



BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

01 | 2012

02 | 2012

03 | 2012

**04 | 2012**

05 | 2012

06 | 2012

07 | 2012

08 | 2012

09 | 2012

10 | 2012

11 | 2012

12 | 2012

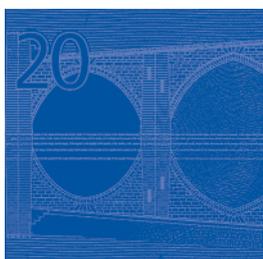
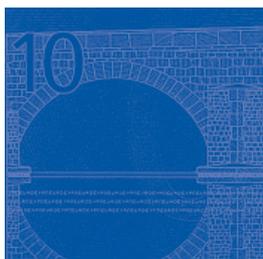
**BOLETÍN MENSUAL  
ABRIL**





BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA



## BOLETÍN MENSUAL ABRIL 2012

En el año 2012,  
todas las  
publicaciones del  
BCE reproducirán  
un motivo tomado  
del billete  
de 50 euros.

© Banco Central Europeo, 2012

© De la traducción: Banco de España,  
Madrid, 2012

**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 su 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 3 de abril de 2012.*

ISSN 1725-2970 (edición electrónica)

Depósito legal: M. 1235 - 1999



## ÍNDICE

<b>EDITORIAL</b>	<b>5</b>
<b>EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA</b>	
Entorno exterior de la zona del euro	<b>9</b>
Evolución monetaria y financiera	<b>16</b>
Precios y costes	<b>40</b>
Producto, demanda y mercado de trabajo	<b>49</b>
<b>Recuadros</b>	
1 Nueva definición estadística de los fondos del mercado monetario de la zona del euro	<b>18</b>
2 Factores que afectan a los préstamos al sector privado y a las perspectivas a corto plazo de la dinámica del dinero y del crédito	<b>22</b>
3 Nuevas normas para las ponderaciones del IAPC	<b>42</b>
4 Características de las correcciones de la balanza por cuenta corriente	<b>51</b>
5 Nuevo enfoque para desestacionalizar los agregados europeos en las estadísticas a corto plazo	<b>55</b>
<b>ARTÍCULOS</b>	
Análisis de la sostenibilidad de la deuda en la zona del euro	<b>61</b>
La evolución de los precios y los costes durante la recesión de 2008-2009	<b>79</b>
La información financiera en el Eurosistema	<b>95</b>
<b>ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO</b>	<b>SI</b>
<b>ANEXOS</b>	
Cronología de medidas de política monetaria del Eurosistema	<b>I</b>
Publicaciones del Banco Central Europeo	<b>V</b>
Glosario	<b>VII</b>

## 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 4 de abril de 2012, el Consejo de Gobierno decidió, sobre la base de su análisis económico y monetario periódico, mantener sin variación los tipos de interés oficiales del BCE. La información disponible desde principios de marzo confirma en líneas generales la anterior valoración del Consejo de Gobierno. Es probable que las tasas de inflación se sitúen por encima del 2% en 2012, en un contexto de riesgos al alza. El Consejo de Gobierno espera que la evolución de los precios siga siendo compatible con la estabilidad de precios en el horizonte temporal relevante para la política monetaria. Conforme a este panorama, el ritmo de la expansión monetaria subyacente sigue siendo contenido. Los indicadores de crecimiento económico de las encuestas se han estabilizado, en general, en niveles bajos en los primeros meses de 2012, y se espera una moderada recuperación de la actividad a lo largo del año. Las perspectivas económicas siguen sujetas a riesgos a la baja.

Las expectativas de inflación a medio plazo para la zona del euro deben seguir firmemente ancladas, en línea con el objetivo del Consejo de Gobierno de mantener las tasas de inflación inferiores, aunque próximas, al 2% a medio plazo. En los últimos meses el Eurosistema ha aplicado medidas de política monetaria convencionales y no convencionales. La combinación de estas medidas ha contribuido a estabilizar el entorno financiero y a mejorar la transmisión de la política monetaria, pero es preciso vigilar atentamente la evolución de la situación. Es importante, además, tener en cuenta que todas las medidas de política monetaria no convencionales son de naturaleza temporal y que se dispone de todos los instrumentos necesarios para hacer frente oportunamente y con firmeza a los riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio plazo.

Por lo que se refiere al análisis económico, el PIB real de la zona del euro se contrajo en un 0,3% en el cuarto trimestre de 2011. Los datos de las encuestas confirman una estabilización de la actividad económica en niveles bajos a principios de 2012. El Consejo de Gobierno sigue esperando que la economía de la zona del euro se recupere

gradualmente en el curso del año. La demanda exterior, los bajísimos niveles de los tipos de interés a corto plazo en la zona del euro y las diversas medidas adoptadas para favorecer el funcionamiento de la economía de dicha zona deberían sostener las perspectivas de la actividad económica. Sin embargo, se espera que las tensiones que persisten en los mercados de deuda soberana de la zona del euro y su impacto en las condiciones crediticias, el proceso de ajuste de los balances en los sectores financiero y no financiero, y las elevadas tasas de desempleo en parte de la zona del euro sigan frenando el dinamismo subyacente del crecimiento.

Las perspectivas económicas están sujetas a riesgos a la baja, relacionados principalmente con una nueva intensificación de las tensiones en los mercados de deuda de la zona del euro y con su posible contagio a la economía real de la zona. También existen riesgos a la baja relacionados con nuevas subidas de los precios de las materias primas.

De acuerdo con la estimación preliminar de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se situó en marzo de 2012 en el 2,6%, frente al 2,7% registrado en los tres meses anteriores. Es probable que la inflación se mantenga por encima del 2% en 2012, debido principalmente a las recientes subidas de los precios de la energía, así como a los incrementos de los impuestos indirectos anunciados recientemente. Según los actuales precios de los futuros sobre las materias primas, se prevé que la tasa de inflación interanual vuelva a descender por debajo del 2% en los primeros meses de 2013. En este contexto, el Consejo de Gobierno estará especialmente atento a toda señal de transmisión del incremento de los precios de la energía a los salarios, los beneficios y la fijación general de precios. Sin embargo, a más largo plazo, en un entorno de crecimiento moderado en la zona del euro y de expectativas de inflación a largo plazo firmemente ancladas, las presiones subyacentes sobre los precios deberían seguir siendo limitadas.

Se considera que los riesgos para las perspectivas de las tasas de inflación medida por el IAPC para

los próximos años están todavía, en general, equilibrados. Los riesgos al alza a corto plazo se derivan principalmente de unos precios del petróleo más elevados de lo previsto y de aumentos de los impuestos indirectos, y siguen existiendo riesgos a la baja relacionados con una evolución de la actividad económica más débil de lo previsto.

El análisis monetario indica que el ritmo subyacente de la expansión monetaria se mantiene contenido. La tasa de crecimiento interanual de M3 fue del 2,8% en febrero de 2012, frente al 2,5% en enero. En enero y febrero se observó un fortalecimiento de la base de depósitos de las entidades de crédito. El crecimiento interanual de los préstamos concedidos al sector privado se mantiene en ritmos muy moderados, y su tasa (ajustada de ventas y titulaciones de préstamos) descendió del 1,5% en enero al 1,1% en febrero.

El crecimiento interanual de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras y a los hogares (ajustados de ventas y titulaciones de préstamos) se situó en febrero en el 0,6% y el 1,8%, respectivamente. El volumen de los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras y a los hogares se ha mantenido prácticamente sin variación respecto al del mes anterior.

Los datos monetarios y crediticios registrados hasta febrero confirman que se han estabilizado, en general, las condiciones financieras y que, como pretendían las medidas del Eurosistema, se ha evitado el ajuste brusco y desordenado de los balances de las entidades de crédito. Las condiciones de financiación para las entidades de crédito han mejorado en general, ha aumentado la actividad emisora y se han reabierto algunos segmentos de los mercados de financiación. La demanda de crédito sigue siendo débil a consecuencia del nivel todavía contenido de la actividad económica y del actual proceso de ajuste de los balances de los sectores no financieros. Los efectos coadyuvantes de las medidas no convencionales del Eurosistema necesitarán tiempo para manifestarse plenamente e influir positivamente en el crecimiento de los préstamos cuando se recupere la demanda. En este contexto debe observarse que la segunda opera-

ción de financiación a plazo más largo a tres años no se liquidó hasta el 1 de marzo de 2012.

Una vez estabilizado el entorno financiero, es esencial que las entidades de crédito incrementen su resistencia, entre otras cosas, reteniendo beneficios. La solidez de los balances de las entidades de crédito será un factor clave tanto para facilitar una provisión adecuada de crédito a la economía como para normalizar todos los canales de financiación.

En síntesis, el análisis económico indica que la evolución de los precios debería seguir siendo acorde con la estabilidad de estos a medio plazo. El contraste efectuado con las señales del análisis monetario confirma este panorama.

A fin de apoyar la confianza, el crecimiento sostenible y el empleo, el Consejo de Gobierno pide a los Gobiernos que saneen su situación presupuestaria y ejecuten reformas estructurales profundas. Es preciso cumplir íntegramente los compromisos del Pacto de Estabilidad y Crecimiento y abordar con firmeza los problemas de competitividad. Las autoridades nacionales deben asumir plenamente su responsabilidad de asegurar la sostenibilidad presupuestaria, aumentar la capacidad de ajuste de los mercados de trabajo y de productos, mejorar la productividad y la competitividad, y velar por la solidez de sus sistemas financieros. Especialmente los países que han sufrido pérdidas de competitividad de costes deben velar por un ajuste salarial adecuado y fomentar el crecimiento de la productividad.

Debe recordarse que la política monetaria única se centra naturalmente en mantener la estabilidad de precios a medio plazo en la zona del euro en su conjunto. Corresponde a las autoridades nacionales fomentar una evolución interna que sirva de apoyo a la competitividad de sus economías. Es esencial para el funcionamiento de la economía de la zona del euro tanto la prudencia de las políticas presupuestarias como la competitividad y flexibilidad de los mercados de trabajo y de productos.

La presente edición del Boletín Mensual contiene tres artículos: el primero analiza cuestiones relati-

vas a la sostenibilidad de la deuda pública en la zona del euro; el segundo examina la evolución de los precios y los costes durante la recesión de 2008-2009, y el tercero describe el régimen y los principios básicos de la contabilidad y la información financiera del Eurosistema.

# EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

## I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

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

### I.1 EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

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

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

Gráfico 1 PMI: producción mundial

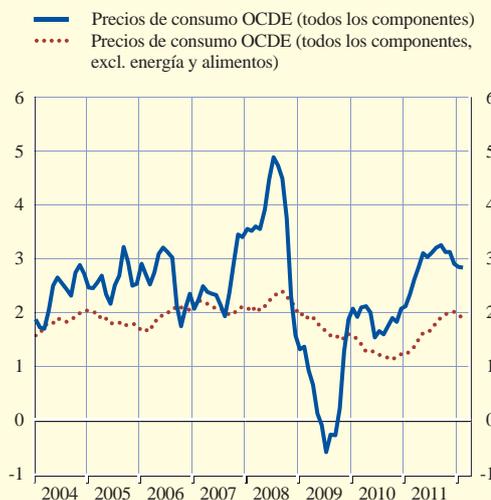
(índice de difusión; datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Markit.

Gráfico 2 Evolución internacional de los precios

(datos mensuales; tasas de variación interanual)



Fuente: OCDE.

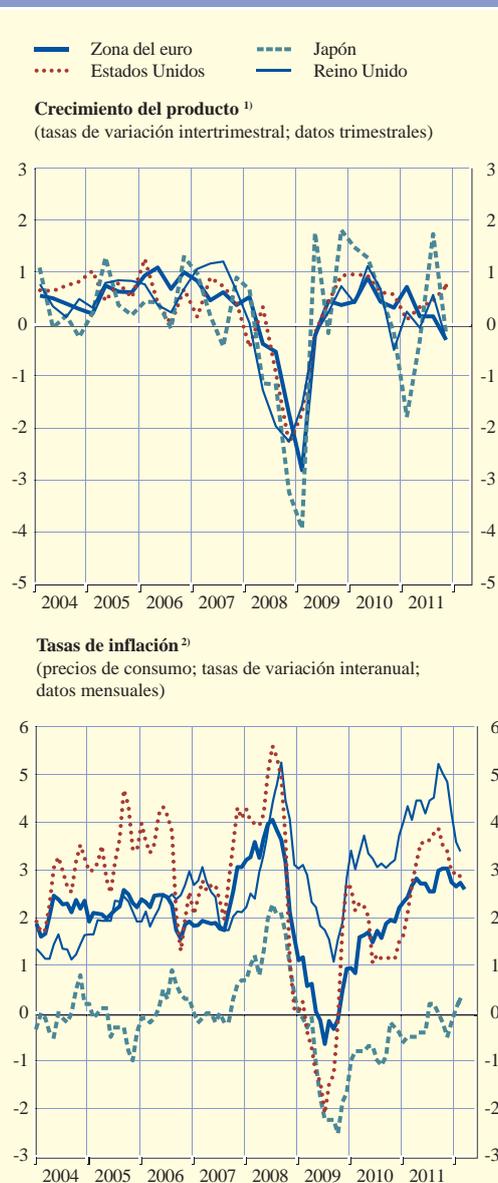
nuevos pedidos, que es un indicador más adelantado, se mantuvo prácticamente estable en 51,1 en marzo, proporcionando algunas señales positivas respecto a las perspectivas a corto plazo de la economía mundial. Por lo que se refiere al consumo, los indicadores de confianza de los consumidores también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

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

### ESTADOS UNIDOS

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

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



Fuentes: Datos nacionales, BPI, Eurostat y cálculos del BCE.  
1) Para la zona del euro y el Reino Unido, se utilizan datos de Eurostat; para Estados Unidos y Japón, datos nacionales. Los datos del PIB se han desestacionalizado.  
2) IAPC para la zona del euro y el Reino Unido; IPC para Estados Unidos y Japón.

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

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

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

## JAPÓN

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

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

## REINO UNIDO

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

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

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

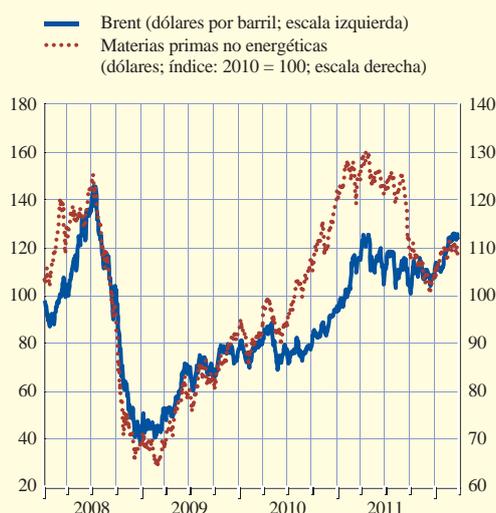
## CHINA

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

## 1.2 MERCADOS DE MATERIAS PRIMAS

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

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

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

Fuentes: Bloomberg y HWWI.

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

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

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

### 1.3 TIPOS DE CAMBIO

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

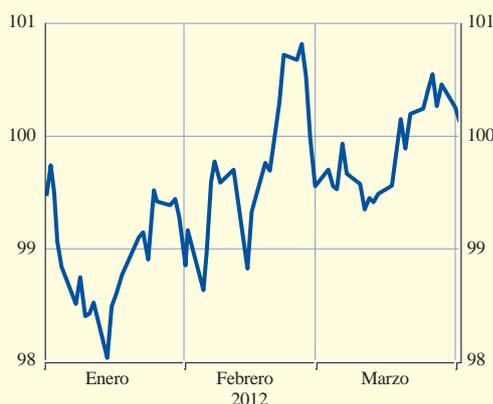
En términos bilaterales, en los tres últimos meses el euro se ha apreciado, en general, frente a la mayoría de las principales monedas. Entre el 30 de diciembre de 2011 y el 3 de abril de 2012, el euro se apreció un 2,9 % frente al dólar estadounidense, un 9,1 % frente al yen japonés y un 2,7 % frente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

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

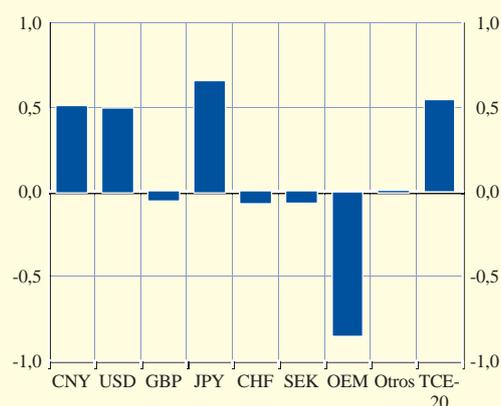
### Gráfico 5 Tipo de cambio efectivo del euro (TCE-20) y sus componentes<sup>1)</sup>

(datos diarios)

Índice: I 1999 = 100



Contribuciones a las variaciones del TCE 20<sup>2)</sup>  
Del 30 de diciembre de 2011 al 3 de abril de 2012  
(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 utilizando las correspondientes ponderaciones basadas en el comercio del índice TCE-20.

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

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

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

Fuente: BCE.

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

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

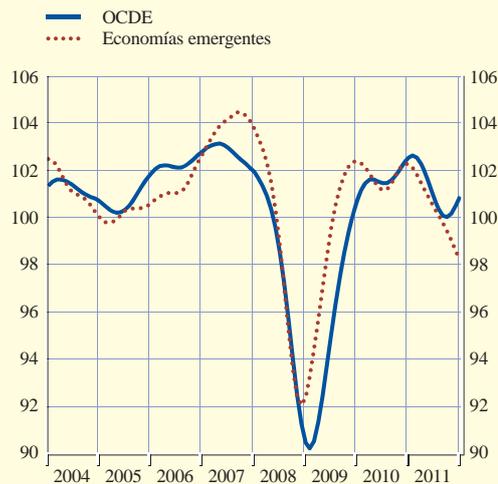
## 1.4 PERSPECTIVAS DEL ENTORNO EXTERIOR

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

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

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

(datos mensuales; ajustados a la amplitud del ciclo)



Fuente: OCDE.

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

## 2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

### 2.1 DINERO Y CRÉDITO DE LAS IFM

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

#### EL AGREGADO MONETARIO AMPLIO M3

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

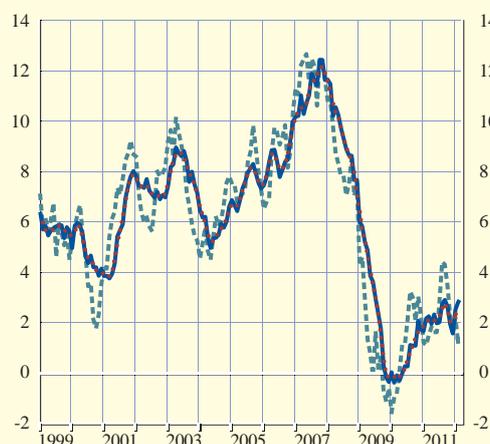
En febrero se registraron entradas mensuales en todos los componentes de M3 que representan pasivos a corto plazo de las entidades de crédito. Estas entidades intentaron captar depósitos ofreciendo tipos de interés atractivos en algunos países. El detalle por sectores confirma esta valoración, ya que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

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

Gráfico 7 Crecimiento de M3

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

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



Fuente: BCE.

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

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

### PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

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

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

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

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

## Recuadro I

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

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

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

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

(mm de euros)



Fuente: BCE.

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

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

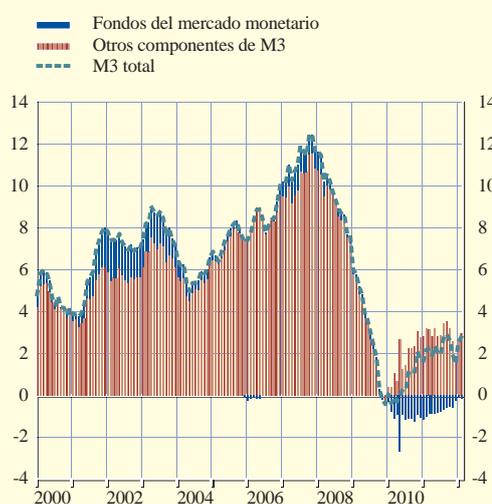
### El impacto de la nueva definición en los agregados monetarios

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

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

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

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

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

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

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

### PRINCIPALES CONTRAPARTIDAS DE M3

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

**Cuadro 2 Cuadro resumen de variables monetarias**

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

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

Fuente: BCE.

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

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

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

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

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

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

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

Fuente: BCE.

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

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

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

3) Según la definición del SEC 95.

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

## Recuadro 2

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

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

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

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

## Factores de oferta y de demanda de crédito

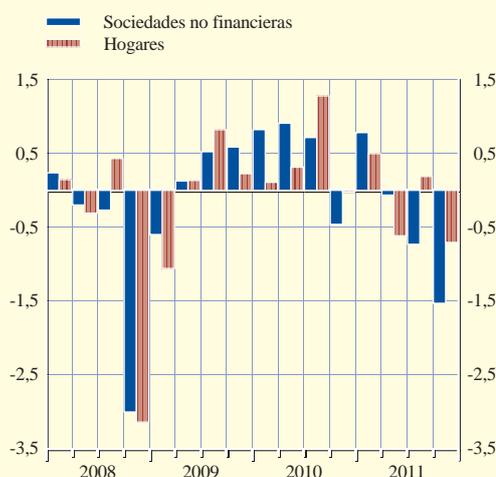
Desde la perspectiva de las políticas económicas, es importante calibrar las contribuciones relativas de las fuerzas de oferta y demanda de crédito a la evolución de los préstamos al sector privado. Desafortunadamente, el impacto de estas fuerzas es difícil de aislar y de estimar. No obstante, los datos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

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

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

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

(porcentajes; desviaciones típicas)



Fuente: BCE.

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

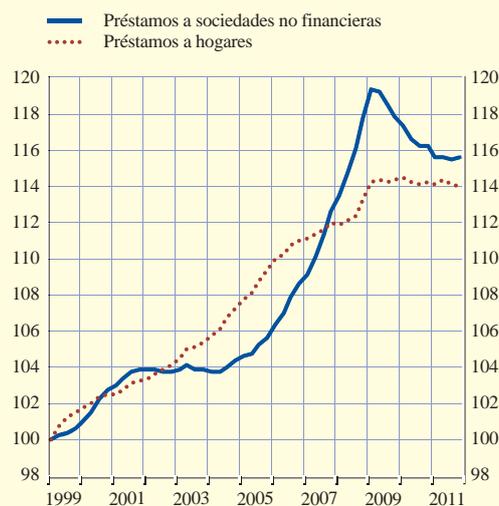
<sup>1</sup> Para más información, véase el recuadro titulado «Resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro correspondiente al cuarto trimestre de 2011», *Boletín Mensual*, BCE, febrero de 2012.

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

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

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

(porcentajes; I 1999 = 100)



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

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

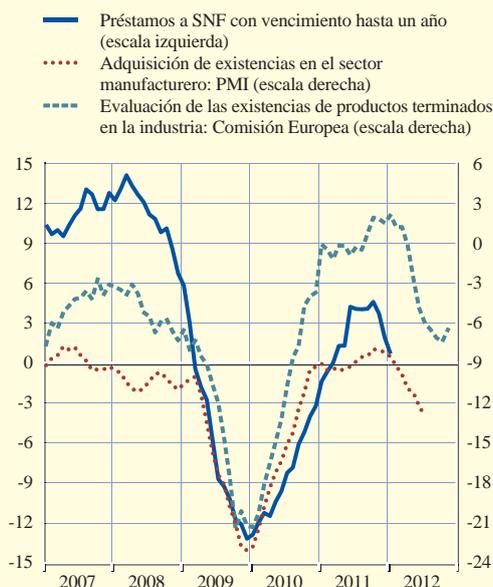
Los indicadores adelantados proporcionan información útil sobre la posible evolución de los préstamos al sector privado en los próximos meses, aunque hay que tener presente que se refieren, principalmente, a la demanda de préstamos y que su fiabilidad es limitada.

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

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

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

(tasas de variación interanual; saldos netos)



Fuentes: Comisión Europea y BCE.

