5,9	9,6	2,3	0,34	3,57	1,3257	-10,6	77,4
2010 II	1,8	-1,9	3,0	7,5	9,6	1,7	0,44	3,13	1,2708	-11,1	73,3
III	1,2	-1,0	3,2	7,2	9,6	2,6	0,39	2,69	1,2910	-10,4	75,3
IV	1,3	-0,7	2,8	6,6	9,6	3,2	0,29	3,57	1,3583	-10,3	77,4
2011 I	2,1	0,7	2,3	6,4	8,9	4,4	0,31	3,76	1,3680	.	.
II	.	.	.	.	.	.	0,26	3,46	1,4391	.	.
2011 Feb	2,1	.	.	6,6	8,9	4,1	0,31	3,73	1,3649	.	.
Mar	2,7	.	.	6,2	8,8	4,6	0,31	3,76	1,3999	.	.
Abr	3,2	.	.	4,8	9,0	4,9	0,28	3,55	1,4442	.	.
May	3,6	.	.	4,0	9,1	5,0	0,26	3,33	1,4349	.	.
Jun	.	.	.	.	.	.	0,25	3,46	1,4388	.	.
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	-2,6	4,0	16,6	5,1	2,8	0,23	1,18	116,24	.	.
2010 II	-0,9	-1,8	3,3	21,2	5,1	2,9	0,24	1,18	117,15	.	.
III	-0,8	-3,0	4,8	14,0	5,0	2,8	0,24	1,03	110,68	.	.
IV	0,1	-1,2	2,4	6,0	5,0	2,6	0,19	1,18	112,10	.	.
2011 I	0,0	.	-0,7	-2,6	4,7	2,5	0,19	1,33	112,57	.	.
II	.	.	.	.	.	.	0,20	1,18	117,41	.	.
2011 Feb	0,0	.	.	2,9	4,6	2,4	0,19	1,35	112,77	.	.
Mar	0,0	.	.	-13,1	4,6	2,6	0,20	1,33	114,40	.	.
Abr	0,3	.	.	-13,6	4,7	2,8	0,20	1,26	120,42	.	.
May	0,3	.	.	-5,9	4,7	2,7	0,20	1,22	116,47	.	.
Jun	.	.	.	.	.	.	0,20	1,18	115,75	.	.

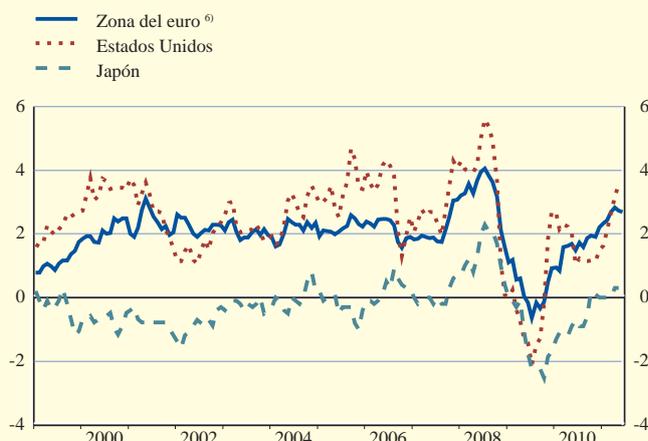
G41 Producto interior bruto a precios constantes

(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; Thomson 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.

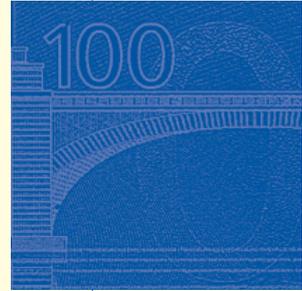
5) Deuda bruta consolidada del sector Administraciones Públicas (fin de período).

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:

$$b) \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

CÁLCULO DE LOS TIPOS DE INTERÉS DE LAS OPERACIONES DE FINANCIACIÓN A PLAZO MÁS LARGO INDICIADAS

El tipo de interés de una operación de financiación a plazo más largo (OFPML) indiciada es igual a la media de los tipos mínimos de puja de las operaciones principales de financiación (OPF) durante el período de vigencia de esa OFPML. Según esta definición, si una OPFML está viva durante D días y los tipos mínimos de puja de las OPF son $R_{1,MRO}$ (durante D_1 días), $R_{2,MRO}$ (durante D_2 días), etc., hasta $R_{i,MRO}$ (durante D_i días), donde $D_1 + D_2 + \dots + D_i = D$, el tipo anualizado aplicable (R_{LTRO}) se calcula como:

$$c) R_{LTRO} = \frac{D_1 R_{1,MRO} + D_2 R_{2,MRO} + \dots + D_i R_{i,MRO}}{D}$$