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

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

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

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

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

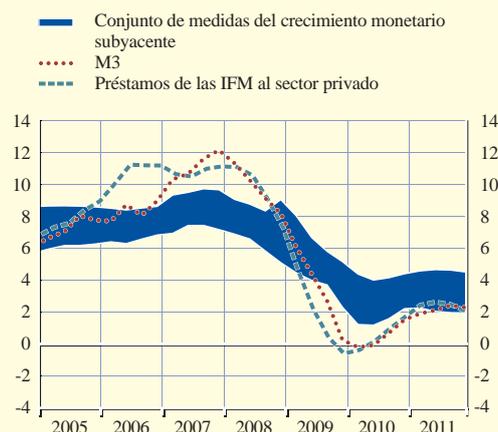
No obstante, la liquidez proporcionada por el Eurosistema no es más que un sustituto incompleto e imperfecto de la financiación de mercado. Además, si bien esta liquidez ha permitido evitar una brusca contracción de las operaciones bancarias, no restablecerá plenamente la transmisión normal de los impulsos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

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

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

#### Gráfico D M3 y crecimiento monetario subyacente

(tasas de variación interanual)



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

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

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

En cuanto a las demás contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM (excluidos capital y reservas) descendió significativamente hasta situarse en el 0,5% en febrero, frente al 1,1% del mes anterior. Esta moderación reflejó una nueva salida mensual de valores distintos de acciones a largo plazo de las IFM en base consolidada. En cambio, la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a plazo a más de dos años se mantuvo prácticamente sin

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

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

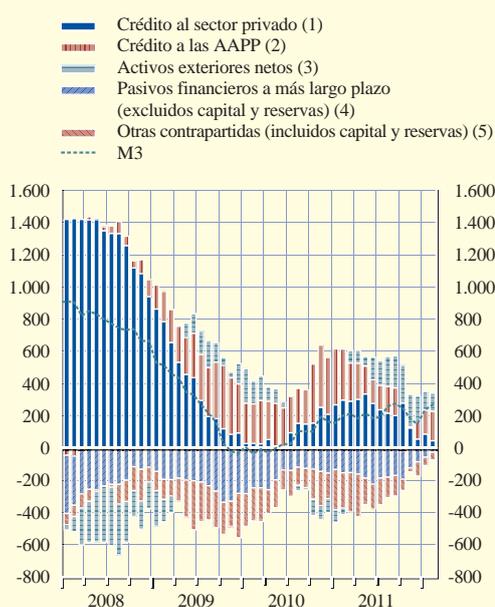
En conjunto, la evolución monetaria y crediticia mantuvo su atonía en febrero. Los datos correspondientes a los dos primeros meses de 2012 confirman que se han atenuado las presiones para el desapalancamiento de las entidades de crédito y que el riesgo de un desapalancamiento desordenado se ha reducido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

## 2.2 EMISIONES DE VALORES

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

Gráfico 8 Contrapartidas de M3

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



Fuente: BCE.

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

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

### VALORES DISTINTOS DE ACCIONES

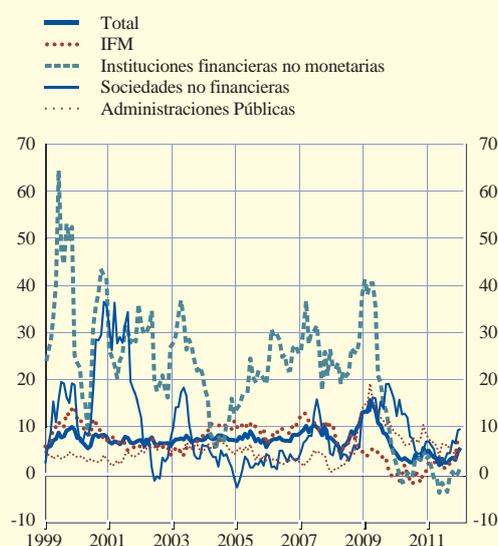
En enero de 2012, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro se situó en el 4%, lo que no supone variación con respecto al mes anterior, pero sí un aumento con respecto al promedio del 3,1% del último trimestre de 2011 (véase cuadro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

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

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

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

(tasas de crecimiento semestrales anualizadas desestacionalizadas)



Fuente: BCE.

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

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

Fuente: BCE.

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

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

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

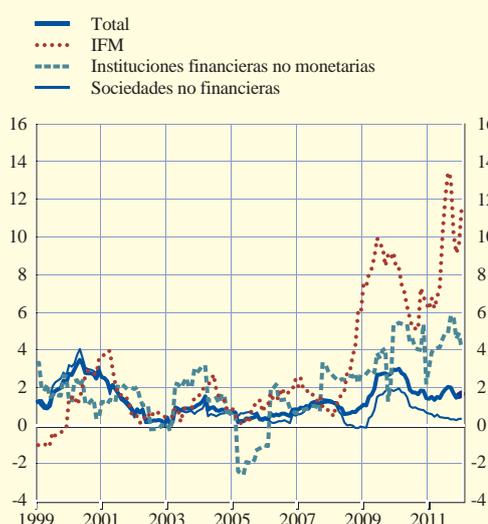
Por último, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las sociedades no financieras aumentó nuevamente y se situó en el 6,2 % en enero, frente al 5,4 % del mes anterior, continuando la tendencia al alza iniciada en abril de 2011. Es posible que los emisores del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

### ACCIONES COTIZADAS

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

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

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

### 2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

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

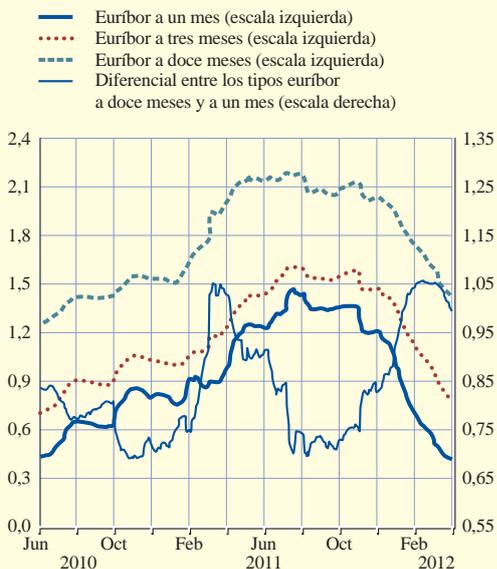
Los tipos de interés del mercado monetario sin garantías, medidos por el euríbor, se redujeron entre principios de marzo y comienzos de abril de 2012. El 3 de abril, los tipos euríbor a un mes, a tres meses, a seis meses y a doce meses se situaron en el 0,42 %, el 0,77 %, el 1,07 % y el 1,41 %, respectivamente,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

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

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

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

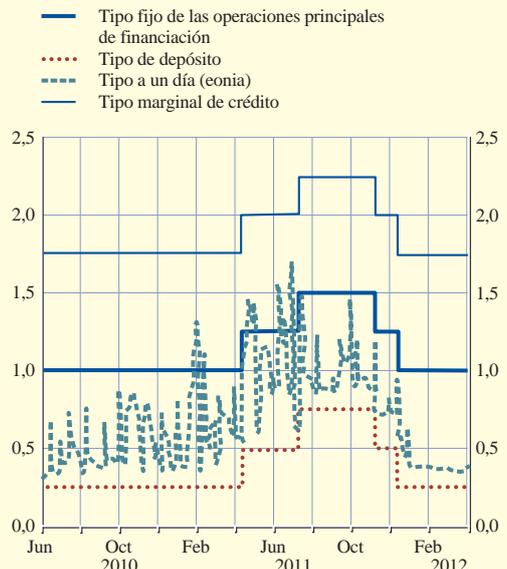
(porcentajes; diferencial en puntos porcentuales; datos diarios)



Fuentes: BCE y Thomson Reuters.

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

(porcentajes; datos diarios)



Fuentes: BCE y Thomson Reuters.

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

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

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

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

## 2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

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

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

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

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

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

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

(porcentajes; datos diarios)



Fuentes: EuroMTS, BCE, Bloomberg y Thomson Reuters.  
 Notas: El rendimiento de la deuda pública a largo plazo se refiere a los bonos a diez años o con vencimiento más próximo a este plazo. El rendimiento de la deuda pública de la zona del euro se basa en datos del BCE sobre deuda con calificación AAA, que actualmente incluyen bonos franceses.

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

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

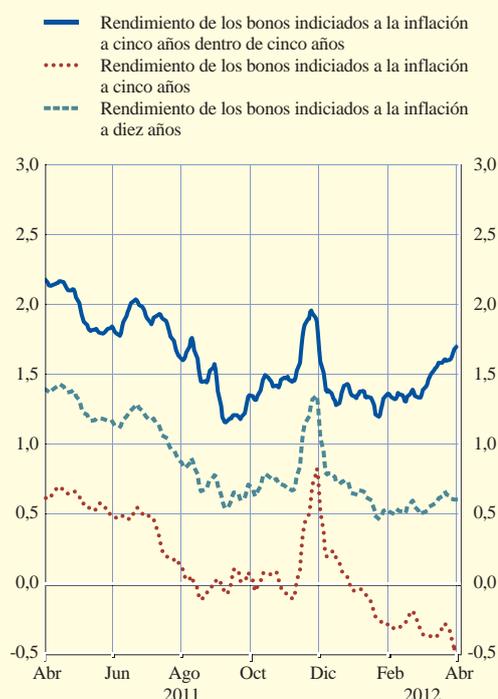
El rendimiento de la deuda pública a cinco años de la zona del euro indiciada a la inflación se redujo unos 15 puntos básicos en el período de referencia, mientras que el correspondiente a la deuda pública a diez años se incrementó alrededor de 10 puntos básicos, y los rendimientos reales se situaron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

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

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

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

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



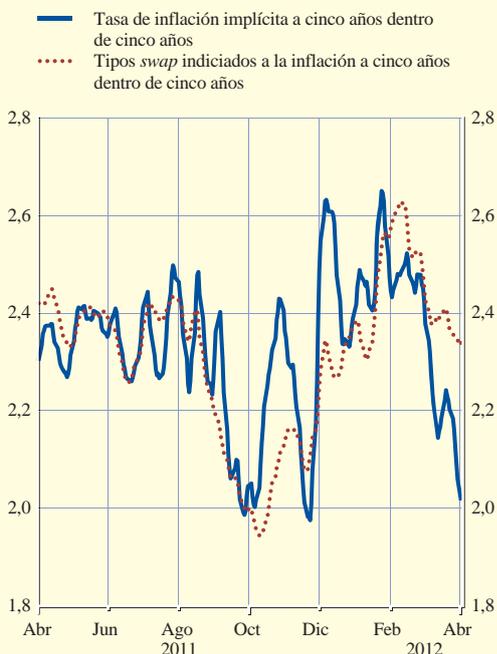
Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

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

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

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

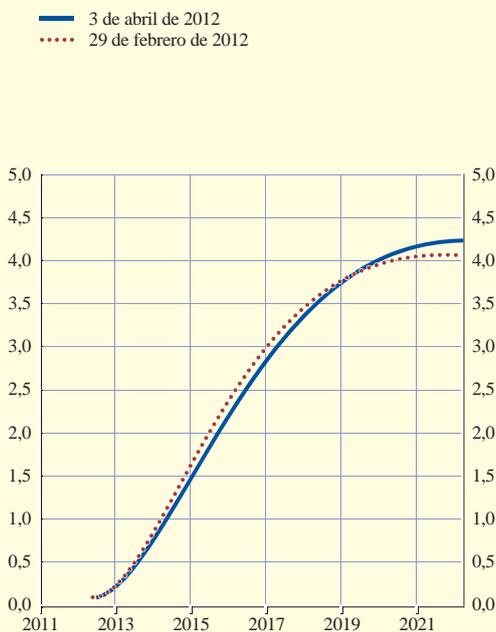
(porcentajes; datos diarios de medias móviles de cinco días; datos desestacionalizados)



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

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

(porcentajes; datos diarios)



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

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

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

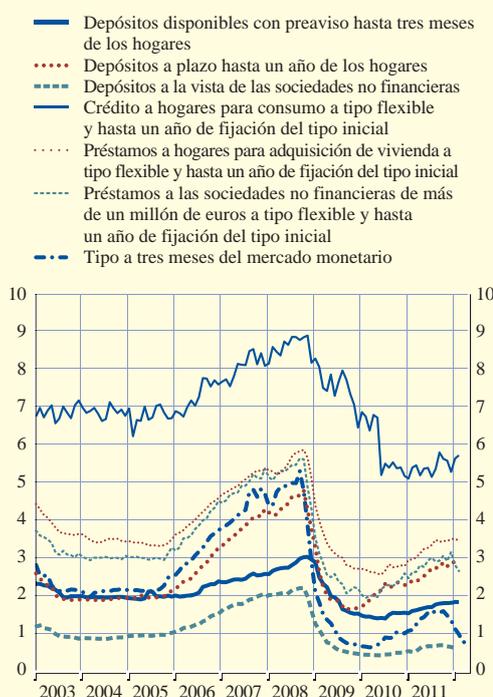
En febrero de 2012, los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a los depósitos descendieron ligeramente. Tanto los tipos de interés aplicados a los depósitos a plazo hasta un año de los hogares como los aplicados a los depósitos de las sociedades no financieras registraron una caída de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

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

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

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

(porcentajes; tipos de interés de las nuevas operaciones)



Fuente: BCE.

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

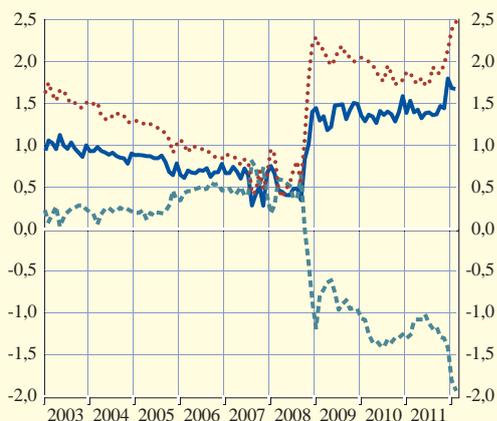
transmisión significativa de las variaciones de los tipos de interés de mercado a los tipos aplicados por las entidades de crédito a los préstamos y créditos. Durante la mayor parte de 2011, los tipos de interés de los préstamos concedidos por las IFM se incrementaron ligeramente, como consecuencia,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

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

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

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

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



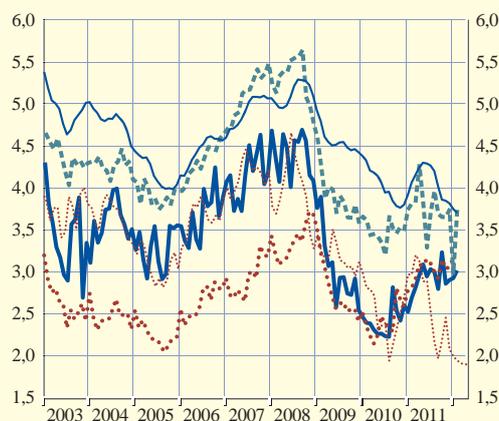
Fuente: BCE.

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

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

(porcentajes; tipos de interés de las nuevas operaciones)

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



Fuente: BCE.

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

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

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

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

## 2.6 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

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

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

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

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

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

**Gráfico 20 Índices bursátiles**

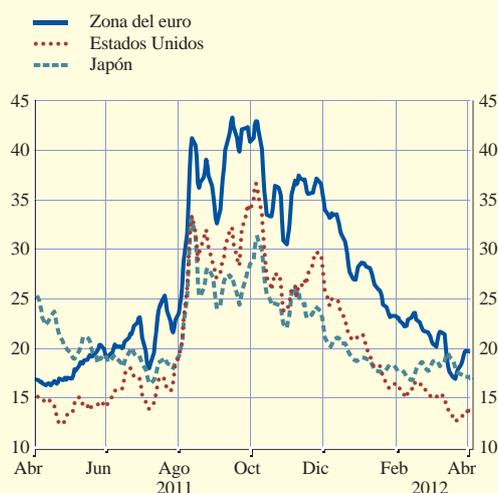
(índice: 1 de abril de 2011 = 100; datos diarios)



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

**Gráfico 21 Volatilidad implícita en los mercados de renta variable**

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



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

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

### 3 PRECIOS Y COSTES

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

#### 3.1 PRECIOS DE CONSUMO

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

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

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

**Cuadro 5 Evolución de los precios**

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

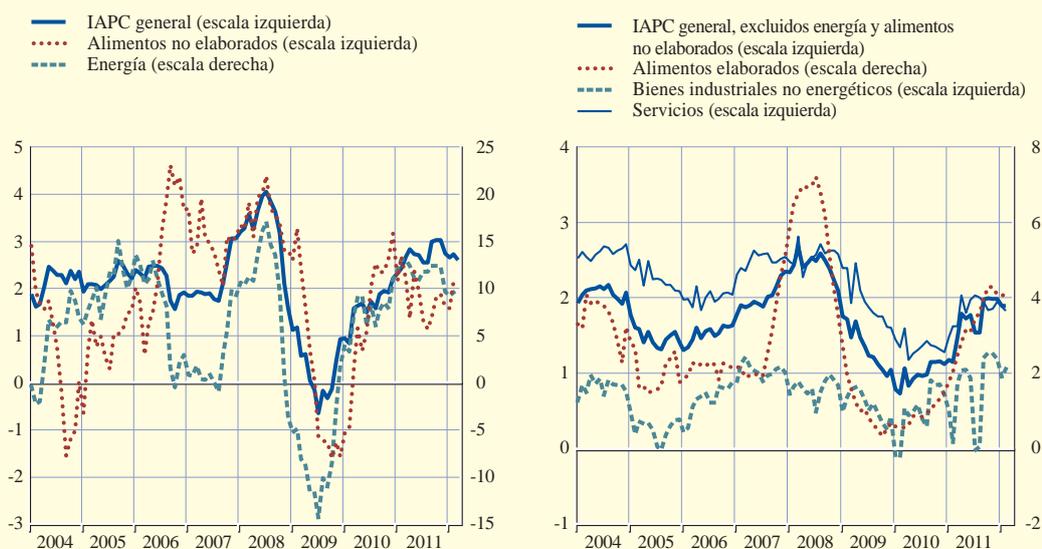
	2010	2011	2011 Oct	2011 Nov	2011 Dic	2012 Ene	2012 Feb	2012 Mar
<b>IAPC y sus componentes</b>								
Índice general <sup>1)</sup>	1,6	2,7	3,0	3,0	2,7	2,7	2,7	2,6
Energía	7,4	11,9	12,4	12,3	9,7	9,2	9,5	.
Alimentos no elaborados	1,3	1,8	1,8	1,9	1,6	1,6	2,2	.
Alimentos elaborados	0,9	3,3	4,3	4,3	4,1	4,1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

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

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

Gráfico 22 Desagregación del IAPC por principales componentes

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

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

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

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

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

### Recuadro 3

#### NUEVAS NORMAS PARA LAS PONDERACIONES DEL IAPC

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

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

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

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

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

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

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

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

Fuente: Eurostat.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

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

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

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

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

### 3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

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

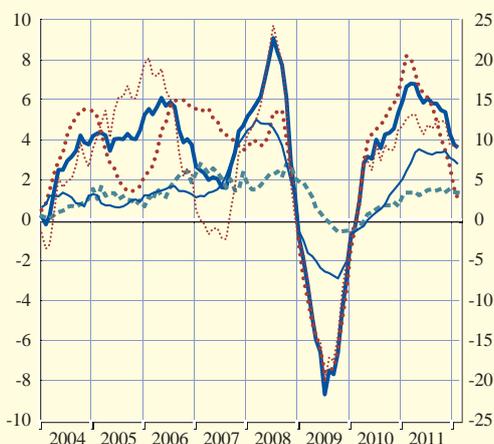
Centrando la atención en las últimas fases del proceso de producción, la tasa de variación interanual de los precios de consumo de los alimentos disminuyó hasta el 3,7% en febrero, frente al 3,9% del mes precedente. A corto plazo se esperan nuevos descensos, debido a las acusadas caídas registradas recientemente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

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

**Gráfico 23 Desagregación de los precios industriales**

(tasas de variación interanual; datos mensuales)

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

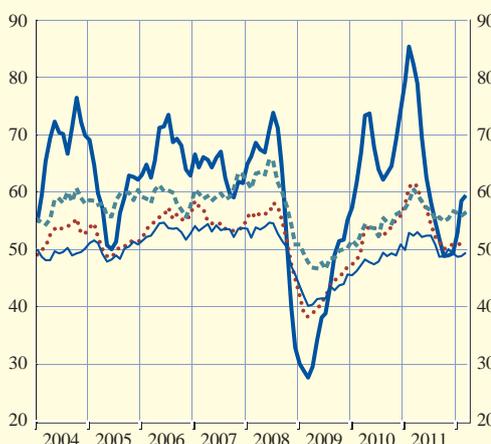


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

**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.

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

### 3.3 INDICADORES DE COSTES LABORALES

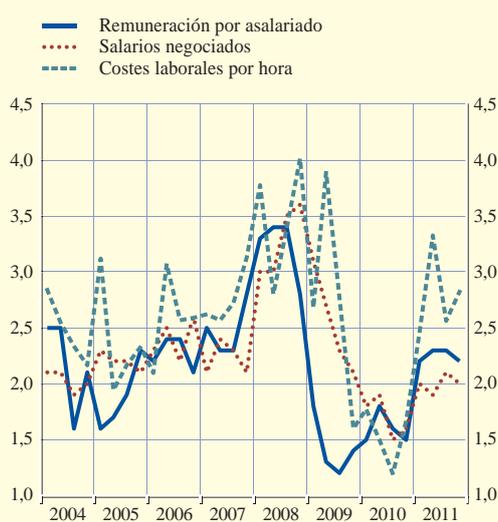
Hasta el verano de 2011, los indicadores de costes laborales de la zona del euro aumentaron gradualmente, en consonancia con la mejora simultánea de la situación en los mercados de trabajo (véanse cuadro 6 y gráfico 25). Posteriormente, la evolución del crecimiento de los salarios mostró algunas señales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

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

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

Gráfico 25 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

Cuadro 6 Indicadores de costes laborales

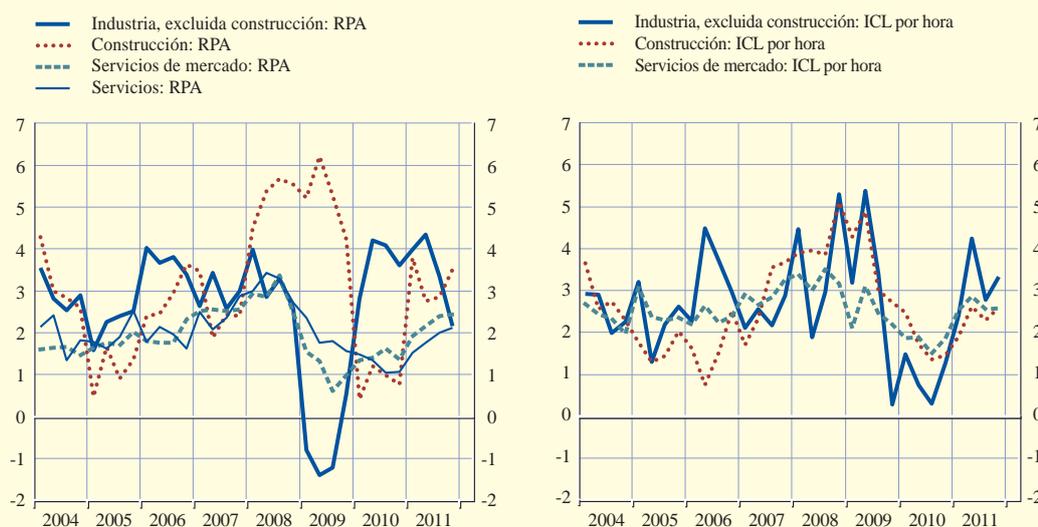
(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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

Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

Gráfico 26 Evolución de los costes laborales por sectores

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

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

### 3.4 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

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

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

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

## 4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

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

### 4.1 PIB REAL Y COMPONENTES DE LA DEMANDA

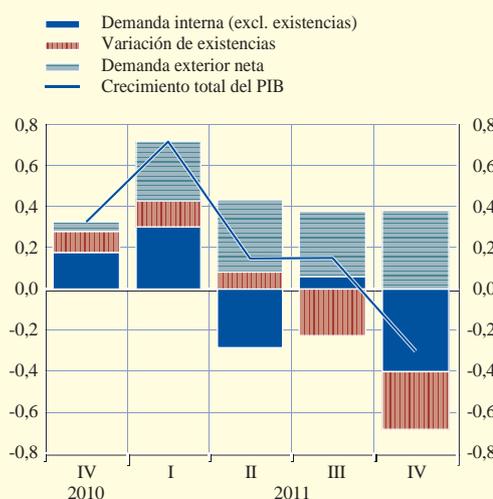
El PIB real de la zona del euro se redujo un 0,3%, en tasa intertrimestral, en el cuarto trimestre de 2011, tras una tasa de crecimiento del 0,1% en el trimestre anterior (véase gráfico 27). El resultado del cuarto trimestre reflejó las aportaciones negativas de la demanda interna y de la variación de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

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

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

Gráfico 27 Crecimiento del PIB real y contribuciones

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



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

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

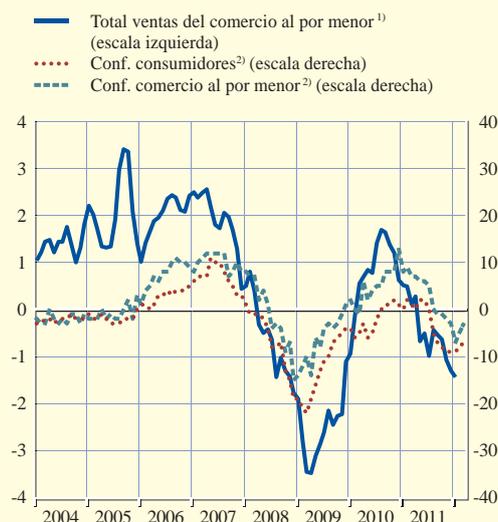
La producción industrial de bienes de equipo (un indicador de la inversión futura, excluida la construcción) se incrementó un 0,5 %, en tasa intermensual, en enero de 2012, tras un descenso del 0,9 % en el mes anterior. La producción de bienes de equipo, que se redujo un 1,4 %, en tasa intertrimestral,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

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

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

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

(datos mensuales)



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

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

#### Recuadro 4

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

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

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

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

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

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

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

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

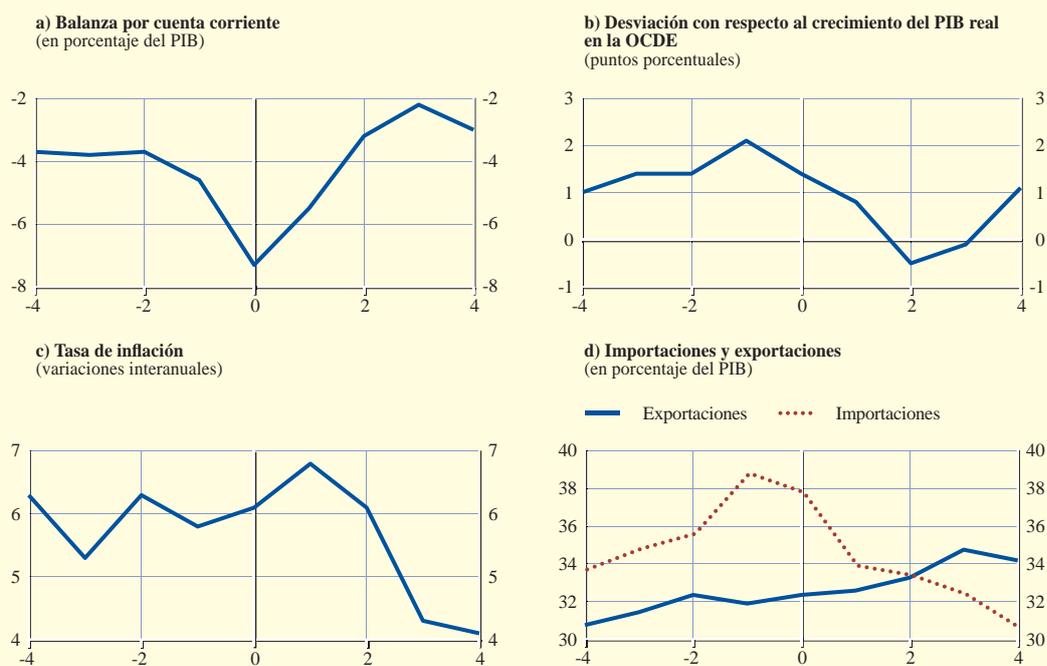
### Ajustes durante las correcciones de la balanza por cuenta corriente

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

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

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

(frecuencia anual)

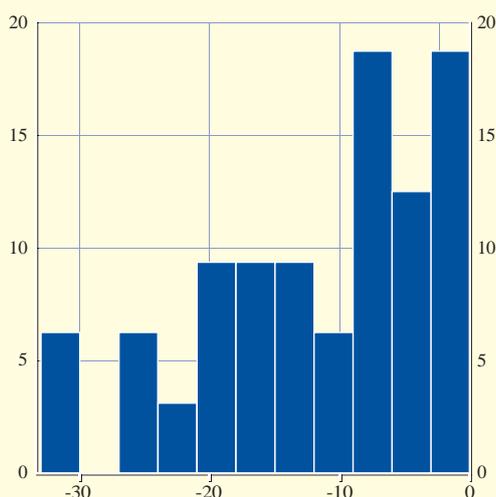


Fuente: Cálculos del BCE.

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

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

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



Fuente: Cálculos del BCE.

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

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

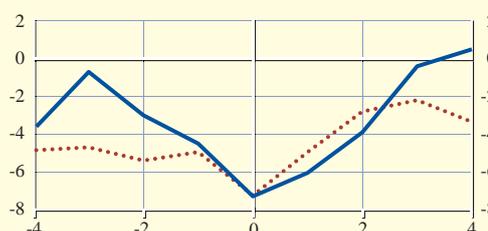
Aunque los patrones típicos de las correcciones de la balanza por cuenta corriente proporcionan información de utilidad, se observa, sin embargo, una considerable heterogeneidad entre los episodios, sobre todo en relación con la importancia relativa de los principales mecanismos de ajuste. Los episodios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

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

(frecuencia anual)

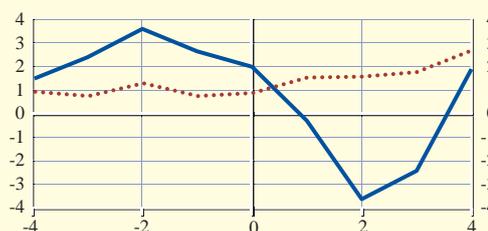
— Contractivas  
..... No contractivas

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



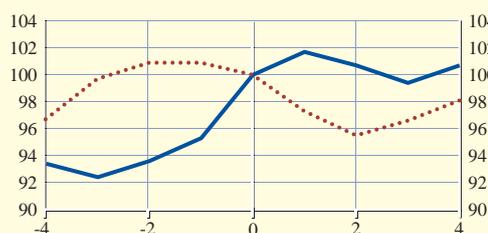
**b) Desviación con respecto al crecimiento de PIB real en la OCDE (puntos porcentuales)**

— Contractivas  
..... No contractivas



**c) Tipo de cambio efectivo real (índice)**

— Contractivas  
..... No contractivas



Fuente: Cálculos del BCE.

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

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

### Conclusiones

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

## 4.2 PRODUCTO POR RAMAS DE ACTIVIDAD

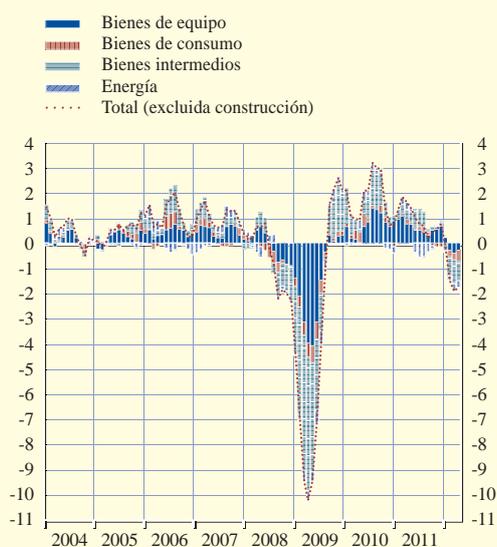
El valor añadido real se contrajo un 0,2%, en tasa intertrimestral, en el cuarto trimestre de 2011. La actividad en la industria (excluida la construcción) se redujo un 1,7%, en tasa intertrimestral. Por el contrario, el valor añadido de los servicios y de la construcción se elevó un 0,1% y un 0,3%,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

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

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

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

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

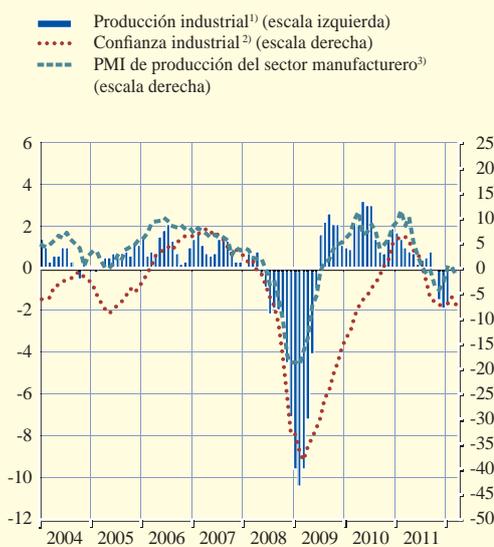


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

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

(datos mensuales desestacionalizados)



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

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

1) Tasas de variación intertrimestral.

2) Saldos netos.

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

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

**Recuadro 5**

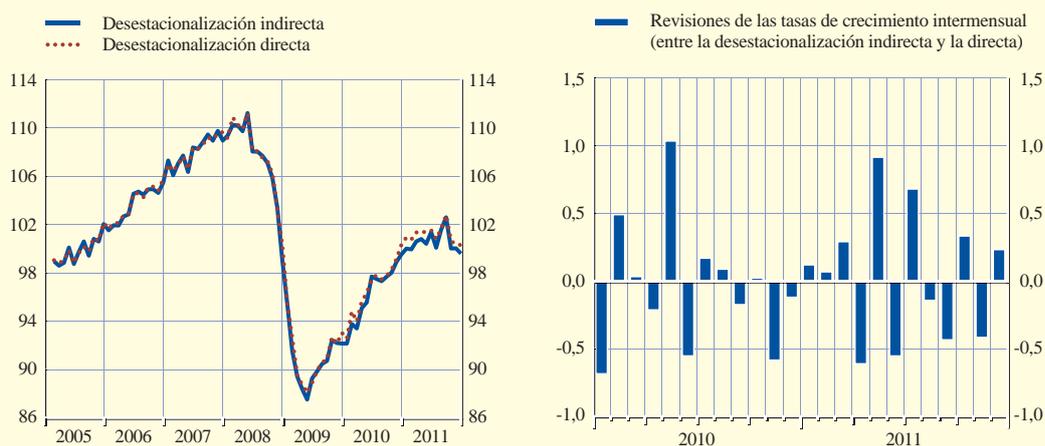
**NUEVO ENFOQUE PARA DESESTACIONALIZAR<sup>1</sup> LOS AGREGADOS EUROPEOS EN LAS ESTADÍSTICAS A CORTO PLAZO**

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

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

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

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



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

### Desestacionalización indirecta de los agregados europeos

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

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

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

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

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

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

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

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

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

(en puntos porcentuales)

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

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

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

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

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

### 4.3 MERCADO DE TRABAJO

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

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

**Cuadro 7 Crecimiento del empleo**

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

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

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

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

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

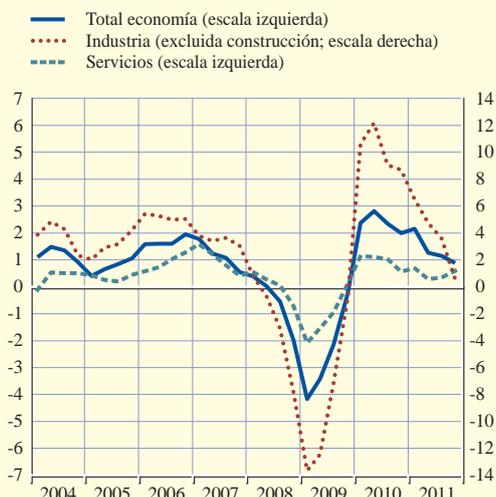


Fuentes: Eurostat y encuestas de opinión de la Comisión Europea.  
Notas: Los saldos netos están ajustados a la media.

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

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

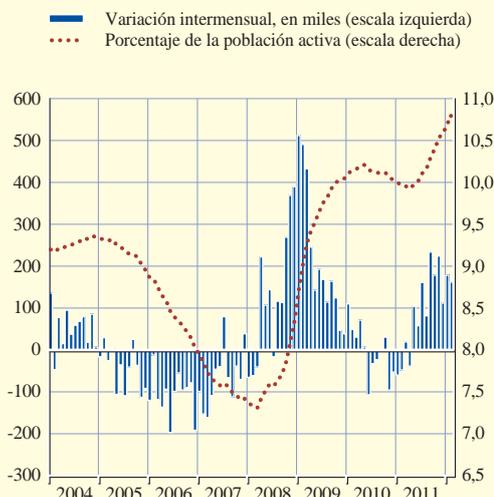
(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

**Gráfico 33 Desempleo**

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

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

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

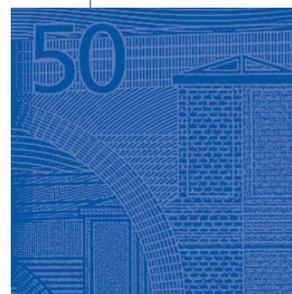
#### **4.4 PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA**

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

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

## ARTÍCULOS

# ANÁLISIS DE LA SOSTENIBILIDAD DE LA DEUDA EN LA ZONA DEL EURO



*La rápida acumulación de deuda pública en un entorno de inestabilidad financiera y de bajo crecimiento ha hecho más necesario evaluar la sostenibilidad de la deuda pública. Pese a la aplicación, con carácter inmediato, de amplias medidas de consolidación fiscal en los países de la zona del euro, los riesgos para la sostenibilidad de la deuda deben ser objeto de un estrecho seguimiento. Para determinar la magnitud de estos riesgos, el análisis convencional de la sostenibilidad de la deuda se ha convertido en un elemento básico de la supervisión reforzada de los países. No obstante, un análisis de esta naturaleza está sujeto a varias limitaciones. Depende esencialmente de la elección de los supuestos subyacentes y de la herramienta analítica, y los resultados están sujetos a una considerable incertidumbre. Por consiguiente, lo que se requiere es un enfoque más global de las evaluaciones de la sostenibilidad de la deuda, que incluya una evaluación sistemática y en profundidad de los riesgos específicos del país. Para ello, sería necesario incluir un seguimiento sistemático de un conjunto amplio de obligaciones fiscales y de desequilibrios del sector privado, sustituyendo el actual enfoque ad hoc para poder tener en cuenta estos riesgos. Además, debería hacerse más hincapié en cómo tener en cuenta el comportamiento fiscal y económico en respuesta a las perturbaciones. Por otra parte, la crisis ha mostrado que, además de considerar los riesgos a medio plazo para la sostenibilidad de la deuda, también es necesario tener en cuenta los riesgos de refinanciación a corto plazo, lo que tiende a reforzar aún más el argumento de los márgenes de seguridad en las finanzas públicas en tiempos normales. Para limitar los riesgos que amenazan la sostenibilidad de la deuda en la zona del euro, es necesario situar las relaciones de deuda pública con respecto al PIB en niveles de seguridad por debajo del 60%. A este respecto, el compromiso de establecer dentro del nuevo Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza en la Unión Económica y Monetaria un nuevo pacto presupuestario que incluya un «freno a la deuda» es una medida muy positiva para lograr una disciplina presupuestaria más rigurosa en la zona del euro.*

### I INTRODUCCIÓN

La crisis financiera mundial ha dado lugar a una rápida acumulación de deuda pública en la mayoría de los países de la zona del euro y en la zona en su conjunto. Ello refleja, entre otras cosas, el fuerte deterioro del crecimiento económico y el funcionamiento de los estabilizadores automáticos, así como, en varios países de la zona del euro, los estímulos fiscales en parte considerables y el apoyo público al sector bancario<sup>1</sup>. La rápida acumulación de deuda pública en un entorno de inestabilidad financiera y de bajo crecimiento ha aumentado la necesidad de una evaluación de la sostenibilidad de la deuda pública, es decir, la capacidad de un país para hacer frente al servicio de toda la deuda pública acumulada en un momento determinado. Pese a la aplicación, con carácter inmediato, de amplias medidas de consolidación fiscal en los países de la zona del euro, los riesgos para la sostenibilidad de la deuda deben ser objeto de un estrecho seguimiento. Para calibrar la magnitud de estos riesgos, el análisis convencional de

sostenibilidad de la deuda —un enfoque basado en la contabilidad, y que se ha aplicado durante mucho tiempo a dicho seguimiento— se ha convertido en un elemento básico de la supervisión reforzada de los países. Como tal, forma parte de los informes de la UE y del FMI en los que se evalúa el cumplimiento de los compromisos asociados en materia de política económica por parte de los Estados miembros que tienen en vigor un programa de asistencia financiera.

No obstante, el análisis convencional de la sostenibilidad de la deuda está sujeto a varias limitaciones, lo que significa que los resultados han de interpretarse con cautela. De hecho, el resultado de los análisis de sostenibilidad de la deuda depende esencialmente de los supuestos básicos y del instrumento analítico que se elijan, y está sujeto a una considerable incertidumbre. Además, es necesario tener especial cuidado, ya que las evaluaciones de

<sup>1</sup> Véase A. Van Riet (ed.), «Euro area fiscal policies and the crisis», *Occasional Paper Series*, n.º 109, BCE, Fráncfort del Meno, abril de 2010.

sostenibilidad de la deuda también pueden afectar directamente a la propia sostenibilidad: los aumentos de los rendimientos de la deuda pública que se basan en evaluaciones de sostenibilidad desfavorables por parte de los mercados financieros podrían crear un círculo vicioso de aumento de los costes de refinanciación de la deuda pública y de intensificación de los riesgos para la sostenibilidad de la misma. Como ha mostrado la reciente evolución en la zona del euro, esta espiral negativa se acelera aún más si las evaluaciones desfavorables de la sostenibilidad de la deuda, por ejemplo, las realizadas por las agencias de calificación del crédito, tienen un impacto negativo sobre los balances de los bancos y se traducen en un aumento de las necesidades de desapalancamiento para cumplir los requisitos básicos de capital. Y el proceso se complica cuando el aumento de los rendimientos de la deuda soberana se transmite a las condiciones de financiación de las entidades de crédito y a los costes de endeudamiento del sector privado, lo que a su vez afecta negativamente a la inversión privada y al crecimiento económico.

En este contexto, se analizan, a continuación, tres cuestiones<sup>2</sup>:

- ¿Qué puede ofrecer el análisis convencional de la sostenibilidad de la deuda?
- ¿Cómo pueden mejorarse las herramientas para evaluar el análisis de sostenibilidad de la deuda?
- Habida cuenta de las herramientas disponibles para realizar análisis de sostenibilidad de la deuda, ¿qué conclusiones, en materia de política, pueden extraerse para las políticas fiscales de la zona del euro?

El artículo se estructura como sigue: en la sección 2 se analiza de forma sucinta la acumulación de deuda pública en los países de la zona del euro desde el comienzo de la crisis y los consiguientes aumentos de los diferenciales de rendimiento de la deuda pública. En la sección 3 se expone el concepto de sostenibilidad de la deuda, explicando las principales características del análisis convencio-

nal de dicha sostenibilidad basándose en los resultados ilustrativos del agregado de la zona del euro, y se identifican las principales ventajas e inconvenientes de esta herramienta. En la sección 4 se plantean algunas posibles extensiones del análisis convencional de sostenibilidad de la deuda, en las que se tendrían en cuenta los riesgos asociados a los pasivos contingentes implícitos y otros pasivos no incluidos en el presupuesto. En la sección 5 se examinan otros tipos de análisis de sostenibilidad de la deuda, más basados en modelos. En la sección 6 se consideran los mecanismos de alerta anticipada de las tensiones presupuestarias, prestando especial atención a los riesgos presupuestarios a corto plazo. En la sección 7 se presentan las conclusiones centrando la atención, en particular, en el elevado grado de incertidumbre que rodea a las evaluaciones de sostenibilidad de la deuda a medio plazo y en la consiguiente necesidad de prestar una mayor atención a la evolución de las finanzas públicas a corto plazo y a la prudencia fiscal en la zona del euro.

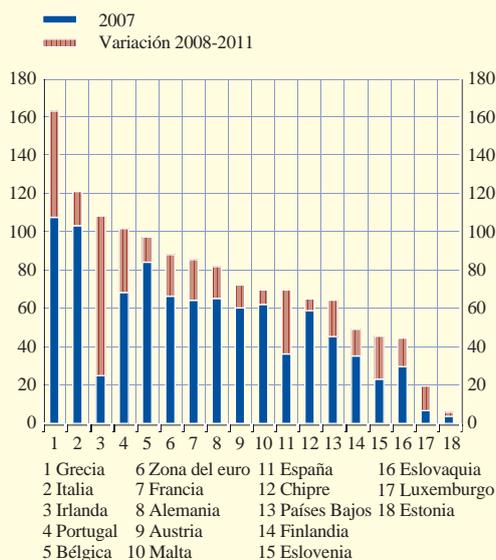
## 2 ENDEUDAMIENTO PÚBLICO EN LA ZONA DEL EURO

Se estima que la ratio de deuda pública bruta con respecto al PIB ha aumentado en la zona del euro en 22 puntos porcentuales desde el nivel registrado antes de la crisis en 2007, hasta situarse en el 88 % en 2011 (véase gráfico 1). Entre los países de la zona, Irlanda, Grecia, Portugal y España fueron los que registraron los incrementos más fuertes durante el período comprendido entre 2008 y 2011. Para 2011, se estima que las ratios de deuda en Grecia, Italia, Irlanda y Portugal habrán alcanzado niveles muy elevados, es decir, en torno al 100 % del PIB o superiores. De hecho, se estima que solo

2 Véanse un resumen y aplicaciones de distintos enfoques del análisis de sostenibilidad de la deuda en el capítulo titulado «Debt sustainability in the EU», en «Public finances in EMU – 2011», *European Economy*, 3, Bruselas, septiembre de 2011. Véase también «Modernizing the Framework for Fiscal Policy and Public Debt Sustainability Analysis», FMI, agosto de 2011. En la edición de abril de 2011 de *Fiscal Monitor*, del FMI, se presenta una evaluación de las necesidades de ajuste fiscal a medio y largo plazo conforme a varios escenarios. Véase también A. Schaechter *et al.*, «A Toolkit to Assessing Fiscal Vulnerabilities and Risks in Advanced Economies», *Working Paper Series*, n.º WP/12/11, FMI, Washington DC, enero de 2012.

**Gráfico 1 Ratios de deuda de las Administraciones Públicas con respecto al PIB de los países de la zona del euro, 2007-2011**

(porcentajes)



Fuentes: Previsiones económicas de otoño de 2011 de la Comisión Europea y cálculos del BCE.

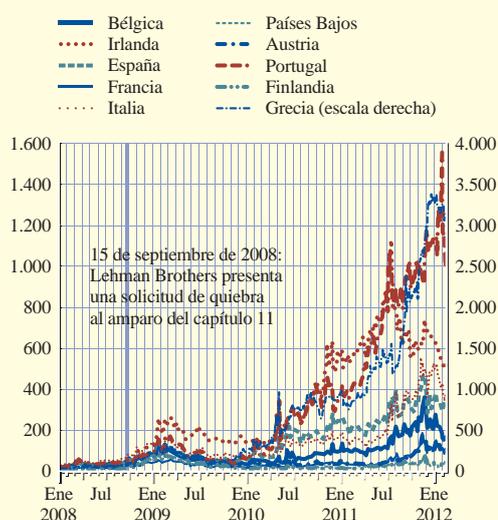
han registrado valores inferiores al valor de referencia del 60 % del PIB cinco países de la zona del euro. Fuera de la zona, las ratios de deuda con respecto al PIB también han aumentado hasta niveles notablemente superiores a los registrados antes de la crisis en Estados Unidos y Japón. No obstante, si se comparan con Estados Unidos y Japón, los desequilibrios presupuestarios han sido, en cifras agregadas, más limitados en la zona del euro, y las medidas de consolidación fiscal se han adoptado antes y han sido de carácter más integral. Así pues, con respecto al nivel observado antes de la crisis, en 2007, la ratio de deuda pública con respecto al PIB de la zona del euro ha aumentado menos que en Estados Unidos y Japón. A medio plazo, se prevé que las ratios de Estados Unidos y Japón sobrepasen la cifra agregada de la zona del euro (véase el recuadro titulado «Evolución de la deuda pública en Estados Unidos y Japón»).