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:

$$d) F_t^M = (L_t - L_{t-1}) - C_t^M - E_t^M - V_t^M$$

Del mismo modo, las operaciones trimestrales F_t^Q del trimestre que finaliza en el mes t se definen como:

$$e) F_t^Q = (L_t - L_{t-3}) - C_t^Q - E_t^Q - V_t^Q$$

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:

$$f) I_t = I_{t-1} \times \left(1 + \frac{F_t^M}{L_{t-1}} \right)$$

Actualmente, la base del índice (de las series sin desestacionalizar) es igual a 100 en diciembre de 2008. Las series temporales del índice de sal-

dos 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:

$$g) \quad a_t = \left[\prod_{i=0}^{11} \left(1 + \frac{F_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$h) \quad a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

Salvo indicación en contrario, las tasas de crecimiento interanual corresponden al final del período indicado. Por ejemplo, la tasa de variación interanual para el año 2002 se calcula en la fórmula h) 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 h). Por ejemplo, la tasa de crecimiento intermensual a_t^M se puede calcular como:

$$i) \quad a_t^M = \left(\frac{I_t}{I_{t-1}} - 1 \right) \times 100$$

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 g) o h).

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:

$$j) \quad I_t = I_{t-3} \times \left(1 + \frac{F_t^Q}{L_{t-3}} \right)$$

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 h).

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

- 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 2008, difiere, en general, de 100, como reflejo de la estacionalidad del mes.

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:

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 (empleos) 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:

$$k) \quad I_t = I_{t-1} \times \left(1 + \frac{N_t}{L_{t-1}} \right)$$

Como base, se fija el índice igual a 100 en diciembre de 2008. 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:

$$l) \quad a_t = \left[\prod_{i=0}^{11} \left(1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$m) \quad a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

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:

$$n) \quad \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0,5I_{t-3}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-12} + 0,5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

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:

$$o) \quad \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

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 estimaciones 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 l) y m), 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:

$$p) \quad a_t = \left[\prod_{i=0}^5 \left(1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$q) \quad a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-6}} - 1 \right) \times 100$$

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 eviden-

cia 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

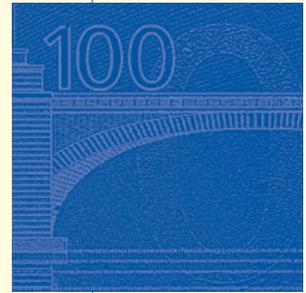
CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LAS SERIES TRIMESTRALES Y ANUALES

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:

$$r) \quad a_t = \left[\prod_{i=t-3}^t \left(1 + \frac{F_i}{L_{i-1}} \right) - 1 \right] \times 100$$

La tasa de crecimiento de las series anuales es igual a la del último trimestre del año.

4 Para más información, véanse «Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP 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».



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 6 de julio 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. Posteriormente, cada entidad de crédito deduce de esta ci-

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>).

fra 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 OTRAS INSTITUCIONES FINANCIERAS

En el capítulo 2 se presentan las estadísticas del balance de las IFM y de otras instituciones financieras.

Esta última categoría incluye los fondos de inversión (distintos de los fondos del mercado monetario, que forman parte del sector de IFM), las sociedades instrumentales dedicadas a operaciones de titulización y las empresas de seguros y fondos de pensiones.

En la sección 2.1 se presenta el balance agregado del sector de IFM, 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 de la UE, 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. En la sección 2.7 se presenta un detalle trimestral por monedas de algunas partidas del balance de las IFM.

Las secciones 2.2 a 2.6 presentan también las tasas de crecimiento basadas en las operaciones expresadas, en términos de variaciones interanuales.

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. 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 sección 2.8 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 balance 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 2.9 se presenta más información sobre los principales tipos de activos manteni-

dos 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.

Desde diciembre de 2008, la información estadística armonizada se ha recopilado de conformidad con el Reglamento BCE/2007/8³, sobre estadísticas de los activos y los pasivos de los fondos de inversión. Para más información sobre estas estadísticas de los fondos de inversión, véase el manual «Manual on investment fund statistics» (BCE, mayo de 2009).

En la sección 2.10 se presenta el balance agregado de las sociedades instrumentales residentes en la zona del euro dedicadas a operaciones de titulización. La titulización supone, generalmente, la transferencia de un activo o de un conjunto de activos a una sociedad instrumental, declarándose dichos activos en su balance como préstamos titulizados, valores distintos de acciones u otros activos titulizados. Otra posibilidad es transferir el riesgo de crédito de un activo o de un conjunto de activos a una sociedad instrumental mediante seguros de riesgo de crédito (CDS, en sus siglas en inglés), garantías u otro mecanismo similar. Los activos de garantía que mantiene la sociedad instrumental para hacer frente a estos riesgos adoptan normalmente la forma de un depósito mantenido en una IFM o invertido en valores distintos de acciones. Las sociedades instrumentales titulan habitualmente préstamos originados en el sector de IFM y han de declarar esos préstamos en su balance estadístico, independientemente de que las normas contables pertinentes permitan a la IFM dar de baja los préstamos. Los datos sobre los préstamos titulizados por sociedades instrumentales que, no obstante, se mantienen en el balance de la IFM correspondiente (y, por lo tanto, en las estadísticas de las IFM) se presentan por separado. Estos datos trimestrales se recopilan de conformidad con el Reglamento BCE/2008/30⁴ a partir de diciembre de 2009.

2 DO L 15, de 20.01.2009, p. 14.

3 DO L 211, de 11.08.2007, p. 8.

4 DO L 15, de 20.01.2009, p. 1.

En la sección 2.11 se presenta el balance agregado de las empresas de seguros y los fondos de pensiones residentes en la zona del euro. Las empresas de seguros abarcan los sectores de seguros y reaseguros, mientras que los fondos de pensiones incluyen las entidades con autonomía para la toma de decisiones y un conjunto completo de cuentas (fondos de pensiones autónomos). Esta sección incluye también una desagregación geográfica y un detalle por sectores de las entidades de contrapartida emisoras de valores distintos de acciones en poder de las empresas de seguros y los fondos de pensiones.

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 explotación, 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 infe-

rior 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 meses 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 Svensson⁵. 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 (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) n° 1165/98 del Consejo, de 19 de mayo de 1998, sobre las estadísticas coyunturales⁶. Desde enero de 2009, se ha aplicado en la elaboración de las estadísticas coyunturales la nomenclatura de actividades económicas revisada (NACE Revisión 2) incluida en el Reglamento (CE) n° 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) n° 3037/90 y determinados Reglamentos de la CE sobre aspectos estadísticos específicos⁷. 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 in-

5 Véase L. E. Svensson (1994), «Estimating and Interpreting Forward Interest Rates: Sweden 1992-1994», Discussion Paper n.º 1051, Centre for Economic Policy Research.

6 DO L 162, de 5.6.1998, p. 1.

7 DO L 393, de 30.12.2006, p. 1.

dustria, 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 2007⁸. 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 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 laborales⁹, y en el Reglamento de aplicación (CE) nº 1216/2003 de la Comisión, de 7 de julio de 2003¹⁰. 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 automóviles 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

8 DO L 155, de 15.6.2007, p. 3

9 DO L 69, de 13.3.2003, p. 1.

10 DO L 169, de 8.7.2003, p. 37.

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) n° 1500/2000 de la Comisión, de 10 de julio de 2000¹¹, 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 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 acti-

vos 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 Públicas¹². 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)¹³, modificada por la Orientación del BCE de 31 de mayo de 2007 (BCE/2007/3)¹⁴. 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

11 DO L 172, de 12.7.2000, p. 3.

12 DO L 179, de 9.7.2002, p. 1.

13 DO L 354, de 30.11.2004, p. 34.

14 DO L 159, de 20.6.2007, p. 48.

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 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 excepción 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 Eurosistema 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 Euro-sistema 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) n° 1158/2005 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 6 de julio de 2005, por el que se modifica el Reglamento (CE) n° 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 incluyen 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° 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 frecuencia 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.

4 DE JUNIO DE 2009

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de finan-

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.

ciación 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.

7 DE ABRIL DE 2011

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo de interés de 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 13 de abril de 2011. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 2 % y el 0,50 %, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 13 de abril de 2011.

5 DE MAYO 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 1,25 %, 2 % y 0,50 %, respectivamente.

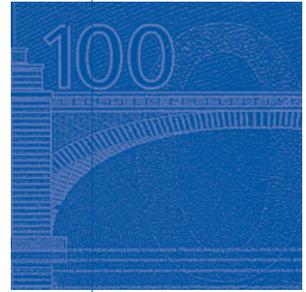


9 DE JUNIO DE 2011

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 1,25 %, 2 % y 0,50 %, respectivamente. También acuerda los detalles relativos a los procedimientos y a las modalidades de subasta que se aplicarán en sus operaciones de financiación hasta el 11 de octubre de 2011; en concreto, se continuarán aplicando procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena.

7 DE JULIO DE 2011

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo de interés de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 1,50 %, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 13 de julio de 2011. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 2,25 % y el 0,75 %, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 13 de julio de 2011.



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

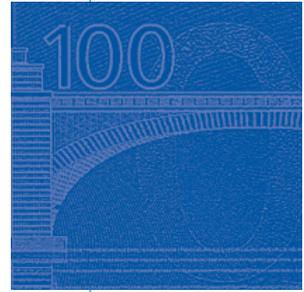
PUBLICACIONES RELACIONADAS CON LAS FUNCIONES DEL BCE Y OTRAS PUBLICACIONES

- 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.