Habida cuenta de la inquietud de los mercados financieros respecto a la sostenibilidad de la deuda pública y de la desfavorable evolución macroeconómica observada desde la quiebra de Lehman

Brothers en septiembre de 2008, los diferenciales de rendimiento de la deuda pública frente a Alemania han aumentado en muchos países de la zona del euro (véase gráfico 2)<sup>3</sup>. No obstante, estos incrementos han variado significativamente de un país a otro, dadas las distintas evaluaciones de los riesgos específicos de cada país. Más recientemente, se observan indicios de que los mercados financieros han reconocido los avances realizados con las medidas de consolidación fiscal en la zona del euro en su conjunto, y en los países vulnerables, en particular, así como los esfuerzos desplegados para fortalecer el marco presupuestario y económico de la UE. En este sentido, puede observarse cierta estabilización de los mercados de deuda soberana en los países vulnerables de la zona del euro, asociada a una reducción de los diferenciales de rendimiento de su deuda respecto a los rendimientos de la deuda soberana de Alemania.

3 Puede demostrarse que las curvas de rendimientos dependen de las evaluaciones de la sostenibilidad fiscal y de variables macroeconómicas como las perspectivas de crecimiento económico. Véase, por ejemplo, V. Borgy, T. Laubach, J.-S. Mésonnier y J.-P. Renne, «Fiscal Sustainability, Default Risk and Euro Area Sovereign Bond Spreads», Working Paper Series, n.º 350, Banque de France, París, octubre de 2011.

**Gráfico 2 Diferenciales de rendimiento con respecto al bono alemán a diez años, 2008-2012**



Fuentes: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream y cálculos del BCE.

Notas: Los datos de Chipre, Luxemburgo, Malta, Eslovenia y Eslovaquia no son comparables y, por lo tanto, no se presentan aquí.

Recuadro

**EVOLUCIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA EN ESTADOS UNIDOS Y JAPÓN**

La inquietud respecto a la sostenibilidad de la deuda pública es cada vez mayor en algunas economías avanzadas del G 20. Una sustancial caída de los ingresos, agravada por una serie de estímulos fiscales y de medidas de apoyo al sector financiero adoptadas durante la recesión, ha dado lugar a un incremento de los niveles de deuda pública en muchas economías avanzadas. En Estados Unidos, las intensas negociaciones que han rodeado al reciente aumento del techo de la deuda han concentrado aún más la atención de los inversores en las finanzas públicas<sup>1</sup>. Al mismo tiempo, Japón presenta un dilatado historial de aumento de las ratios de deuda con respecto al PIB, hasta el punto de registrar actualmente una ratio que es casi el doble de la de Estados Unidos<sup>2</sup>. En este contexto, se presenta, a continuación, la evolución reciente del déficit y de la deuda y se evalúan las perspectivas de sostenibilidad de la deuda en Estados Unidos y Japón, subrayando las diferencias con la zona del euro en lo relativo a la evolución presupuestaria.

En 2007, antes de la recesión, la ratio de deuda pública bruta con respecto al PIB se situaba en torno al 65 % en Estados Unidos, mientras que Japón registraba un nivel de endeudamiento significativamente más alto, de casi el 190 % del PIB. Partiendo de esos niveles anteriores a la crisis, la desaceleración cíclica de los ingresos federales, unida a las sustanciales medidas de estímulo fiscal aplicadas en respuesta a la recesión económica, dio lugar a un rápido aumento del déficit presupuestario de

- 1 Citando, entre otros factores, los riesgos políticos, Standard & Poor's rebajó la calificación crediticia de la deuda a largo plazo de Estados Unidos de AAA a AA+ el 5 de agosto de 2011 y advirtió de que podría haber nuevas rebajas si la trayectoria de la deuda pública estadounidense se eleva por encima del valor de referencia actual de esta agencia de calificación.
- 2 Moody's rebajó la calificación crediticia de la deuda japonesa en agosto de 2011, tras la rebaja realizada por Standard & Poor's, a comienzos de ese mismo año.

**Gráfico A Deuda bruta y saldos presupuestarios de las Administraciones Públicas: Estados Unidos**

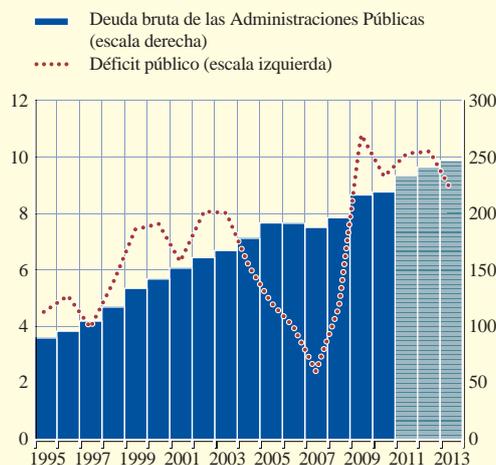
(en porcentaje del PIB)



Fuentes: BEA, CBO y cálculos del BCE.  
Nota: Las barras de color claro y los puntos corresponden a proyecciones.

**Gráfico B Deuda bruta y saldos presupuestarios de las Administraciones Públicas: Japón**

(en porcentaje del PIB)



Fuente: FMI.  
Nota: Las barras de color claro y los puntos corresponden a proyecciones.

Estados Unidos, que sobrepasó el 10 % del PIB en 2009 y 2010. En el caso de Japón, los déficits presupuestarios aumentaron por encima del 9 %, lo que indica también un rápido deterioro de las finanzas públicas. Como resultado, los elevados y sostenidos déficits registrados en ambos países dieron lugar a un rápido incremento de la deuda bruta. En 2010, la deuda bruta se situaba en torno al 95 % del PIB en Estados Unidos y al 220 % del PIB en Japón (véanse gráficos A y B)<sup>3</sup>. El nivel de deuda de las Administraciones Públicas en el conjunto de la zona del euro ascendía al 85,6 % del PIB en 2010 (véase gráfico C).

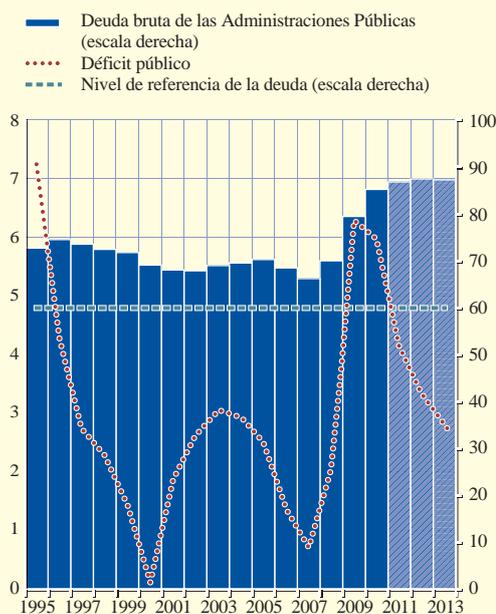
Aunque se espera que los déficits presupuestarios se reduzcan en Estados Unidos en los próximos años, se prevé que las ratios de deuda aumentarán aún más en el corto plazo —aunque a un ritmo más lento—, antes de estabilizarse, en general, en 2013. No obstante, esta evolución es muy incierta, ya que hasta finales de 2012 no se verá claramente cuál será el impacto de la reciente extensión de los recortes tributarios y de las prestaciones, ni tampoco está claro que se vayan a poner en práctica íntegramente los recortes fiscales resultantes

de la imposibilidad de llegar a un acuerdo por parte del «Supercomité». Esta evolución podría suponer un riesgo de desviaciones al alza y a la baja para las cifras de déficit, respectivamente. Por lo que respecta a Japón, se prevé que la reducción del déficit se producirá con cierto retraso, debido, en parte, a los gastos especiales para paliar las consecuencias del terremoto de marzo de 2011, lo que significa que las ratios de deuda seguirán aumentando constantemente hasta 2013. También en este caso, la evolución está sujeta a un elevado nivel de incertidumbre, en vista de los debates que están teniendo lugar en Japón respecto al presupuesto del ejercicio fiscal de 2012 y al plan de reforma propuesto de los impuestos y la Seguridad Social, que contempla un incremento gradual del tipo impositivo sobre el consumo, que pasaría del 5 % actual al 10 % para mediados de la década de 2010. En comparación, se prevé que el déficit de las Administraciones Públicas de la zona del euro descienda a niveles inferiores, situándose en el 3 % del PIB en 2013. Por consiguiente, se proyecta que la ratio de deuda con respecto al PIB de la zona del euro tenga una evolución más moderada que en Estados Unidos y Japón, lo que contribuiría a su reducción en el medio plazo.

La necesidad de realizar una consolidación fiscal considerable en Estados Unidos y Japón supone también que el margen de maniobra para que la política fiscal respalde el crecimiento en caso de un deterioro de las perspectivas es muy limitado. Por el contrario, el riesgo de deterioro de la sostenibilidad de la deuda, asociado a perturbaciones macroeconómicas adversas que ralenticen el crecimiento económico y eleven los tipos de interés a largo plazo, no es insignificante.

Gráfico C Deuda bruta y saldos presupuestarios de las Administraciones Públicas: zona del euro

(en porcentaje del PIB)



Fuentes: Comisión Europea y cálculos del BCE.

Nota: Las barras de color claro y los puntos corresponden a proyecciones.

3 Estos datos sobre la deuda pública de Estados Unidos y Japón no son plenamente comparables con los de la zona del euro, ya que no se compilan de acuerdo con la metodología contable europea (SEC 95).

### 3 ANÁLISIS CONVENCIONAL DE LA SOSTENIBILIDAD DE LA DEUDA

En esta sección se presenta, de forma sucinta, el concepto de sostenibilidad de la deuda pública y, a continuación, se analizan los fundamentos teóricos del análisis convencional de dicha sostenibilidad. Se presentan proyecciones ilustrativas de la evolución a medio plazo de la deuda para el agregado de la zona del euro, destacando también el hecho de que el análisis convencional de la sostenibilidad de la deuda está sujeto al mantenimiento de un equilibrio entre la sencillez y la solidez teórica.

#### CONCEPTO DE SOSTENIBILIDAD DE LA DEUDA PÚBLICA

La sostenibilidad de la deuda pública significa que los servicios de la deuda pública acumulada deben poder ser atendidos en cualquier momento. Ello exige, por lo tanto, que los Gobiernos sean solventes y que dispongan de liquidez<sup>4</sup>.

- La «solvencia» es un concepto de medio a largo plazo y requiere que se cumpla la restricción presupuestaria del valor actual neto, que estipula que el valor actual neto de los futuros saldos presupuestarios primarios debe ser, como mínimo, igual al valor actual neto de la deuda pública viva («concepto de flujo»)<sup>5</sup>.
- La «liquidez» es un concepto de corto plazo y se refiere a la capacidad del Gobierno para mantener el acceso a los mercados financieros, garantizando su capacidad de atender el pago de todas las obligaciones a las que tenga que hacer frente en el corto plazo<sup>6</sup>.

Así pues, aunque en las evaluaciones de la sostenibilidad de la deuda se adopta una perspectiva de medio a largo plazo, ha de tenerse en cuenta la capacidad de un país para mantener el acceso a los mercados en el corto plazo a efectos de refinanciar la deuda que vaya venciendo. Un país que encuentre cada vez más dificultades para acceder a los mercados financieros en el corto plazo, podría tener problemas de sostenibilidad de la deuda en el medio plazo, ya que, al aumentar los rendimientos de la deuda, se incrementará gradualmente la carga

financiera. Además, la deuda pública solo deberá considerarse sostenible si las políticas fiscales necesarias para garantizar unos niveles sostenibles son factibles y realistas, tanto en términos políticos como económicos.

#### ANÁLISIS CONVENCIONAL DE LA SOSTENIBILIDAD DE LA DEUDA

El análisis convencional de la sostenibilidad de la deuda es un ejercicio contable simple, basado en la ecuación estándar de acumulación de deuda<sup>7</sup>:

$$\Delta b_t = \frac{i_t - g_t}{1 + g_t} b_{t-1} - pb_t + dda_t$$

Según esta ecuación, la variación de la ratio de deuda con respecto al PIB ( $\Delta b_t$ ) se calcula a partir del impacto acumulado de tres componentes:

- (1) el «diferencial interés-crecimiento», que recoge el impacto del tipo de interés (real) que incrementa la ratio de deuda, así como el impacto de la tasa de crecimiento del PIB (real) que reduce dicha ratio<sup>8</sup>;
- (2) el saldo primario ( $pb_t$ );
- (3) el ajuste entre déficit y deuda ( $dda_t$ ).

El ajuste entre déficit y deuda se refiere a la parte de la variación de la ratio de deuda con respecto al PIB que no se refleja en el déficit. Se obtiene, por ejemplo, a partir de: i) una variación en el volumen de deuda denominada en moneda extranjera asociada a una variación del tipo de cambio; ii) transacciones financieras en relación con el

4 Véase también «Modernizing the Framework for Fiscal Policy and Public Debt Sustainability Analysis», FMI, agosto de 2011.

5 De acuerdo con el «concepto de fondo», la solvencia exige que el valor actual neto de todos los pasivos vivos no sea mayor que el de los activos vivos totales.

6 Véase N. Giammarioli, C. Nickel y J.-P. Vidal, «Assessing fiscal soundness: theory and practice», *Occasional Paper Series*, n.º 56, BCE, Fráncfort del Meno, marzo de 2007.

7 Para más información, véase el artículo titulado «Garantizar la sostenibilidad fiscal en la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, Fráncfort del Meno, abril de 2011.

8 El diferencial entre interés y crecimiento también podría denotarse en valores nominales si la deuda pública se emite en bonos nominales.

respaldo del Gobierno a instituciones financieras; iii) los ingresos provenientes de la privatización, o iv) la adquisición de activos financieros.

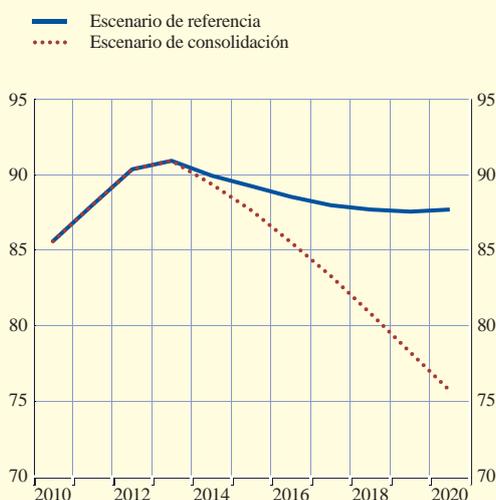
En general, el análisis convencional de la sostenibilidad de la deuda se basa en un concepto de deuda bruta de las Administraciones Públicas y no en un concepto de deuda neta, que resta de aquella los activos financieros del Gobierno. El motivo es doble: en primer lugar, la definición de activos financieros (frente a no financieros) varía de un país a otro, lo que hace que la comparación resulte especialmente difícil; en segundo lugar, los activos financieros no siempre son fáciles de liquidar. No obstante, los activos financieros —que, en el caso de la zona del euro, representan en promedio alrededor de un tercio del valor de los pasivos del Gobierno— constituyen un importante amortiguador para que los Gobiernos hagan frente a la inquietud que suscita la sostenibilidad de la deuda. Lo cual también es válido para las participaciones del Gobierno en las empresas de titularidad pública (total o parcial): los Gobiernos siempre pueden optar por reducir su participación en dichas empresas, a fin de utilizar los ingresos procedentes de las privatizaciones para reducir la deuda pública. No obstan-

te, cuando un país ya se enfrenta a un *shock* de liquidez, las ventas de esos activos pueden generar solamente unos ingresos limitados en un entorno económico débil, o incluso puede ser imposible realizarlas. Así pues, aunque, en principio, los activos no financieros afectan al tamaño de la deuda neta y, por lo tanto, resultan relevantes para evaluar la sostenibilidad de la deuda pública a largo plazo, en toda definición prudente de deuda neta deberían incluirse solo los activos financieros que puedan liquidarse con un plazo corto de preaviso.

Suponiendo que  $dda_t$  sea igual a cero y que el diferencial entre interés y crecimiento es positivo y, por lo tanto aumenta la deuda, la ecuación de acumulación de deuda permite extraer dos conclusiones inmediatas: la primera es que es necesario obtener superávits primarios suficientemente elevados para estabilizar o reducir la ratio de deuda con respecto al PIB; la segunda es que los países con elevados niveles de deuda han de registrar superávits primarios más abultados que los países con menor nivel de endeudamiento para estabilizar, o reducir, la ratio de deuda. Obviamente, en el caso de los ajustes positivos entre déficit y deuda —como se observó durante la crisis

Gráfico 3 Escenarios de evolución de la deuda a medio plazo para la zona del euro: período 2010-2020

(a) (en porcentaje del PIB)



(b) (en porcentaje del PIB)



Fuentes: Previsiones económicas de otoño de 2011 de la Comisión Europea hasta 2013 y cálculos del BCE.  
Nota: Los supuestos técnicos en los que se basan los distintos escenarios se describen en el texto principal.

financiera a través del apoyo prestado por los Gobiernos al sector bancario—, habría que realizar ajustes del saldo primario incluso de mayor magnitud para estabilizar y reducir las ratios de deuda con respecto al PIB.

El gráfico 3a muestra los resultados del análisis convencional de sostenibilidad de la deuda, para el agregado de la zona del euro, correspondiente al período comprendido entre 2010 y 2020 conforme a un escenario de referencia y a un escenario de consolidación. Los escenarios se basan en las previsiones económicas de otoño de 2011 de la Comisión Europea hasta 2013, agregando la dinámica de todos los países de la zona del euro<sup>9</sup>. Para los años posteriores, los supuestos sobre tipos de interés reales y crecimiento, así como sobre los saldos primarios, en que se basan los escenarios son los siguientes:

- El crecimiento del PIB real  $g$  se basa en el crecimiento potencial tras el final del horizonte de la proyección en 2013, suponiendo una reducción gradual de la brecha de producción<sup>10</sup>.
- Se supone que el tipo medio de interés efectivo real converge gradualmente al 3% en todos los países<sup>11</sup>. El tipo de interés real se define como un tipo medio de interés efectivo que refleja una proyección de tipos de interés a diferentes plazos y la estructura de vencimientos de la deuda pública<sup>12</sup>. En general, el impacto de los tipos de interés de mercado sobre los resultados del análisis de sostenibilidad de la deuda depende de la rapidez con que se transmitan a las necesidades de refinanciación (véase gráfico 5).
- Se supone que el componente estructural del saldo primario  $pb_t$  no varía después de 2013. Así pues, a partir de 2014, el saldo primario total mejora con la reducción del componente de déficit cíclico, mientras que el saldo estructural se mantiene constante.
- Se supone que el ajuste entre déficit y deuda  $dda_t$  sea igual a cero a partir de 2014.

Para evaluar la sensibilidad de los resultados fren-

te a las perturbaciones se realiza una prueba de límites: en el escenario de consolidación, en lugar de mantener constante el saldo primario estructural después de finalizado el horizonte de la proyección como en el escenario de referencia, se supone un ajuste mecánico del dicho saldo de 0,75 puntos porcentuales hasta que se logra equilibrar el presupuesto en términos estructurales.

El gráfico 3 muestra, de acuerdo con el escenario de referencia, que la ratio de deuda con respecto al PIB alcanza su máximo en 2013 y disminuye ligeramente a partir de entonces, aunque parece apuntar a una nueva subida al final del horizonte de proyección. Por el contrario, en el escenario de consolidación, la ratio de deuda con respecto al PIB sigue una trayectoria de descenso más fuerte a partir de 2013. Obviamente, en escenarios de menor crecimiento o de mayores tipos de interés que en el escenario de referencia (no presentados aquí), dicha ratio seguiría una senda insostenible.

Cabe señalar, no obstante, que estos resultados para el agregado de la zona del euro son solo ilustrativos. Se basan en supuestos *ad hoc* respecto a la evolución a medio plazo de los diferenciales entre interés y crecimiento y de los saldos primarios, y reflejan simplemente el riesgo para la sostenibilidad, en términos agregados, para los 17 países miembros de la zona del euro; en este sentido, su significancia a efectos de las políticas es limitada. Además, la sostenibilidad a nivel de la zona del euro no supone sostenibilidad en cada uno de los países miembros. Este punto reviste particular importancia, dado que, si la deuda pública de un país no es sostenible, podría haber efectos de contagio

9 De acuerdo con las proyecciones de la Comisión Europea, el escenario de referencia incluye solo las medidas que se legislaron (o muy probablemente) se legislarían a principios de octubre de 2011; por consiguiente, no refleja la senda más probable de la política fiscal, sino una basada en las decisiones del momento.

10 Según las proyecciones, el crecimiento potencial correspondería a la media de 2010-2020 que figura en el cuadro 3.3 del informe sobre envejecimiento de la población «The 2012 ageing report: underlying assumptions and projection methodologies», *European Economy* 4, Bruselas, 2011.

11 Ello implica una convergencia del tipo de interés efectivo nominal en el 5% para todos los países, pues se supone que la inflación en cada uno de los países de la zona del euro converge en torno al 2%.

12 El enfoque estándar utiliza el tipo de interés implícito de la deuda pública (es decir, los pagos de intereses sobre la deuda del año anterior en porcentaje de la deuda del año en curso).

generalizado, lo que, a su vez, supone un riesgo para la estabilidad financiera y la sostenibilidad fiscal de la zona del euro en su conjunto. Esta situación refleja el marco institucional de la zona del euro, en el que las políticas fiscales siguen siendo, en gran medida, responsabilidad de los respectivos Gobiernos. Dentro de este marco, corresponde a cada país miembro velar por la solidez de las finanzas públicas, contribuyendo así a la estabilidad y al buen funcionamiento de la UEM.

#### EVALUACIÓN DEL ANÁLISIS CONVENCIONAL DE LA SOSTENIBILIDAD DE LA DEUDA

Tras examinar las características básicas del análisis convencional de la sostenibilidad de la deuda y su aplicación ilustrativa, pueden extraerse algunas conclusiones respecto a sus principales ventajas e inconvenientes.

Por lo que respecta a las ventajas, cabría destacar su transparencia y su fácil aplicación. Siempre y cuando se entiendan plenamente los supuestos en que se basa, los resultados que ofrece esta herramienta son fáciles de interpretar y comunicar. También resultan fáciles de evaluar los cambios en las distintas variables, como se refleja en las pruebas de sensibilidad o de límites. Además, suele ser fácilmente aplicable: una vez decidido el marco general, la herramienta se encuentra bien posicionada para el trabajo operativo, lo que explica por qué la utilizan con profusión tanto las instituciones internacionales como los participantes en los mercados financieros. Otra de sus ventajas es que el escenario de referencia determinista puede ajustarse para cada variable de la ecuación de acumulación de deuda, de modo que refleje las características específicas del país y las opiniones individuales de los expertos.

No obstante, el análisis convencional de la sostenibilidad de la deuda presenta varios inconvenientes. Uno de ellos es que el escenario de referencia determinista solo ofrece resultados válidos si la trayectoria a medio plazo de las variables macroeconómicas y presupuestarias se basa en supuestos realistas. Por ejemplo, un enfoque comparativo normalizado, en el que se supone un ajuste fiscal mecánico igual para todos los países, podría

dar lugar a supuestos poco realistas respecto a la magnitud del superávit primario en comparación con la evidencia histórica específica del país y, como resultado, el escenario de referencia se apoyaría en unas políticas fiscales insostenibles<sup>13</sup>. Así pues, una dificultad importante que conlleva este análisis es el desconocimiento de la rapidez con que los países pueden mejorar los saldos primarios y de los niveles de superávit primario y de impuestos que son capaces de mantener. Por lo que respecta a los escenarios de referencia obtenidos a partir de los planes del Gobierno, están sujetos a limitaciones evidentes: tienden a basarse en proyecciones macroeconómicas y planes presupuestarios excesivamente optimistas, en los que no se tienen en cuenta ni el ciclo político ni el menor nivel de compromiso respecto al ajuste presupuestario cuando se aproximan las elecciones. Por lo tanto, en cualquier interpretación de los análisis de sostenibilidad deberán tenerse en cuenta las limitaciones respecto al realismo de las proyecciones de referencia, que habrán de comunicarse con la mayor claridad y transparencia posibles.

Para resumir, hay que señalar la existencia de un claro dilema entre la transparencia y la comodidad de aplicación, por un lado, y la robustez y la solidez teórica, por otro. En este sentido, hay margen para mejorar el análisis convencional de la sostenibilidad de la deuda, por ejemplo, ampliando su alcance y adoptando enfoques alternativos que vayan más allá de la ecuación convencional de acumulación de deuda. En las dos secciones que se presentan a continuación se analizan, con más detalle, estas posibles ampliaciones.

#### 4 AMPLIAR EL ALCANCE DEL ANÁLISIS CONVENCIONAL DE SOSTENIBILIDAD DE LA DEUDA

Una limitación evidente del análisis de sostenibilidad de la deuda es que, normalmente, se centra solo en los pasivos explícitos del Gobierno y, por

13 Véase el recuadro titulado «La experiencia anterior de países de la UE con superávits primarios elevados y sostenidos», *Boletín Mensual*, BCE, Fráncfort del Meno, junio de 2011, en el que se presenta un resumen de algunos episodios de superávits presupuestarios primarios ajustados de ciclo, elevados y sostenidos, en países de la UE.

lo tanto, pasa por alto el hecho de que el tamaño de la deuda pública puede verse afectado tanto por los pasivos contingentes como por los implícitos, así como por otros pasivos extrapresupuestarios<sup>14</sup>. Por consiguiente, en esta sección se aboga por ampliar el análisis convencional de sostenibilidad de la deuda para incluir los pasivos contingentes, los pasivos implícitos y otros pasivos extrapresupuestarios.

Los pasivos contingentes se refieren a futuras obligaciones del Gobierno que solo aparecen si se materializa un acontecimiento en particular. En la zona del euro, las garantías públicas otorgadas a las instituciones financieras destacan especialmente entre dichas obligaciones<sup>15</sup>. Como se indica en el cuadro 1, los pasivos contingentes acumulados del Gobierno relacionados con las garantías otorgadas al sector bancario son de magnitud considerable en muchos países de la zona del euro, y podrían aumentar más, hasta alcanzar, o incluso rebasar, compromisos con límites más altos. Otros pasivos contingentes contraídos en el marco del mecanismo de resolución de la crisis de deuda soberana de la zona del euro guardan relación con compromisos internacionales. Entre otros, cabe mencionar los avales otorgados en el marco de la Facilidad Europea de Estabilización Financiera (FEEF) o, posteriormente, del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE)<sup>16</sup>. Hasta ahora no se ha adoptado ningún enfoque coherente en el análisis de sostenibilidad de la deuda para tener en cuenta sistemáticamente los pasivos contingentes. Por ejemplo, en un ejercicio reciente realizado por la Comisión Europea, se estimaron las probabilidades de impago de las entidades de crédito y se incluyó la carga fiscal estimada atribuible a los impagos en la evaluación de la sostenibilidad<sup>17</sup>. Otro enfoque podría consistir en modificar explícitamente el término de ajuste entre déficit y deuda teniendo en cuenta los resultados del ejercicio de recapitalización realizado por la Autoridad Bancaria Europea<sup>18</sup>.

Los pasivos implícitos están relacionados, en su mayoría, con derechos cuyos pagos vencen en el futuro, como las pensiones y otras partidas de gasto público relacionadas con el envejecimiento de

la población. No obstante, las presiones de costes relacionadas con estas partidas podrían alterar significativamente las evaluaciones de la sostenibilidad en el medio plazo: aunque el grueso del incremento de los costes relacionados con el envejecimiento no se materializará en muchos países de la zona del euro hasta después de 2020, si se tuvieran en cuenta los incrementos más limitados en el período que media hasta entonces, trayectorias sostenibles de la deuda podrían tornarse insostenibles. Así pues, la consideración sistemática de estos costes en cualquier análisis de sostenibilidad de la deuda a medio plazo supondría una valiosa ampliación de las evaluaciones<sup>19</sup>. En el caso de la zona del euro, como se indica en el gráfico 3b, la incorporación de estos pasivos al escenario de consolidación descrito anteriormente (y suponiendo que no se adopten medidas compensatorias) colocaría la deuda pública en una trayectoria más alta, aunque todavía descendente.

14 Véase D. Hartwig Lojisch, M. Rodríguez Vives y M. Slavík, «The size and composition of government debt in the euro area», *Occasional Paper Series*, n.º 132, BCE, Fráncfort del Meno, octubre de 2011.

15 Si bien las inyecciones de capital público a los bancos se asocian a un incremento inmediato de la deuda de las Administraciones Públicas, las garantías públicas solo producen ese efecto una vez retiradas. Véase una distinción en el recuadro 1, titulado «The statistical recording of public interventions to support the financial sector» (preparado por J. Catz y H. Maurer), en A. Van Riet (ed.), «Euro area fiscal policies and the crisis», *Occasional Paper Series*, n.º 109, BCE, Fráncfort del Meno, abril de 2010.

16 El tratamiento de los préstamos otorgados con cargo a la FEEF y al MEDE es diferente. En los casos en que se conceden préstamos recurriendo a la FEEF, la operación tiene, en el balance de los países que otorgan garantías, un impacto proporcional a su coeficiente de contribución ajustado en el marco de la FEEF. Dado que la FEEF obtiene financiación en el mercado por cuenta de los Gobiernos de la zona del euro para conceder préstamos a países de la zona con graves dificultades, estas operaciones se dirigen a través de las cuentas de las Administraciones Públicas de los Estados miembros garantes. En el caso del MEDE, la provisión de préstamos no afectará al nivel de deuda pública de esos Estados miembros. No obstante, si los Estados miembros garantes financian su participación en el capital desembolsado del MEDE mediante la obtención de préstamos, ello incrementará su deuda pública.

17 Véase el capítulo titulado «Debt sustainability in the EU», en «Public finances in EMU – 2011», *European Economy*, 3, Bruselas, septiembre de 2011.

18 Véase *Financial Stability Review*, BCE, Fráncfort del Meno, diciembre de 2011.

19 Para más información sobre las proyecciones a largo plazo del gasto relacionado con el envejecimiento en el período 2008-2060, véase «The 2009 ageing report – Economic and budgetary projections for the 27 EU Member States (2008-60)», *European Economy*, 2, Bruselas, 2009. Los datos de este informe se han incorporado a las proyecciones de la sostenibilidad a largo plazo que figuran en «Sustainability Report 2009», *European Economy*, 9, Bruselas, 2009.

## Medidas con impacto en los pasivos contingentes de las Administraciones Públicas, 2008-2011

	Compromisos modificados en relación con los avales otorgados en el marco de la FEEF <sup>1)</sup>		Coeficiente de contribución modificado en el marco de la FEEF <sup>1)</sup> (participación porcentual)	Avales otorgados por los Gobiernos al sector bancario (impacto neto acumulado sobre la deuda de las Administraciones Públicas en porcentaje del PIB)	
	mm de euros	en porcentaje del PIB de 2011		2008-2011	
Bélgica	27.032	7,30	3,72	12,7	
Alemania	211.046	8,22	29,07	3,0	
Estonia	1.995	12,46	0,27	0,0	
Irlanda	-	-	0,00	42,8	
Grecia	-	-	0,00	25,8	
España	92.544	8,61	12,75	6,2	
Francia	158.488	7,97	21,83	3,1	
Italia	139.268	8,78	19,18	2,7	
Chipre	1.526	8,51	0,21	15,7	
Luxemburgo	1.947	4,66	0,27	3,2	
Malta	704	10,91	0,10	0,0	
Países Bajos	44.446	7,32	6,12	6,1	
Austria	21.639	7,19	2,99	5,7	
Portugal	-	-	0,00	9,0	
Eslovenia	3.664	10,23	0,51	4,4	
Eslovaquia	7.728	11,05	1,06	0,0	
Finlandia	13.974	7,34	1,92	0,0	
Total	726.000	7,71	100,00	5,2	

Fuentes: SEBC y FEEF.

1) La modificación del coeficiente de contribución tiene en cuenta el hecho de que Grecia, Irlanda y Portugal han dejado de participar.

Las otras obligaciones extrapresupuestarias corresponden a las obligaciones del Gobierno que no se incluyen en la definición estadística de Administraciones Públicas, pero que pueden llegar a ser objeto de gasto público, como, por ejemplo, las relacionadas con las empresas de titularidad pública. La importancia de estos pasivos se ha puesto de manifiesto con la reciente evolución presupuestaria en países como Portugal: durante el período comprendido entre 2007 y 2010, la ratio de deuda con respecto al PIB hubo de revisarse al alza en casi 7 puntos porcentuales del PIB debido a la reclasificación de tres empresas públicas de transportes, que pasaron del concepto más amplio de «sector público» al más restringido de «sector de Administraciones Públicas».

De cara al futuro, en lugar de adoptar un solo enfoque *ad hoc*, para realizar una evaluación prudente de los riesgos para la sostenibilidad de la deuda, será necesario tener en cuenta sistemáticamente los pasivos contingentes, los pasivos implícitos y otros pasivos extrapresupuestarios.

## 5 ENFOQUES BASADOS EN MODELOS PARA EVALUAR LA SOSTENIBILIDAD DE LA DEUDA

Otro inconveniente del análisis convencional de sostenibilidad de la deuda es el hecho de que la ecuación convencional de acumulación de deuda no recoge las interdependencias entre las variables que determinan dicha sostenibilidad por tratarse de un simple ejercicio contable. En esta sección se analizan someramente los enfoques disponibles en la literatura para captar mejor la interacción de las principales variables que determinan la dinámica de la deuda.

### INTRODUCCIÓN DE LAS INTERDEPENDENCIAS EN EL ANÁLISIS CONVENCIONAL DE SOSTENIBILIDAD DE LA DEUDA

Mientras que en la ecuación convencional de acumulación de deuda se hace abstracción de las interdependencias entre los principales factores determinantes —crecimiento del PIB, tipos de interés y saldos primarios—, la evidencia empírica apunta a la existencia de relaciones entre estas variables. Por ejemplo, alguna evidencia empírica sugiere

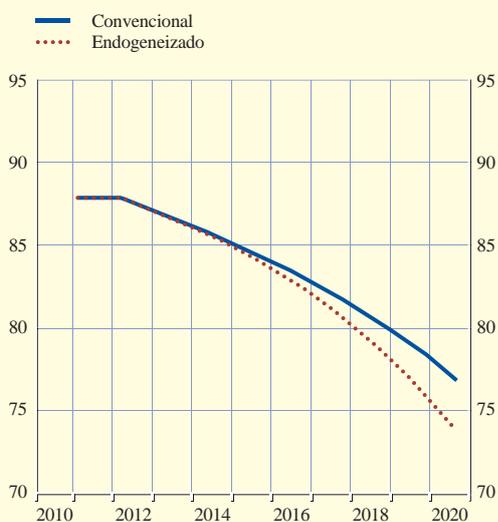
que los saldos primarios reaccionan a las variaciones en la ratio de deuda con respecto al PIB, al menos por encima de determinado umbral de deuda, lo que indica que los Gobiernos tienden a responder al aumento del endeudamiento intensificando la consolidación presupuestaria<sup>20</sup>. También se ha observado que el crecimiento se ve obstaculizado cuando los niveles de deuda son elevados, lo que sugiere que, si una ratio de deuda aumenta por encima de cierto umbral (que, con frecuencia, se estima en torno al 90 % del PIB), ello afecta negativamente al crecimiento<sup>21</sup>. Conforme a lo observado en estos estudios, el principal canal a través del que la deuda pública influye en el crecimiento es la acumulación de capital privado y público. De la misma manera, en varios estudios empíricos realizados para la zona del euro se ha observado que unas ratios de deuda elevadas pueden contribuir al aumento de los diferenciales de la deuda soberana y, en última instancia, a un incremento de los tipos de interés a largo plazo de dicha deuda<sup>22</sup>.

El gráfico 4 muestra algunos resultados preliminares en los que se tienen en cuenta esas interdependencias en la zona del euro. Se han obtenido a

partir de los coeficientes estimados de interdependencia entre el crecimiento del PIB, los tipos de interés y los saldos primarios basándose en un panel de ecuaciones simultáneas, en el que cada variable que determina la acumulación de deuda depende de las restantes variables explicativas del sistema. A continuación, se incorporan a la ecuación convencional de acumulación de deuda los coeficientes resultantes que miden la magnitud de las interdependencias entre las variables explicativas. Para el agregado de la zona del euro, los resultados indican que, si se tienen en cuenta esas interdependencias (véase el escenario endogeneizado en el gráfico 4), la consolidación fiscal en momentos en los que la deuda es elevada encauzaría la ratio de deuda con respecto al PIB por una trayectoria descendente más pronunciada que en el escenario de referencia (convencional). Este resultado refleja el hecho de que, cuando las ratios de deuda son elevadas, la consolidación fiscal que reduce la ratio de deuda con respecto al PIB tiende a reducir los tipos de interés a largo plazo de la deuda soberana y a respaldar el crecimiento. Este efecto suele remitir cuando las ratios de deuda son

**Gráfico 4 Análisis de sensibilidad con ajuste fiscal endógeno: zona del euro, período 2010-2020**

(ratio de deuda pública con respecto al PIB; en porcentaje)



Fuente: Cálculos del BCE.

Nota: En el texto principal se ofrece una explicación de ambos escenarios.

20 Véanse, por ejemplo, H. Bohn, «The Behavior of U.S. Public Debt and Deficits», *The Quarterly Journal of Economics*, n.º 113(3), agosto de 1998, pp. 949-963, y el recuadro titulado «Evolución de la deuda pública y del saldo presupuestario primario en los Estados miembros de la UE», *Boletín Mensual*, BCE, Fráncfort del Meno, marzo de 2011. Otra evidencia disponible indica que los Gobiernos tienden a elevar el nivel de tributación del trabajo en respuesta al aumento de la deuda pública, y aún más cuando aumentan los pagos de intereses; para más información, véase F. Holm-Hadulla, N. Leiner-Killinger y M. Slavík, «The response of labour taxation to changes in government debt», *Working Paper Series*, n.º 1307, BCE, Fráncfort del Meno, marzo de 2011.

21 Para más información, véase C. Reinhart y K. Rogoff, «Growth in a Time of Debt», *Working Paper Series*, n.º 15639, NBER, enero de 2010; M. Kumar y J. Woo, «Public Debt and Growth», *Working Paper Series*, n.º 10/174, FMI, Washington DC, julio de 2010, y C. Checherita-Westphal y P. Rother, «The impact of high and growing government debt on economic growth: an empirical investigation for the euro area», *Working Paper Series*, n.º 1237, BCE, Fráncfort del Meno, agosto de 2010.

22 Véanse L. Codogno, C. Favero y A. Missale, «Yield spreads on EMU government bonds», *Economic Policy*, vol. 18, n.º 37, octubre de 2003; S. Ardagna, F. Caselli y T. Lane, «Fiscal Discipline and the Cost of Public Debt Service: Some Estimates for OECD Countries», *Working Paper Series*, n.º 10788, NBER, septiembre de 2004; M. G. Attinasi, C. Checherita-Westphal y C. Nickel, «What explains the surge in euro area sovereign spreads during the financial crisis of 2007-09?», *Working Paper Series*, n.º 1131, BCE, Fráncfort del Meno, diciembre de 2009, y L. Schuknecht, J. Von Hagen y G. Wolswijck, «Government bond risk premiums in the EU revisited: the impact of the financial crisis», *Working Paper Series*, n.º 1152, BCE, Fráncfort del Meno, febrero de 2010.

más bajas, situación en la que una trayectoria más ambiciosa del saldo primario se asocia a tasas de crecimiento del PIB nominal más reducidas<sup>23</sup>.

Las ventajas que presenta este enfoque guardan relación con el hecho de que permite tener en cuenta las interdependencias entre los factores determinantes de la dinámica de la deuda dentro de un escenario de referencia determinista que puede ajustarse si los expertos lo estiman oportuno. No obstante, si se utiliza un enfoque de panel para un conjunto amplio de países, los coeficientes solo reflejan un impacto medio para el agregado de la zona del euro; una ampliación útil de este modelo sería la preparación de modelos específicos para cada país, por ejemplo, de vectores autorregresivos.

Otra línea de trabajo en relación con la ampliación del análisis de sostenibilidad de la deuda se basa en el uso de modelos DSGE (modelos de equilibrio general dinámico y estocástico) estructurales en los que la ratio de deuda con respecto al PIB puede preverse teniendo en cuenta (al menos hasta cierto punto) la interdependencia entre los términos constitutivos de la ecuación de acumulación de deuda en un modelo de equilibrio general. Basándose en variantes del modelo QUEST de la Comisión Europea, ese análisis puede utilizarse de forma selectiva en distintas simulaciones de deuda para los países de la UE que están aplicando programas de asistencia financiera<sup>24</sup>.

### ENFOQUES ESTOCÁSTICOS EN LOS QUE SE TIENE EN CUENTA LA INCERTIDUMBRE

Como ha mostrado el anterior análisis convencional de sostenibilidad de la deuda, se requiere un análisis de riesgos muy refinado en el que se tenga en cuenta el alto grado de incertidumbre que rodea a las trayectorias de la deuda a medio plazo, que no pueden captar los análisis simples de sendas, dado que su número es limitado. En este sentido, en un análisis de esta naturaleza habría que tener en cuenta tanto la correlación de las perturbaciones como las respuestas fiscales a dichas perturbaciones basadas en la evidencia histórica de interdependencias entre determinantes de la deuda. Con ello se ampliaría el espectro de escenarios posibles

y, por consiguiente, se mejoraría el análisis de sensibilidad. Una forma de abordar este problema es aplicando el enfoque de «gráfico de abanico»<sup>25</sup>. El objetivo de esta metodología es lograr una comprensión más cabal de los riesgos (y de su magnitud) que rodean a la dinámica de la deuda, reconociendo explícitamente el carácter probabilístico de los análisis de sostenibilidad de la deuda. En este enfoque, el escenario de referencia resulta el escenario mediano. La magnitud de los riesgos asociados a este escenario se ilustra en los gráficos de abanico, que describen intervalos de confianza para diversos grados de incertidumbre en torno a la mediana. El intervalo de confianza sería más amplio para los países en los que la incertidumbre respecto a la evolución de la deuda es mayor que para los países en los que el riesgo para la sostenibilidad de la deuda es más moderado. De la misma manera, los gráficos de abanico permiten cuantificar la probabilidad de que la ratio de deuda se sitúe por encima o por debajo de un valor dado.

La principal ventaja de este enfoque es el hecho de que los riesgos para la deuda pública pueden cuantificarse y, por lo tanto, evaluarse con más precisión. Al respecto, un enfoque de las pruebas de resistencia de esta naturaleza sería muy valioso desde la perspectiva de las políticas económicas. No obstante, han de considerarse también los inconvenientes comunes a todos los enfoques basados en modelos, a saber, que los resultados no

23 Cabe señalar que esta especificación no se ajusta directamente al enfoque común adoptado en la literatura sobre multiplicadores fiscales (que, entre otras cosas, exige diferentes medidas para la perturbación fiscal y para las variaciones de la ratio de saldo primario). Por el contrario, la regresión trata de captar las principales regularidades entre las variables de la ecuación de acumulación de deuda, que, por la vertiente fiscal, corresponde a la ratio de saldo primario más que a las variables habituales utilizadas para medir el impulso fiscal (como la variación del saldo estructural). También hay que señalar que las estimaciones se basan en un enfoque de panel en el que no se tienen en cuenta las interdependencias entre los determinantes relevantes de la dinámica de la deuda entre los distintos países; una ampliación interesante del análisis podría consistir en captar esas interdependencias, que pueden tener su origen, por ejemplo, en cambios de orientación de la política fiscal en un país que influyen en la evolución económica de otros países de la zona del euro.

24 En el capítulo titulado «Debt sustainability in the EU», en «Public finances in EMU – 2011», *European Economy*, 3, Bruselas, septiembre de 2011, se presenta un resumen del enfoque basado en los modelos.

25 Véase O. Celasun, X. Debrun y J. D. Ostry, «Primary Surplus Behavior and Risks to Fiscal Sustainability in Emerging Market Countries: A “Fan-Chart” Approach», *Working Paper Series*, n.º WP/06/67, FMI, Washington DC, marzo de 2006.

siempre son fáciles de interpretar y que dependen de las relaciones históricas.

### **PERSPECTIVAS PRESUPUESTARIAS A LARGO PLAZO BASADAS EN MODELOS MICROECONÓMICOS**

En general, para que el análisis de sostenibilidad de la deuda resultase más fiable, sería deseable realizar una evaluación más detallada de los riesgos específicos del país. Un ejemplo de análisis integral lo constituyen las perspectivas presupuestarias a largo plazo que elabora todos los años la Oficina de Presupuestos del Congreso de Estados Unidos (*United States Congressional Budget Office*)<sup>26</sup>. Este estudio en profundidad permite obtener proyecciones de cada partida de ingreso y de gasto del Gobierno a partir de un análisis basado en modelos, en el que se tienen en cuenta las relaciones económicas pasadas. Concretamente, el impacto presupuestario de las políticas de derechos a prestaciones se proyecta utilizando un modelo microeconómico, que incluye simulaciones completas a largo plazo para el gasto relacionado con el envejecimiento de la población. Otro ejemplo de perspectivas presupuestarias a largo plazo muy detalladas es el informe sobre sostenibilidad fiscal (*Fiscal Sustainability Report*) que publica la oficina responsable del presupuesto del Reino Unido (*United Kingdom's Office for Budget Responsibility*)<sup>27</sup>.

En conjunto, estos análisis presentan ventajas evidentes por su nivel de detalle y atención a las características específicas del país. Si bien un enfoque de este tipo sería necesario, en principio, para que la evaluación fuese fiable, su aplicación al seguimiento de los riesgos para la sostenibilidad desde una perspectiva comparativa es poco factible, dados el elevado número de datos y la gran cantidad de recursos necesarios para el seguimiento que requiere este enfoque.

## **6 MEJORAR LOS MECANISMOS DE ALERTA TEMPRANA DE LAS TENSIONES PRESUPUESTARIAS**

Las consideraciones anteriores sobre la ampliación del alcance del análisis de sostenibilidad de

la deuda muestran que, a medio plazo, persiste, necesariamente, un alto grado de incertidumbre. Además, incluso los Gobiernos para los que el análisis de sostenibilidad de la deuda indica que la sostenibilidad a largo plazo de la deuda está garantizada pueden tener que hacer frente a dificultades a más corto plazo para refinanciar los pasivos vivos cuando las circunstancias de los mercados son adversas. Por lo tanto, sería sumamente importante acompañar las evaluaciones de la sostenibilidad de la deuda con un seguimiento de los riesgos fiscales a corto plazo y la creación de sistemas de alerta temprana que permitan detectar las tensiones presupuestarias.

### **RIESGOS DE LIQUIDEZ A CORTO PLAZO**

En una evaluación de los riesgos de liquidez a corto plazo, incluidas las necesidades de refinanciación a corto plazo, se tiene en cuenta el hecho de que la composición de la deuda pública en términos de vencimientos, tenedores y denominación por monedas puede influir directamente en la vulnerabilidad de la sostenibilidad de la deuda frente a un sentimiento negativo y externalidades adversas<sup>28</sup>. En general, los países con una elevada proporción de deuda que vence a corto plazo son especialmente vulnerables a las variaciones bruscas de los tipos de interés y del sentimiento de los mercados. En el gráfico 5 se describen las necesidades brutas de financiación soberana estimadas de los países de la zona del euro, destacándose en particular las grandes necesidades de refinanciación de los Gobiernos, equivalentes o superiores al 20 % del PIB en 2012 en el caso de Grecia y Chipre (que requieren solamente financiación parcial en los mercados), así como de Bélgica, España, Francia, Italia, Países Bajos y Portugal.

### **ESTIMACIÓN DE LOS LÍMITES DE LA DEUDA**

Por lo que respecta a las evaluaciones que tienen en cuenta la evolución futura para identificar las

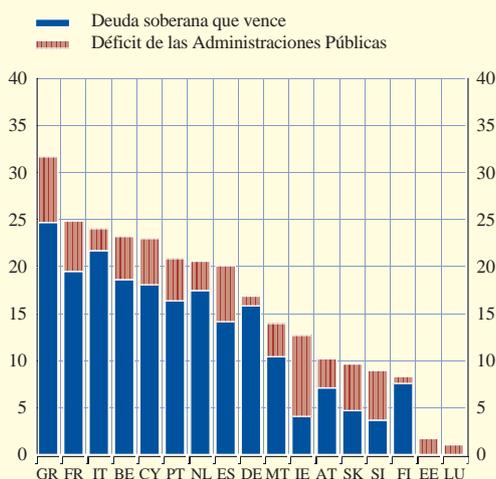
26 Véase *CBO's 2011 Long-Term Budget Outlook*, Congress of the United States Congressional Budget Office, Estados Unidos, junio de 2011.

27 Véase *Fiscal sustainability report*, Office for Budget Responsibility, Reino Unido, julio de 2011.

28 Véase, por ejemplo, D. Hartwig Lojsch, M. Rodríguez Vives y M. Slavík, «The size and composition of government debt in the euro area», *Occasional Paper Series*, n.º 132, BCE, Fráncfort del Meno, octubre de 2011.

**Gráfico 5 Necesidades brutas estimadas de financiación soberana en la zona del euro en 2012**

(en porcentaje del PIB; fin de enero de 2012)



Fuentes: Previsiones económicas de otoño de 2011 de la Comisión Europea hasta 2013, BCE y cálculos del BCE.

Notas: Las necesidades brutas de financiación para 2012 son estimaciones generales basadas en la amortización de la deuda que vence y en el déficit de las Administraciones Públicas (suponiendo que no haya otras operaciones financieras «por debajo de la línea»). Las estimaciones están sujetas a las siguientes matizaciones: en primer lugar, solo tienen en cuenta las amortizaciones de valores, pero no se incluyen los préstamos que vencen, debido a la falta de datos (lo que puede dar lugar a una subestimación). En segundo lugar, algunos valores públicos no se ajustan a la definición de deuda de las Administraciones Públicas del SEC (lo que podría dar lugar a una sobreestimación). No obstante, para que las estimaciones sean más exactas en el caso de Chipre, el gráfico excluye el bono de propósito especial de 2,2 mm de euros (12% del PIB) emitido con el fin de mejorar la liquidez del sector bancario. Este bono vence en noviembre de 2012 y se prevé que las entidades de crédito lo amorticen y que el Gobierno no lo renueve. En tercer lugar, en las estimaciones no se tiene en cuenta el hecho de que algunos valores públicos que van a vencer estén en poder del sector de Administraciones Públicas. Por último, dado que aún no se dispone de algunos datos, las necesidades de refinanciación correspondientes a la deuda a corto plazo emitida después de enero de 2012 no se reflejan en los datos de 2012.

tensiones presupuestarias, existe otro enfoque relacionado con la estimación de un límite de deuda crítico basado en la reacción fiscal de los países frente a los aumentos de la deuda del pasado. Basándose en este nivel de deuda crítica específica de cada país, se puede calcular, dado el nivel de deuda actual, el «espacio fiscal» restante, es decir, el aumento adicional de la deuda pública que puede permitirse antes de alcanzar el nivel crítico. Así pues, este método permite identificar por anticipado la dimensión de los márgenes de seguridad y de los distintos grados de vulnerabilidad respecto a las perturbaciones que afectan al presupuesto del Gobierno<sup>29</sup>.

## MECANISMOS DE ALERTA TEMPRANA DE LAS TENSIONES PRESUPUESTARIAS

Finalmente, los sistemas de alerta temprana de las tensiones presupuestarias, que se basan en los modelos actuales de alerta anticipada para las crisis cambiarias y bancarias<sup>30</sup>, emplean datos históricos de episodios de crisis para identificar variables con propiedades de indicador adelantado en lo que se refiere a la identificación de crisis inminentes. La actual crisis financiera ha mostrado que existen dos tipos de retos para la sostenibilidad fiscal, a saber, los desequilibrios propiamente dichos y los desequilibrios del sector privado que, una vez que se desencadenan, pueden tener un fuerte impacto negativo sobre los balances del sector público. El enfoque metodológico dominante para evaluar esos riesgos es el llamado «enfoque de las señales», que trata de identificar los umbrales críticos de distintos indicadores reduciendo al mínimo las predicciones equivocadas tanto de las crisis como de otros acontecimientos. Un enfoque alternativo es el relacionado con los modelos logit/probit multivariantes, que presentan la ventaja de captar la interacción entre diferentes variables que predicen las crisis.

En general, en lo que se refiere a un gran número de economías avanzadas, los estudios relacionados indican que los indicadores financieros presentan una mayor capacidad predictiva para las tensiones presupuestarias que las variables fiscales<sup>31</sup>. El factor decisivo en todos estos enfoques es la forma en la que se definen las crisis fiscales y las tensiones presupuestarias<sup>32</sup>. En los análisis recientes se aplica

29 Véase, por ejemplo, J. D. Ostry, A. R. Ghosh, J. I. Kim y M. S. Qureshi, «Fiscal Space», FMI Staff Position Note, n.º SPN/10/11, FMI, Washington DC, septiembre de 2010.

30 Véase L. Alessi y C. Detken, «Real time' early warning indicators for costly asset price boom/bust cycles: a role for global liquidity», *Working Paper Series*, n.º 1039, BCE, Fráncfort del Meno, marzo de 2009.

31 Véase E. Baldacci, I. Petrova, N. Belhocine, G. Dobrescu y S. Mazraani, «Assessing Fiscal Stress», *Working Paper Series*, n.º WP/11/100, FMI, Washington DC, mayo de 2011, o el capítulo titulado «Debt sustainability in the EU», en «Public finances in EMU – 2011», *European Economy*, 3, Bruselas, septiembre de 2011.

32 Las tensiones presupuestarias «captan episodios de crisis que incluyen impago de la deuda pública y situaciones próximas al impago, así como fuertes deterioros de las perspectivas del riesgo de solvencia fiscal que dan lugar a riesgos para la sostenibilidad fiscal» —traducción de la cita de E. Baldacci, I. Petrova, N. Belhocine, G. Dobrescu y S. Mazraani, «Assessing Fiscal Stress», *Working Paper Series*, n.º WP/11/100, FMI, Washington DC, mayo de 2011.

una definición que abarca solo las tensiones presupuestarias muy severas (incluidos acontecimientos tales como un incumplimiento del pago de la deuda pública, los programas de asistencia a gran escala del FMI o las tasas de inflación interanual superiores al 35%). No obstante, para obtener resultados significativos, parece necesario perfeccionar algunos aspectos de los enfoques actuales, incluidas una ampliación de la definición de tensión presupuestaria y la mejora de la metodología estadística y del conjunto de datos aplicados.

## 7 CONCLUSIÓN

El análisis anterior ha mostrado que el análisis convencional de sostenibilidad de la deuda puede servir como punto de referencia útil para evaluar los riesgos para la sostenibilidad de la deuda a medio plazo. También es un instrumento útil para calibrar las necesidades de consolidación en determinadas condiciones económicas (fijas) y constituye un punto de referencia para evaluar si los compromisos adquiridos en materia de política fiscal son compatibles con la sostenibilidad de la deuda. No obstante, este análisis convencional presenta varias limitaciones, que deben reflejarse en una evaluación y comunicación diferenciadas. El análisis de sostenibilidad de la deuda es un simple ejercicio contable, que se basa en gran medida en la consideración individual de los riesgos, como se refleja en la elección del escenario de referencia y en las pruebas de sensibilidad. Además, las definiciones en que se apoya la sostenibilidad de la deuda (es decir, la estabilización de la deuda pública) son un indicador sumamente imperfecto para ese fin, porque se basan en el supuesto de que el Gobierno podrá refinanciar las obligaciones pendientes de pago cualquiera que sean las condiciones del mercado. Sin embargo, la actual crisis financiera ha demostrado que el riesgo de liquidez es un factor importante, que no debe pasarse por alto. Por lo tanto, parece justificada una interpretación cuidadosa y más prudente de los análisis de sostenibilidad de la deuda.

Al considerar cómo pueden mejorarse los instrumentos utilizados para evaluar la sostenibilidad de la deuda, las limitaciones del marco en el que se

encuadra este tipo de análisis justifican un aumento de las herramientas disponibles a tal efecto. Es necesario un enfoque más completo, que incluya una evaluación en profundidad más sistemática de los riesgos específicos de cada país, por lo que sería necesario incluir el seguimiento sistemático de un amplio grupo de pasivos fiscales, sustituyendo el enfoque actual *ad hoc* para tener en cuenta esos riesgos. De cara al futuro, también deberían ser objeto de un atento seguimiento los riesgos fiscales que tienen su origen en desequilibrios del sector privado y en efectos de contagio entre unos países y otros. Además, debería hacerse más hincapié en considerar el comportamiento fiscal y económico en respuesta a las perturbaciones. No obstante, hay que reconocer y comunicar claramente que cualquier ampliación de los análisis convencionales de sostenibilidad de la deuda plantea la necesidad de elegir entre la integridad, por un lado, y la transparencia y la sencillez, por otro.

Finalmente, en lo que respecta a las implicaciones para las políticas fiscales en la zona del euro, ni siquiera los análisis de sostenibilidad de la deuda más sofisticados permiten superar la incertidumbre generalizada que rodea a las proyecciones de medio a largo plazo. Para vencer ese obstáculo es necesario mejorar los mecanismos de alerta temprana respecto a las vulnerabilidades fiscales, a fin de detectar oportunamente las tensiones presupuestarias. No obstante, por su propia naturaleza, esas herramientas técnicas solo permitirán hacer hincapié en aspectos concretos de los riesgos inminentes para las finanzas públicas. Por consiguiente, los responsables de la política económica en la zona del euro han de garantizar que las finanzas públicas cuenten con unos márgenes de seguridad suficientes en todo momento y permitan reactivar urgentemente el crecimiento como requisito previo para reducir los riesgos que amenazan la sostenibilidad. Las nuevas perturbaciones diferirán de las observadas en el pasado y podrían no ofrecer a las autoridades económicas la opción de ajustar sus políticas en tiempo real.

El entorno fundamentalmente distinto imperante en los mercados financieros mundiales, en general, y en lo que se refiere a la financiación de la

deuda soberana, en particular, exige una nueva actitud en materia de prudencia fiscal para el futuro previsible. Por lo tanto, las ratios de deuda con respecto al PIB deberían situarse en niveles seguros por debajo del 60%. En muchos países de la zona del euro, cumplir este objetivo exigirá adoptar nuevas medidas de consolidación de amplio alcance durante un período prolongado. Aunque es evidente que existen diferencias muy importantes entre unos países y otros con respecto a su capacidad para alcanzar superávits primarios, muchos países de la zona del euro sometidos a tensiones presupuestarias tendrán que lograr y mantener superávits primarios del 4% del PIB o incluso mayores durante un período prolongado. De cara al futuro, será necesario cumplir de forma rigurosa los acuerdos<sup>33</sup> que siguieron a las reuniones del Consejo Europeo de los días 8 y 9 de diciembre de 2011 y 30 de enero

de 2012 —y suscritos el 2 de marzo—, incluido el compromiso de establecer en el marco del nuevo Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza en la Unión Económica y Monetaria un nuevo pacto presupuestario que incorpore un «freno a la deuda». Si se aplican en su integridad, dichos compromisos constituirán un paso importante hacia el fortalecimiento de la disciplina presupuestaria, y darán lugar a un círculo virtuoso de reducción de los riesgos para la sostenibilidad de la deuda y de aumento de la confianza de los mercados financieros.

33 Los acuerdos del Consejo Europeo de los días 8 y 9 de diciembre de 2011 y 30 de junio de 2012 —suscritos el 2 de marzo— contemplan la creación de un pacto presupuestario, que incluye una regla de equilibrio del presupuesto formulada en términos estructurales en un tratado intergubernamental de nivel europeo, que supuestamente se incorporará a la legislación nacional y se combinará con un mecanismo de corrección automática en caso de que se produzcan desviaciones (freno a la deuda).

# LA EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS Y LOS COSTES DURANTE LA RECESIÓN DE 2008-2009

## ARTÍCULOS

La evolución de los precios y los costes durante la recesión de 2008-2009

*Para valorar las perspectivas de inflación y los riesgos en torno a dichas perspectivas, es importante entender la relación existente entre la inflación y el ciclo económico. En este artículo se analiza específicamente la evolución durante la recesión de 2008-2009 y si la respuesta de la inflación durante ese período fue acorde con la experiencia histórica, y se muestra que el descenso de la inflación medida por el IAPC fue muy pronunciado, debido, en gran parte, a una caída especialmente acusada de los precios de las materias primas. En cambio, la reacción de la inflación medida por el IAPC, excluidos los alimentos y la energía, fue mucho más limitada, pese a que la recesión fue muy profunda. La débil relación implícita con la capacidad productiva no utilizada de la economía parece estar relacionada con la existencia de rigideces nominales a la baja en la zona del euro, que impidieron un ajuste mayor de los salarios en respuesta a la recesión. Además, el hecho de que las expectativas de inflación estuvieran firmemente ancladas, reflejo de la credibilidad de la política monetaria, contribuyó a evitar que se iniciara un ciclo deflacionista.*

## I INTRODUCCIÓN

La recesión que afectó a la economía de la zona del euro en 2008-2009 tuvo una profundidad sin precedentes. El PIB real descendió un 5,5 % desde el máximo hasta el mínimo cíclico, provocando una ampliación considerable de la brecha de producción. A este respecto, a primera vista no resulta sorprendente que la recesión coincidiera con una disminución relativamente acusada de la inflación medida por los precios de consumo, ya que la tasa de variación interanual del IAPC se redujo desde aproximadamente el 4 % antes de la recesión hasta casi el -1 % en su punto más bajo. No obstante, si se realiza un análisis más detallado, parece que gran parte de este descenso tuvo su origen en los componentes alimenticio y energético del IAPC, que tienden a estar muy influenciados por la evolución exterior. El ajuste de la inflación medida por el IAPC excluidos estos componentes, que está más directamente relacionada con la demanda interna y con factores de costes, fue mucho más limitado.

En este contexto, en este artículo se considera el ajuste de los precios y los costes durante la última recesión y se compara con la experiencia histórica. Las regularidades o particularidades observadas en este ajuste también podrían aportar información valiosa para las valoraciones de la evolución de la inflación de carácter prospectivo. Por ejemplo, podrían contribuir a valorar la manera en que probablemente evolucione la inflación en respuesta a la desaceleración del crecimiento del PIB real observada en 2011.

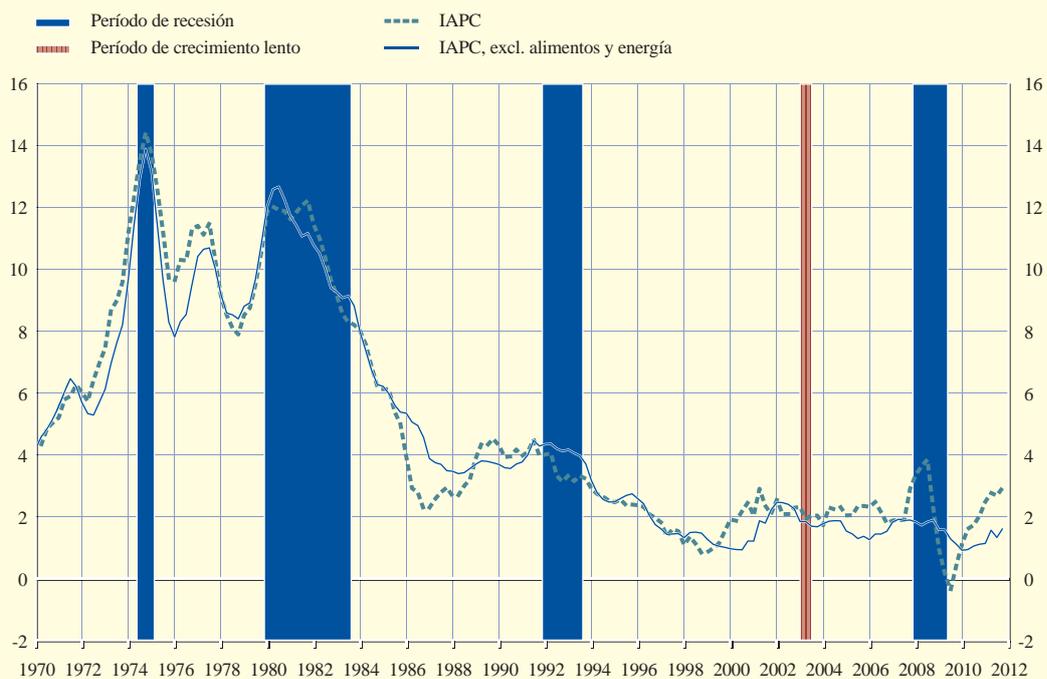
Este artículo se estructura como sigue. En la sección 2 se valora si la evolución de la inflación en la zona del euro (tanto la inflación medida por el IAPC como la inflación medida por el IAPC, excluidos los alimentos y la energía) durante la recesión de 2008-2009 debe considerarse excepcional si se compara con recesiones anteriores. En la sección 3 se analiza la manera en que los precios de las materias primas determinaron la trayectoria de la inflación medida por el IAPC durante la recesión más reciente y se plantean los motivos por los que pueden haber tenido un impacto mayor que en recesiones anteriores. La sección 4 se centra en la relación entre los componentes de la inflación que resultan más afectados por factores internos (incluidos en el IAPC, excluidos los alimentos y la energía) y la capacidad productiva no utilizada de la economía, y examina el papel de los costes laborales y de los beneficios en el ajuste de la inflación. En la sección 5 se presentan las conclusiones y algunas consecuencias para las perspectivas actuales.

## 2 EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN DURANTE LA ÚLTIMA RECESIÓN EN COMPARACIÓN CON RECESIONES ANTERIORES

Realizar una comparación del ajuste de la inflación durante la recesión de 2008-2009 con el que se produjo en recesiones anteriores es difícil por muchos motivos. Por ejemplo, el ajuste depende de la profundidad y la duración de la recesión, pudiendo depender, asimismo, de si la recesión está impulsada en mayor medida por factores externos

Gráfico 1 Inflación medida por el IAPC e inflación medida por el IAPC, excluidos los alimentos y la energía

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Los datos anteriores a 1996 son estimaciones del BCE basadas en datos nacionales del IPC no armonizados. Las fechas de los períodos de recesión/crecimiento lento son las identificadas por el Centre for Economic Policy Research (véase la nota 1).

o internos y de las políticas macroeconómicas vigentes o de las adoptadas en el período en cuestión. En el gráfico 1 se observa que la evolución de la inflación en torno a los períodos de recesión presentó ligeras diferencias<sup>1</sup>, ya que, por ejemplo, a mediados de los años setenta y a principios de los ochenta, la inflación no disminuyó hasta transcurrido un tiempo desde el inicio de la recesión. Durante la recesión de la década de los ochenta, el descenso coincidió con un proceso secular de desinflación inducido por la política económica que hace que sea difícil separar el ajuste cíclico del ajuste estructural. Además, la recesión de 2008-2009 fue distinta de las recesiones anteriores en el sentido de que la inflación medida por el IAPC y la inflación medida por el IAPC, excluidos los alimentos y la energía, exhibieron patrones muy diferentes, ya que, mientras que la primera cayó 4,7 puntos porcentuales desde el máximo hasta el mínimo cíclico, la inflación medida por el IAPC, excluidos los alimentos y la energía, solo se redujo

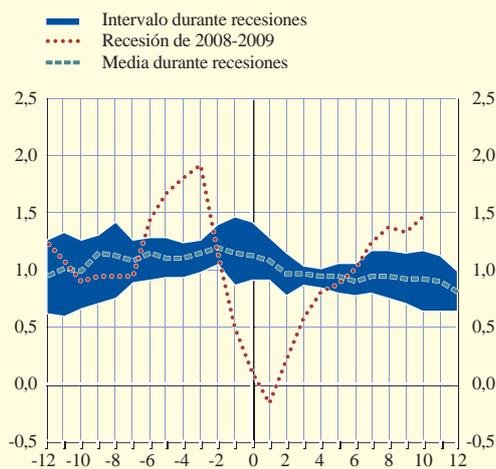
1,2 puntos porcentuales. De igual modo, durante el período posterior a la recesión (2010-2011), la inflación medida por el IAPC experimentó un repunte mucho más acusado que la inflación medida por el IAPC, excluidos los alimentos y la energía.

Para explicar las grandes diferencias observadas en los niveles de inflación en los períodos de recesión de las cuatro últimas décadas, en los gráficos 2 y 3 se muestra la evolución de la inflación que se ha normalizado dividiéndola por la media de la inflación en los respectivos períodos (los tres años anteriores y posteriores al punto más bajo de la recesión). Es evidente que las fluctuaciones normalizadas de la inflación medida por el IAPC

<sup>1</sup> Las fechas de los períodos de recesión a las que se hace referencia en este artículo son las identificadas por el Centre for Economic Policy Research. Por consiguiente, la última recesión comenzó en el primer trimestre de 2008 y finalizó en el segundo trimestre de 2009. El período comprendido entre el primero y el segundo trimestre de 2003 se describió como una pausa prolongada en el crecimiento económico más que como una verdadera recesión.

**Gráfico 2** Inflación medida por el IAPC normalizada de la zona del euro antes y después de recesiones

(tasas de variación interanual normalizadas)

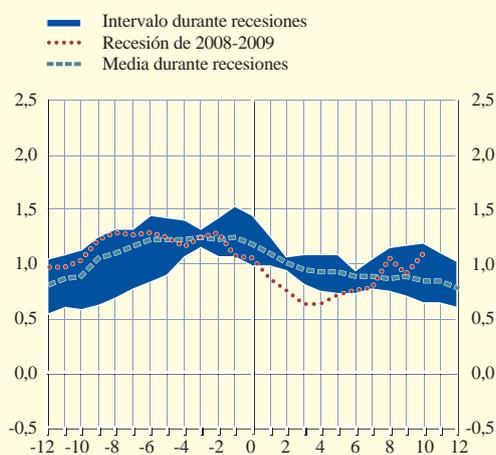


Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

Notas: El gráfico muestra la media y los intervalos de las tasas de inflación interanual normalizadas de doce trimestres antes y después del último trimestre de cada recesión (0 = I 1975, III 1982, III 1993 y II 2003). Para la recesión de 2008-2009, 0 = II 2009). Los valores se han normalizado dividiéndolos por la media de la inflación durante el intervalo que cubre el gráfico, concretamente tres años antes y después del mínimo registrado por el producto durante las recesiones. La media y los intervalos no incluyen la recesión de 2008-2009. Los datos anteriores a 1996 son estimaciones del BCE basadas en datos nacionales del IPC no armonizados.

**Gráfico 3** Inflación medida por el IAPC normalizada, excluidos los alimentos y la energía, de la zona del euro antes y después de recesiones

(tasas de variación interanual normalizadas)



Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

Nota: Véanse las notas del gráfico 2.

durante la última recesión se apartaron claramente de la experiencia histórica, mientras que las de la inflación medida por el IAPC, excluidos los alimentos y la energía, siguieron un patrón más parecido al observado en recesiones anteriores.

Esta diferencia en la evolución de la inflación plantea una serie de preguntas. Por un lado, parece que el impacto de los precios de las materias primas en los precios de los alimentos y de la energía fue más acusado que en recesiones anteriores, posiblemente como consecuencia del hecho de que las acusadas fluctuaciones de los precios de las materias primas coincidieron con cambios particularmente pronunciados en el ciclo económico mundial (véase sección 3). Por otro, aunque en términos normalizados, la reacción de la inflación medida por el IAPC, excluidos los alimentos y la energía, pareció ser algo más intensa que en recesiones anteriores, fue relativamente moderada, habida cuenta de que la recesión fue mucho más severa que cualquiera de las otras experimentadas en las cuatro últimas décadas. En conjunto, parecería que el ajuste de la economía de la zona del euro fue atribuible, en un grado relativamente elevado, a ajustes de cantidades, como reducciones del número de horas trabajadas o de personas ocupadas, más que a ajustes de los precios, por ejemplo, a través de recortes de los costes salariales (véase sección 4).

### 3 EL IMPACTO DE LOS PRECIOS DE LAS MATERIAS PRIMAS DURANTE LA RECESIÓN DE 2008-2009

Las variaciones de los precios de las materias primas tienen un impacto directo en los componentes alimenticio y energético del IAPC, ya que estas materias se consumen directamente o constituyen un importante bien intermedio para la elaboración de productos finales. En el caso del componente energético, el crudo es la base de los productos energéticos refinados, como los carburantes y el gasóleo de calefacción. Los precios del crudo también afectan considerablemente a los precios del gas y, en menor medida, a los de la electricidad<sup>2</sup>. En el

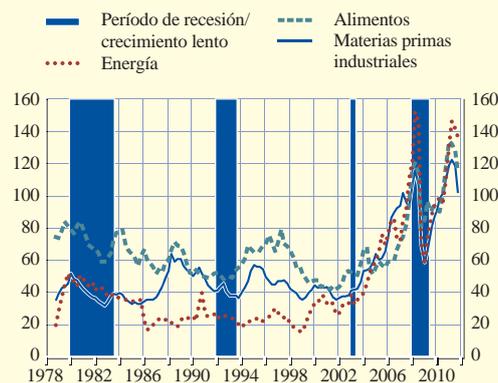
2 Los precios del petróleo influyen en los precios del gas, ya que, en algunos casos, el gas puede ser un sustituto del petróleo, en particular en la generación de electricidad, y también porque muchos contratos de gas a largo plazo están vinculados a los precios del petróleo.

caso del componente alimenticio, las materias primas alimenticias como el trigo, las semillas oleaginosas, el azúcar, etc., son un importante factor de coste en la producción de alimentos elaborados, y las materias primas como la carne influyen directamente en el componente de alimentos no elaborados<sup>3</sup>.

Con el tiempo, la fuerza de estos impactos directos puede variar por dos razones: i) diferencias en la intensidad de las variaciones de los precios de las materias primas, y ii) diferencias en la intensidad de la transmisión de los cambios de los precios de las materias primas a los precios de consumo. El gráfico 4 muestra que, en la segunda mitad de la década de 2000, se registraron fluctuaciones históricamente acusadas de los precios internacionales de las materias primas. Por lo que se refiere a la última recesión, la secuencia de subida generalizada de los precios registrada anteriormente, seguida de un desplome general durante la recesión y de un repunte general después de la recesión, coincidió con el pronunciado ciclo económico mundial y, en particular, con la evolución de las economías emergentes, que se han convertido en usuarios y consumidores cada vez más importan-

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

(dólares estadounidenses; índice: 2010 = 100)



Fuentes: BCE, Eurostat y HWWI.

Nota: Las fechas de los períodos de recesión/crecimiento lento son las identificadas por el Centre for Economic Policy Research (véase la nota 1).

tes de materias primas (véase, en el recuadro 1, una comparación de los patrones recientes e históricos de la evolución de los precios del petróleo).

3 La definición de deuda de las Administraciones Públicas que se utiliza en las cuentas integradas de la zona del euro difiere de la definición de deuda pública de Maastricht en que no está consolidada y se refleja a valor de mercado.

#### Recuadro 1

##### EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS DEL PETRÓLEO DURANTE LA RECESIÓN DE 2008-2009

Durante la recesión global de 2008-2009, el precio del Brent se desplomó desde unos 150 dólares estadounidenses por barril a mediados de 2008 hasta situarse en torno a 40 dólares por barril a principios de 2009. Esta caída de aproximadamente el 70% supuso un cambio de sentido en la fuerte tendencia al alza iniciada a principios de la década de 2000. Además, en cuanto surgieron las primeras señales de recuperación de la actividad mundial, los precios del petróleo comenzaron a subir de nuevo. En este recuadro se analiza la naturaleza de las fuertes fluctuaciones de los precios observadas recientemente a la luz de episodios anteriores de variaciones de los precios del petróleo de intensidad similar.

##### La experiencia histórica en relación con fluctuaciones acusadas de los precios del petróleo

Desde una perspectiva histórica, el reciente episodio de rápido aumento y caída de los precios del petróleo parece carecer de precedentes tanto en términos de la velocidad como de la magnitud de las fluctuaciones (véase gráfico A). Aunque ha habido períodos de subidas más rápidas de los precios, por ejemplo, después de la guerra de Yom Kippur en 1973, o disminuciones más acusadas, pero más

lentas, como en la década de los ochenta, el episodio más reciente destaca por el hecho de que tanto los aumentos como los descensos fueron muy pronunciados. Además, a diferencia del último episodio, todos los episodios anteriores comparables pueden vincularse directamente a acontecimientos geopolíticos dramáticos con origen en los conflictos en Oriente Medio, como el embargo acordado por la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) en 1973 o la revolución iraní en 1979.

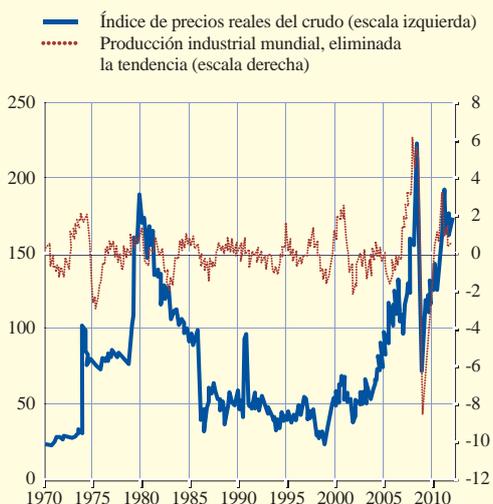
Más concretamente, los principales factores determinantes de las acusadas fluctuaciones de los precios del petróleo hasta finales de la década de los noventa fueron las perturbaciones de oferta. Por consiguiente, puede afirmarse que las variaciones de los precios del petróleo tendieron a impulsar el ciclo económico, más que a ser consecuencia de este. Esto queda ilustrado en el gráfico A, que muestra la evolución de los precios reales del petróleo y el componente cíclico de la producción industrial mundial desde enero de 1970<sup>1</sup>. Por ejemplo, los precios del petróleo se triplicaron con creces tras la drástica reducción del suministro de petróleo acordada por la OPEP en noviembre de 1973, que se estima que ascendió al 7,5 % de la producción mundial de ese período<sup>2</sup>. Debido a la falta de fuentes alternativas de suministro y a la naturaleza muy intensiva en petróleo de la economía mundial, se inició una grave recesión. De igual modo, la perturbación de los precios del petróleo de 1979 también desencadenó una recesión económica. No obstante, la prolongada senda descendente que siguieron

1 Para captar con claridad la evolución de la actividad mundial relacionada con el ciclo económico y conseguir que dicha evolución sea comparable entre distintos ciclos, en el gráfico A se muestra una medida de la producción industrial mundial (excluida la construcción) una vez eliminada la tendencia.

2 Véase J. D. Hamilton, «Historical Oil Shocks», en R. Whaples y R. Parker (eds.), *Major Events in Economic History*, Routledge, que se publicará en 2013. El artículo también está disponible en [http://dss.ucsd.edu/~jhamilto/oil\\_history.pdf](http://dss.ucsd.edu/~jhamilto/oil_history.pdf).

### Gráfico A Precios reales del crudo y actividad mundial

(índices: 2005 = 100; datos mensuales)

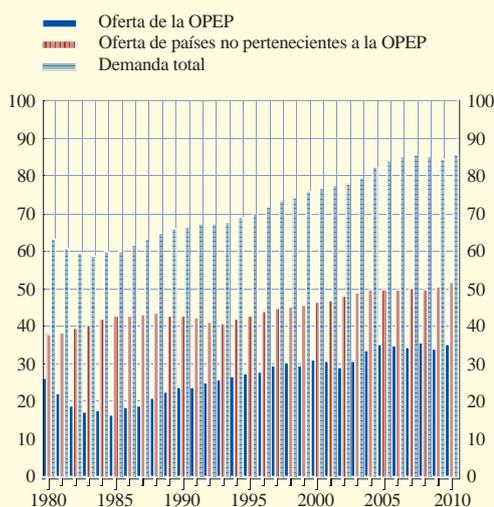


Fuentes: FMI, US Bureau of Labor Statistics, Haver Analytics y cálculos del BCE.

Notas: El índice de precios del petróleo es una media de los índices de precios del petróleo Dubai, Brent y WTI deflactados por el índice de precios de consumo de Estados Unidos y expresados en dólares estadounidenses a precios de 2005 (la última observación corresponde a enero de 2012). La producción industrial mundial excluye la construcción e incluye los países de la OCDE y los seis países más importantes que no pertenecen a esta organización. La tendencia se ha eliminado utilizando un filtro Hodrick-Prescott (la última observación corresponde a noviembre de 2011).

### Gráfico B Oferta y demanda de petróleo

(millones de barriles diarios; datos anuales)



Fuente: US Energy Information Administration.  
 Nota: La última observación corresponde a 2010.

los precios del petróleo posteriormente no parece haber estado asociada a la evolución de la actividad económica. De hecho, la caída de los precios estuvo impulsada, fundamentalmente, por la oferta de petróleo y, en particular, por la rápida expansión de la producción en los países no pertenecientes a la OPEP, en los que la explotación de las reservas probadas y de nuevos yacimientos petrolíferos pasó a ser repentinamente viable desde el punto de vista económico, como consecuencia de la subida de los precios del crudo de mediados de la década de los setenta (véase gráfico B).

### Los cambios en la naturaleza de las variaciones de los precios del petróleo

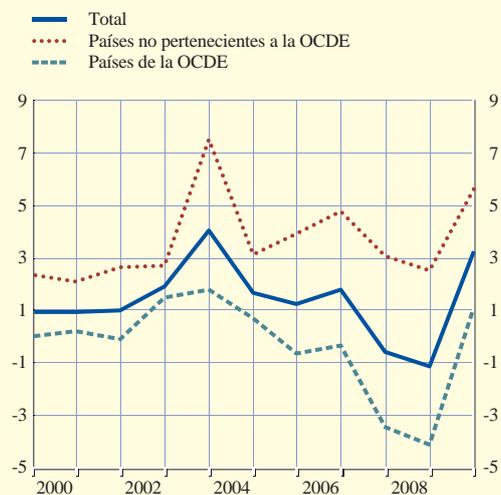
La estabilidad observada, en general, en los precios del petróleo hasta finales de la década de los noventa se debió, fundamentalmente, al crecimiento relativamente estable del suministro, en particular del procedente de los países de la OPEP. No obstante, la continua reducción de la capacidad productiva sin utilizar de la OPEP, junto con la falta de nueva capacidad resultante de las limitadas inversiones efectuadas durante el período de precios reducidos del petróleo a partir de mediados de los años ochenta y la disminución de la producción de los países no pertenecientes a la OCDE, se tradujo en un crecimiento total de la oferta, que fue sistemáticamente a la zaga del crecimiento de la demanda de crudo durante la década de 2000. En general, esto ha ejercido presiones al alza sobre los precios del petróleo. Por consiguiente, dado que no se han producido perturbaciones de oferta de magnitud comparable a las experimentadas previamente, los precios del petróleo parecen haber estado determinados en mayor medida por la demanda en los últimos años<sup>3</sup>.

El acusado descenso de los precios del petróleo durante la recesión de 2008-2009 se desencadenó por un número creciente de señales que apuntaban a una disminución considerable de la actividad económica mundial, y posteriormente se vio acentuado por el estallido de la crisis financiera. El índice de producción industrial (excluida la construcción) cayó alrededor de un 13% durante la recesión de 2008-2009 (véase gráfico A), tras el intenso crecimiento de la actividad mundial y de los precios del petróleo registrado antes de la crisis, lo que indica que en los últimos años ha habido una estrecha relación entre las variaciones de los precios del petróleo y el ciclo económico mundial. Un factor clave en este contexto ha sido el papel más destacado desempeñado por los países no pertenecientes a la OCDE a la hora de impulsar el ciclo económico mundial y de determinar la demanda global de petróleo en un entorno de crecimiento limitado de la oferta (véase gráfico C). Esto también se ve confirmado por el hecho de que las pronunciadas fluctuaciones de los precios del petróleo fueron un claro reflejo de las que se produjeron en los precios de los alimentos y de otras materias primas, en lugar de seguir una senda más idiosincrásica (véase el gráfico 4 del texto principal).

3 En la década de 2000 se registraron varias perturbaciones de oferta de petróleo reseñables, entre las que se incluye una tras la huelga general en Venezuela en 2002-2003 y la que se produjo después del ataque de Estados Unidos a Iraq en 2003. No obstante, en estas ocasiones resultó afectada una proporción mucho más limitada de la oferta mundial de petróleo que en perturbaciones anteriores. Véase la referencia mencionada en la nota a pie de página 2.

**Gráfico C Crecimiento de la demanda de petróleo**

(tasas de variación interanual)



Fuente: Agencia Internacional de la Energía.  
Nota: La última observación corresponde a 2010.

De cara al futuro, hay pocas razones para esperar una desaceleración del crecimiento de la demanda mundial de petróleo. De hecho, como consecuencia del rápido crecimiento de las economías emergentes (de Asia, en particular), la Agencia Internacional de la Energía prevé que la demanda de crudo se incremente de forma continuada hasta 2016, pese a los altos niveles actuales de los precios<sup>4</sup>. En cambio, es probable que el crecimiento de la oferta sea limitado, al menos a medio y a largo plazo, debido a la existencia de factores geológicos que condicionan la expansión adicional de la capacidad de producción de los países no pertenecientes a la OPEP y al hecho de que se necesitan inversiones considerables para ampliar la capacidad actualmente limitada de la OPEP. Por otra parte, todavía transcurrirá un tiempo antes de que las fuentes alternativas de energía y de combustibles, cuya viabilidad económica está aumentando como consecuencia de los altos precios actuales del petróleo, constituyan una parte significativa de la oferta energética y de combustibles. Estos dos factores implican que es posible que continúe la fuerte correlación observada recientemente entre los precios del petróleo y el ciclo económico mundial. Sin embargo, la evolución de la oferta también seguirá desempeñando un papel importante, especialmente si se tiene en cuenta la actual situación de tensión, así como la esperada, en términos de oferta y demanda internacional de crudo<sup>5</sup>.

4 Agencia Internacional de la Energía, *Oil Market Report*, diciembre de 2011.

5 Véase también R. Kaufmann, P. Karadeloglou y F. di Mauro, «Will oil prices decline over the long run?», *Occasional Paper Series*, n.º 98, BCE, octubre de 2008.

Durante las escaladas de precios de 2008 y 2011, el impacto de las fluctuaciones de los precios internacionales de las materias primas expresados en dólares estadounidenses en la inflación de la zona del euro se vio ligeramente amortiguado por la apreciación del euro frente al dólar.

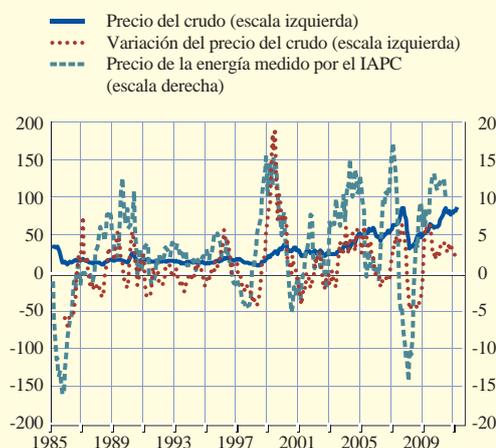
En cuanto a los precios del petróleo, su impacto relativamente acusado sobre el componente energético del IAPC durante la recesión de 2008-2009 fue atribuible no solo a las fuertes fluctuaciones de los precios del crudo, sino también a que su nivel de partida fue mucho más elevado que en episodios anteriores de variaciones de los precios. El hecho de que el efecto de las modificaciones de los precios del petróleo en el IAPC dependa del nivel de estos precios se debe a que la incidencia de las subidas de los mismos en los precios de consumo de los combustibles líquidos queda amortiguado por unos márgenes de distribución relativamente estables y, en particular, por los impuestos especiales sobre el combustible, que es una cantidad fija por litro. Por ejemplo, si el precio del barril de petróleo es de 20 euros, se estima que un incremento del 10% de los precios del crudo provocaría un aumento medio del componente energético del IAPC de aproximadamente el 1,6%. Sin embargo, si el precio del barril de petróleo es de 100 euros, el impacto se eleva hasta situarse en torno al

4,2%<sup>4</sup>. Esto explica por qué fue tan intenso el efecto de la escalada y el desplome de los precios del petróleo en el componente energético del IAPC durante la recesión de 2008-2009, aunque la evolución en términos de la tasa de variación interanual fuera menos excepcional (véase gráfico 5).

4 Para más detalles, véase el documento «Energy markets and the euro area macroeconomy» (sección 3.2), del Grupo de Trabajo del Comité de Política Monetaria del Sistema Europeo de Bancos Centrales, *Occasional Paper Series*, n.º 113, BCE, junio de 2010.

Gráfico 5 Precios del crudo e inflación de la energía

(euros/barril; tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y Datastream.

El nivel de los precios del petróleo también repercute en el peso de la energía en la cesta del IAPC. La tendencia de los precios de los productos energéticos a situarse por encima de la media, junto con el mayor consumo de energía, se ha traducido en un aumento constante de la participación de la energía en el consumo total. En consecuencia, su peso en la cesta del IAPC fue superior al 10 % en 2011, casi el doble que en la década de los setenta. Automáticamente, esto implica que un incremento porcentual determinado de los precios energéticos afectará en mayor medida a la inflación medida por el IAPC que en décadas anteriores.

Por lo que respecta a los precios de los alimentos, históricamente, la evolución de los precios internacionales de las materias primas no ha desempeñado un papel importante en la determinación de los precios de consumo. Una explicación de esto es que la Política Agrícola Común (PAC) influye en los precios de ciertas materias primas producidas en la UE a través de los precios de intervención, de las medidas de apoyo a los precios y de los aranceles y cuotas de importación<sup>5</sup>. En consecuencia, tradicionalmente, los precios en la UE han sido más elevados que los precios internacionales y la PAC ha amortiguado la transmisión de perturbaciones de los precios internacionales de los alimentos a la inflación medida por el IAPC. El gráfico 6 muestra que, hasta 2006, la volatilidad del índice de precios internacionales fue bastante más pronunciada que la del índice de precios de la UE. No obstante, desde que, en 2006, los precios internacionales de diversas materias primas superaran a los precios de intervención de la PAC, los precios de la UE y los precios internacionales han evolucionado de manera más paralela. Esto sugiere que la PAC ya no modera los precios en la misma medida y que el impacto de los precios internacionales de las materias primas alimenticias, más volátiles, jugó un papel más destacado a la hora de determinar la inflación de los precios de los alimentos durante la recesión de 2008-2009<sup>6</sup>.

Los precios de las materias primas también influyen en la inflación medida por el IAPC a través de efectos

**Gráfico 6 Precios internacionales y en la UE de las materias primas alimenticias**

(índice: 2008 = 100)



Fuentes: Dirección General de Agricultura y Desarrollo Rural de la Comisión Europea, HWWI y cálculos del BCE.

indirectos, que están relacionados con el impacto de las subidas de los costes de los bienes intermedios en la inflación medida por el IAPC, excluidos los alimentos y la energía, a lo largo de la cadena de producción, y de efectos de segunda vuelta, que incorporan el efecto de los precios de las materias primas en la fijación de salarios o en las expectativas de inflación. Ambos tipos de efectos tardan considerablemente más tiempo en notarse que los efectos directos. En consecuencia, su impacto puede depender de la duración de las fluctuaciones de los precios de las materias primas. Durante la recesión de 2008-2009, estas fluctuaciones fueron muy acusadas en ambas direcciones, pero también se produjeron durante un horizonte temporal relativamente corto, tanto en sentido ascendente como descendente. Por lo tanto, esto puede haber mitigado la respuesta general en términos de efectos indirectos.

La evidencia procedente de diversos modelos normalmente indica que un aumento del 10 % de los precios del petróleo provoca un impacto

5 Véase G. Ferrucci, R. Jiménez-Rodríguez y L. Onorante, «Food price pass-through in the euro area – the role of asymmetries and nonlinearities», *Working Paper Series*, n.º 1168, BCE, abril de 2010.

6 Probablemente este sea un cambio permanente, debido al hecho de que es probable que los precios de las materias primas sigan siendo elevados y a que las medidas de intervención de los precios se están retirando gradualmente de la PAC.

acumulado de solo alrededor de 0,2 puntos porcentuales en la inflación medida por el IAPC, excluidos los alimentos y la energía, en un horizonte de tres años, y se estima que este impacto se distribuye de forma más o menos equitativa entre efectos indirectos y efectos de segunda vuelta. A este respecto, la reacción más limitada de la inflación medida por el IAPC, excluidos los alimentos y la energía, durante la recesión de 2008-2009 en comparación con recesiones anteriores puede haber sido atribuible al hecho de que tanto los efectos indirectos como los de segunda vuelta parecen haber disminuido desde mediados de los años ochenta<sup>7</sup> como consecuencia de los cambios observados en las características estructurales de la economía, en particular, de la menor intensidad energética, de un anclaje más firme de las expectativas de inflación y de las modificaciones del mecanismo de determinación de precios y salarios. Estas cuestiones se consideran en la siguiente sección.

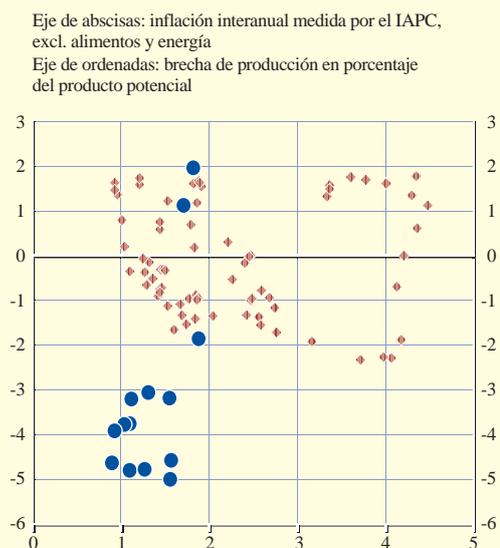
#### 4 LA LIMITADA CAPACIDAD DE RESPUESTA DEL IAPC, EXCLUIDOS LOS ALIMENTOS Y LA ENERGÍA, DURANTE LA RECESIÓN DE 2008-2009

Considerando la profundidad de la recesión de 2008-2009, medida por la brecha de producción del conjunto de la economía, la capacidad de respuesta de los componentes de la inflación que resultan más afectados por factores internos (que se incluyen en el IAPC, excluidos los alimentos y la energía) fue limitada. A este respecto, el gráfico 7 muestra que la evolución conjunta de la inflación medida por el IAPC, excluidos los alimentos y la energía, y de la brecha de producción en los últimos años ha sido distinta de la observada en el período transcurrido desde 1990: incluso en el momento más recesivo, la inflación medida por el IAPC, excluidos los alimentos y la energía, no se situó muy por debajo del 1 %.

A este respecto es importante señalar que, en comparación con recesiones anteriores, la recesión de los años noventa supuso un primer cambio en la relación entre la inflación y la capacidad productiva no utilizada de la economía, esto es, una ruptura en la denominada curva de Phillips. Concretamen-

**Gráfico 7 Inflación medida por el IAPC (excluidos los alimentos y la energía) y brecha de producción de la zona del euro**

(tasas de variación interanual; porcentajes; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y estimaciones de la brecha de producción de la OCDE.

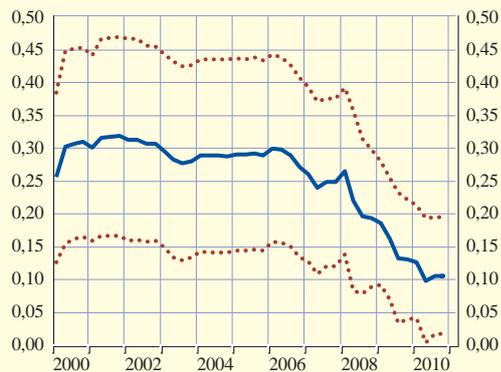
Notas: El total de la muestra corresponde al período 1990-2011. Los puntos azules son una combinación de la inflación medida por el IAPC, excluidos los alimentos y la energía, y de la brecha de producción entre 2008 y 2011.

te, el papel desempeñado por la brecha de producción o la tasa de desempleo a la hora de explicar la inflación (teniendo en cuenta la influencia de factores de oferta atribuible a perturbaciones de los precios de las materias primas o a modificaciones de los impuestos) parece haber perdido importancia durante ese período. Según la literatura sobre este tema, esta menor importancia puede tener su origen en varios factores concurrentes, como la globalización, que reduce el margen de subida de los precios debido a la competencia internacional, y la aplicación de políticas monetarias sólidas en mu-

7 Véase el Grupo de Trabajo del Comité de Política Monetaria del Sistema Europeo de Bancos Centrales, *op. cit.* Según la evidencia procedente de un modelo estructural de pequeña escala, se estima que, en promedio, el impacto causado por una subida del 10 % de los precios del petróleo en el IAPC excluida la energía se redujo de 0,29 puntos porcentuales a 0,20 puntos porcentuales al basar la estimación en muestras secuenciales que comienzan entre el primer trimestre de 1971 y el tercer trimestre de 1995 y finalizan entre el cuarto trimestre de 1979 y el cuarto trimestre de 2000, en comparación con muestras secuenciales que empiezan entre el primer trimestre de 1980 y el primer trimestre de 2001 y terminan entre el primer trimestre de 1988 y el primer trimestre de 2009.

**Gráfico 8 Estimaciones recursivas del coeficiente de la capacidad productiva no utilizada de la economía en una curva de Phillips estándar**

(elasticidad; datos trimestrales)



Fuente: Cálculos del BCE.

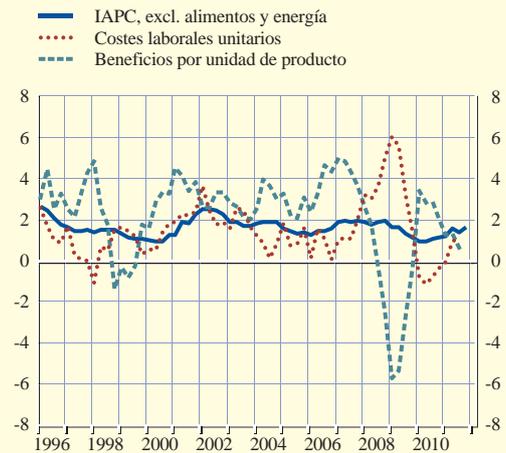
Notas: Las estimaciones recursivas utilizan la inflación medida por el IAPC, excluidos los alimentos y la energía, como variable dependiente, y la estimación de la brecha de producción de la OCDE, como regresor. La muestra empleada para realizar las estimaciones comienza siempre en 1988. Las líneas rojas punteadas representan los intervalos de confianza al 95%.

chos países<sup>8</sup>. El gráfico 8 sugiere que la relevancia de estos indicadores puede haberse reducido aún más durante la década de 2000, ya que las estimaciones recursivas del coeficiente de la capacidad productiva no utilizada de la economía de una ecuación del tipo curva de Phillips para la inflación medida por el IAPC, excluidos los alimentos y la energía, disminuyeron, en particular durante la recesión de 2008-2009.

Existen varias razones por las que pueden surgir débiles presiones desinflationistas, incluso si se producen cambios significativos en la actividad económica. Una de las principales razones es la existencia de rigideces en los mercados de trabajo. En promedio, los costes laborales suponen aproximadamente el 27% del coste total de los factores de producción de las empresas de la zona del euro. Por consiguiente, las rigideces observadas en el ajuste de estos costes pueden explicar una parte considerable de la falta de capacidad de respuesta de la inflación. Los costes laborales están determinados, en última instancia, por la combinación de salarios y de productividad. La tasa

**Gráfico 9 Inflación medida por el IAPC, excluidos los alimentos y la energía, costes laborales unitarios y crecimiento de los beneficios por unidad de producto**

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

de crecimiento de los costes laborales unitarios aumentó hasta finales de 2008, cuando la actividad económica alcanzó su punto más bajo en la recesión, lo que, debido a que el empleo experimentó una caída relativamente más limitada, se tradujo en pérdidas de productividad (véase gráfico 9). El crecimiento de los costes laborales unitarios no descendió hasta después de que la recuperación económica posterior trajera consigo mejoras de la productividad del trabajo y de que el crecimiento de los salarios se estabilizara en niveles más reducidos, registrando un mínimo en 2010 y situándose de nuevo en territorio positivo en 2011. Por lo tanto, esta evolución tuvo cierto efecto «anticíclico» en la inflación. El hecho de

8 Para una comparación entre países, véase, por ejemplo, D. Laxton y P. N'Diaye, «Monetary Policy Credibility and the Unemployment-Inflation Tradeoff: Some Evidence from 17 Industrial Countries», *Working Paper Series*, n.º 02/222, FMI, 2002. Para evidencia sobre Estados Unidos, véase A. Atkeson y L. E. Ohanian, «Are Phillips curves useful for forecasting inflation?», *Quarterly Review*, vol. 25, n.º 1, Federal Reserve Bank of Minneapolis, invierno de 2001, pp. 2-11. Para evidencia sobre la zona del euro, véase B. Fischer, M. Lenza, H. Pill y L. Reichlin, «Monetary analysis and monetary policy in the euro area 1999-2006», *Journal of International Money and Finance*, vol. 28, n.º 7, Elsevier, noviembre de 2009, pp. 1138-1164.

que, no obstante, la inflación medida por el IAPC, excluidos los alimentos y la energía, se mantuviera relativamente estable durante la recesión fue consecuencia del efecto compensador de la evolución del crecimiento de los beneficios por unidad de producto, que siguió de cerca la de la actividad real.

Centrando la atención en la evolución de los salarios, el crecimiento de la remuneración por asalariado se moderó, y pasó del 3,5% registrado al principio de la recesión de 2008-2009 (el nivel más elevado desde el comienzo de la UEM en 1999) a aproximadamente el 1,5% en el otoño de 2009 (véase gráfico 10). Esta disminución fue acorde con la experiencia histórica (véase el gráfico 11, que se ha calculado utilizando la misma metodología que en los gráficos 2 y 3). Esto puede resultar sorprendente, habida cuenta de la excepcional profundidad de la recesión, aunque puede explicarse, en cierta medida, por el hecho de que los ajustes de los costes se efectuaron en términos de «cantidades», tales como reducciones del número de horas trabajadas o de personas ocupadas, en lugar de en términos de tarifas salariales<sup>9</sup>. En el recuadro 2, en el que se compara la evolución de la inflación y de los costes laborales en la zona del euro y en Estados Unidos, se sugiere que, en esta última economía, la importancia del ajuste «cuantitativo» fue aún mayor en la recesión de 2008-2009 que en recesiones anteriores.

En cuanto a la zona del euro en su conjunto, existen diversos factores que pueden haber impedido un mayor ajuste a la baja de los salarios durante la recesión de 2008-2009, pese a la acusada debilidad de las condiciones en los mercados de trabajo. Por ejemplo, en algunos países de la zona, los salarios se indican a la evolución pasada de la inflación y, por tanto, el ajuste fue menos intenso<sup>10</sup>. Determinados países también mantienen un salario

**Gráfico 10 Remuneración por asalariado y salarios negociados**

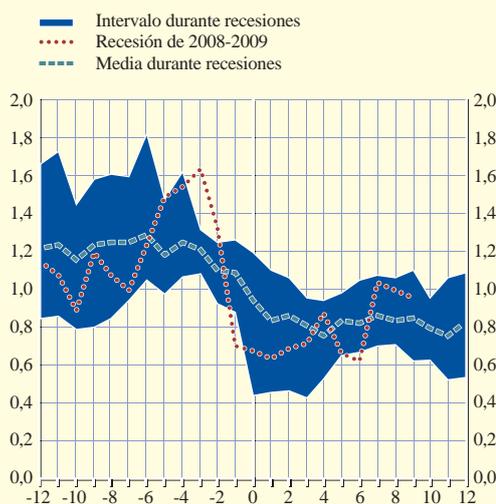
(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

**Gráfico 11 Remuneración por asalariado normalizada antes y después de recesiones**

(tasas de variación interanual normalizadas)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: El gráfico muestra la media y los intervalos de las tasas de variación interanual normalizadas de doce trimestres antes y después del último trimestre de cada recesión (0 = I 1975, III 1983, III 1993 y II 2003). Para la recesión de 2008-2009, 0 = II 2009). Los valores se han normalizado dividiéndolos por la media durante el intervalo que cubre el gráfico, concretamente tres años antes y después del mínimo del producto durante las recesiones. La media y los intervalos no incluyen la recesión de 2008-2009. Los datos anteriores a 1996 se basan en información de la base de datos del modelo para el conjunto de la zona del euro del BCE, que utiliza fuentes no armonizadas.

9 Para una comparación de la evolución del mercado de trabajo en Alemania y en Estados Unidos, véase, por ejemplo, M. Burda y J. Hunt, «What Explains the German Labor Market Miracle in the Great Recession?», CEPR Discussion Paper, n.º 8520, agosto de 2011.

10 Véase J. Babecký, P. Du Caju, T. Kosma, M. Lawless, J. Messina y T. Rööm, «Downward nominal and real wage rigidity—survey evidence from European firms», *Working Paper Series*, n.º 1105, BCE, noviembre de 2009.

mínimo legal, que tiende a establecer un límite inferior en lo que respecta al ajuste a la baja de los salarios, en particular, en sectores y profesiones con bajo crecimiento de la productividad. También pareció haber una reticencia mayor, en general, a reducir el nivel (más que la tasa de crecimiento) de los salarios. La evidencia procedente de encuestas realizadas por la Red de Investigación sobre Dinámica Salarial (Wage Dynamics Network) del SEBC durante la recesión de 2008-2009 ha demostrado que, cuando las empresas tuvieron que afrontar caídas de la demanda, tendieron a recortar sus costes laborales fundamentalmente a través del factor trabajo en términos del número de empleados o de horas trabajadas, en lugar de hacerlo mediante rebajas salariales. Solo el 1,5% de las empresas encuestadas durante el verano de 2009 señalaron que habían recortado el salario base en respuesta a la recesión, y solo el 8,6% indicó que habían reducido los componentes salariales variables, como las primas. Al mismo tiempo, las empresas participantes en la encuesta manifestaron que la incidencia de las congelaciones salariales aumentó considerablemente después de la recesión, ya que el porcentaje de empresas que había aplicado esta medida se incrementó del 7,6% en los cinco años anteriores a la recesión al 37,1% para el verano de 2009. En cuanto a los datos macroeconómicos, el mayor ajuste aplicado a los componentes salariales va-

riables que a los salarios base queda reflejado en unos patrones ligeramente diferentes del crecimiento de la remuneración por asalariado y de los salarios negociados (véase gráfico 10). El crecimiento de estos últimos se moderó con más lentitud que el de la remuneración por asalariado, registrando un mínimo al cabo de más de un año. Este retraso puede deberse no solo a las rigideces de los mercados de trabajo, sino también a la duración media de los acuerdos salariales (unos 18 meses) en la zona del euro, siendo inevitable que el crecimiento de los salarios tienda a ir a la zaga de la evolución económica, dependiendo de la profundidad de la recesión y del tiempo restante de vigencia de los contratos.

Por último, una capacidad de respuesta baja de la inflación a los cambios en la capacidad productiva no utilizada de la economía también puede ser consecuencia de que las expectativas de inflación de los responsables de la fijación de precios y salarios están firmemente ancladas. Las expectativas pueden ser un destacado factor determinante de la inflación observada: si los agentes consideran que la inflación permanecerá por debajo del 2%, aunque próxima a este nivel, en el medio plazo (y que las medidas de política monetaria serán adecuadas para cumplir ese objetivo), el riesgo de que se inicie un proceso deflacionario autosostenido es reducido.

## Recuadro 2

### EL AJUSTE DE LOS PRECIOS DURANTE Y DESPUÉS DE RECESIONES: COMPARACIÓN ENTRE LA ZONA DEL EURO Y ESTADOS UNIDOS

En este recuadro se realiza una comparación entre la evolución de la inflación durante la última recesión y la registrada en recesiones anteriores centrada en la zona del euro y Estados Unidos. También se compara la evolución de los costes laborales en ambas economías, ya que son uno de los componentes clave de la inflación generada internamente.

#### La inflación en Estados Unidos siguió un patrón similar al de la zona del euro durante la última recesión

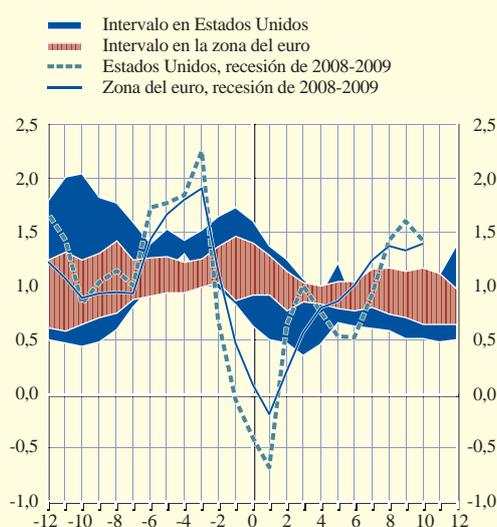
De forma similar al panorama presentado en relación con la zona del euro en la sección 2 del texto principal, el comportamiento de la inflación en Estados Unidos durante la última recesión fue muy

distinto al registrado en recesiones anteriores (véase gráfico A). Al igual que en la zona del euro, las fluctuaciones históricamente pronunciadas de la inflación fueron atribuibles, fundamentalmente, a la evolución de los precios de las materias primas, ya que la trayectoria de la inflación excluidos los alimentos y la energía continuó estando básicamente en consonancia con la de recesiones anteriores (véase gráfico B). No obstante, al mismo tiempo, la diferencia entre la zona del euro y Estados Unidos radicó en que los precios de los sectores protegidos tuvieron una incidencia significativa en este último país. De hecho, en contraposición a la evolución estable, en general, observada en recesiones anteriores en Estados Unidos, estos precios cayeron sustancialmente durante la última recesión y permanecieron en terreno negativo durante la mayor parte de 2010. Posteriormente, empezaron a recuperarse con una rapidez relativa, volviendo a situarse próximos a los niveles anteriores a la crisis en el tercer trimestre de 2011. Este pronunciado ciclo estuvo vinculado a la fuerte corrección que se produjo en el mercado de la vivienda estadounidense a partir de 2007, con descensos de los precios sin precedentes en las cuatro décadas anteriores.

Aunque la capacidad de respuesta de la inflación durante la última recesión fue muy similar en la zona del euro y en Estados Unidos, se ha de observar que, tradicionalmente, su evolución ha sido más variable en este último país, algo que también es aplicable a los períodos de recesión y que se ha visto reflejado en la mayor amplitud de los intervalos tanto de la inflación como de la inflación excluidos los alimentos y la energía en Estados Unidos que en la zona del euro. Esto puede haberse debido, entre otros factores, al hecho de que la evolución de los precios de la energía tiende a causar un impacto ligeramente mayor en Estados Unidos, en consonancia con la mayor intensidad energética de la economía estadounidense resultante de unos impuestos más bajos sobre los productos energéticos y con la

Gráfico A Inflación

(tasas de variación interanual normalizadas)

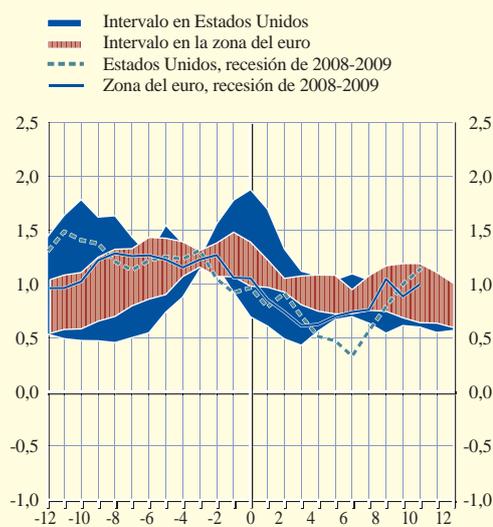


Fuentes: US Bureau of Labor Statistics, National Bureau of Economic Research y cálculos del BCE.

Notas: El gráfico muestra las tasas de inflación interanual normalizadas de doce trimestres antes y después del último trimestre de cada recesión en Estados Unidos (0 = I 1975, IV 1982, I 1991, IV 2001 y II 2009). Los resultados para la zona del euro son los que figuran en los gráficos 2 y 3.

Gráfico B Inflación excluidos los alimentos y la energía

(tasas de variación interanual normalizadas)



Fuentes: US Bureau of Labor Statistics, National Bureau of Economic Research y cálculos del BCE.

Notas: El gráfico muestra las tasas de inflación interanual normalizadas de doce trimestres antes y después del último trimestre de cada recesión en Estados Unidos (0 = I 1975, IV 1982, I 1991, IV 2001 y II 2009). Los resultados para la zona del euro son los que figuran en los gráficos 2 y 3.

conclusión empírica de que, en este país, la inflación reacciona con mayor rapidez e intensidad a los cambios en la capacidad productiva no utilizada de la economía<sup>1</sup>. En general, los precios parecen variar más a menudo en Estados Unidos, lo que puede estar relacionado con la mayor competencia en el sector minorista y en algunos servicios<sup>2</sup>.

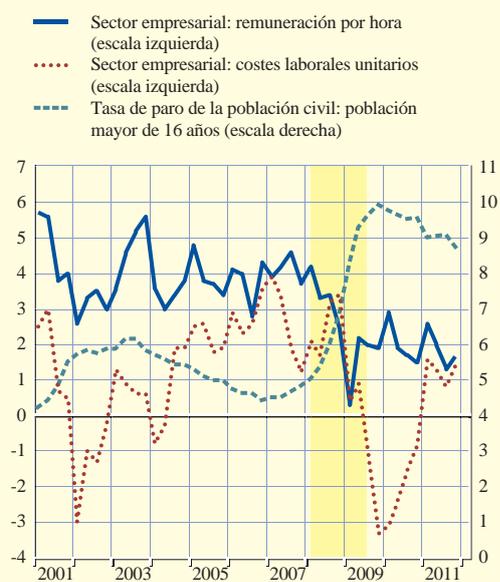
### Los costes laborales parecen haber respondido con más rapidez a las condiciones económicas en Estados Unidos que en la zona del euro

Tanto en la zona del euro como en Estados Unidos, la última recesión inicialmente generó ciertas presiones al alza sobre el crecimiento de los costes laborales, antes de que la moderación del crecimiento de los salarios y las mejoras de la productividad desencadenaran un acusado descenso a mitad del período de recesión (véanse gráficos C y D). Sin embargo, mientras que, en Estados Unidos, los costes laborales unitarios ya se habían situado en niveles negativos en el segundo semestre de 2009 y en 2010, y posteriormente se mantuvieron por debajo de las tasas de crecimiento de antes de la crisis, en la zona del euro, el hecho de que al iniciarse la recesión no se llevara a cabo un ajuste de los salarios y de los costes laborales ejerció presiones al alza sobre los costes laborales unitarios, que alcanzaron niveles muy elevados durante varios trimestres, antes de disminuir brevemente y en menor medida que en Estados Unidos. Los principales factores determinantes de esta evolución

1 Para más detalles, véase el recuadro titulado «La inflación en la zona del euro y Estados Unidos: una evaluación basada en la curva de Phillips», *Boletín Mensual*, BCE, junio de 2011.  
2 Para un análisis más detallado, véase «Price Changes in the Euro Area and the United States: Some Facts from Individual Consumer Price Data», E. Dhyne *et al.*, *Journal of Economic Perspectives*, vol. 20, n.º 2, primavera de 2006.

**Gráfico C Tasa de paro y costes laborales en Estados Unidos**

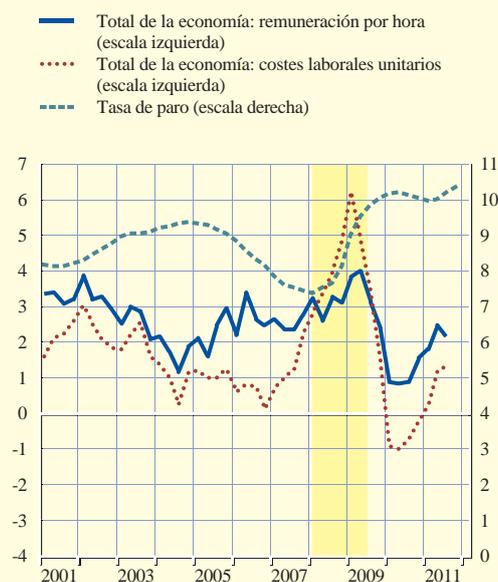
(tasas de variación interanual; porcentaje de la población activa; datos desestacionalizados)



Fuentes: US Bureau of Labor Statistics y National Bureau of Economic Research.  
Nota: La zona sombreada indica el último período de recesión.

**Gráfico D Tasa de paro y costes laborales en la zona del euro**

(tasas de variación interanual; porcentaje de la población activa; datos desestacionalizados)



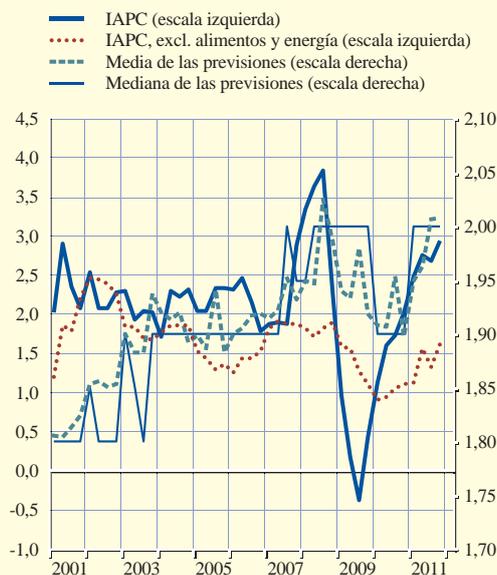
Fuentes: Eurostat, Centre for Economic Policy Research y cálculos del BCE.  
Nota: La zona sombreada indica el último período de recesión.

parecen ser la magnitud del ajuste y su distribución en el tiempo, teniendo en cuenta que la caída del crecimiento del PIB real desde el máximo hasta el mínimo cíclico fue comparable en las dos áreas económicas. Ciertamente, los gráficos indican que la desaceleración del crecimiento de los salarios se produjo más tarde en la zona del euro que en Estados Unidos y que el aumento de la tasa de paro fue mucho más moderado. Un simple análisis de correlación cruzada entre los costes laborales y la tasa de paro frente a la evolución del PIB real confirma una relación más coincidente entre la evolución del mercado de trabajo y la actividad económica en Estados Unidos que en la zona del euro, especialmente en términos de costes laborales. Esto es acorde con la tesis de que, en comparación con la zona del euro, la inflación excluidos los alimentos y la energía suele reaccionar con mayor rapidez a los cambios en la capacidad productiva no utilizada de la economía en Estados Unidos, debido a que el mercado laboral es más flexible que en la zona del euro, aunque durante la última recesión, el grado y las características de esta flexibilidad (por ejemplo, el número de horas trabajadas y de personas ocupadas) variaron considerablemente en los distintos países de la zona del euro.

En resumen, tanto en la zona del euro como en Estados Unidos, la evolución de la inflación durante la última recesión no fue acorde con la experiencia histórica. Al mismo tiempo, en ambas economías, la evolución de la inflación excluidos los alimentos y la energía estuvo básicamente en consonancia con la experiencia histórica. Por último, parece que, en Estados Unidos, los costes laborales se ajustaron con mayor rapidez a las condiciones económicas que en la zona del euro, y que el ajuste se debió tanto al menor crecimiento de los salarios como a las mejoras de la productividad, como consecuencia de un mayor número de despidos en una fase más temprana.

**Gráfico 12** Expectativas de inflación (a cinco años vista), inflación medida por el IAPC e inflación medida por el IAPC, excluidos los alimentos y la energía

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Encuesta del BCE a expertos en previsión económica y cálculos del BCE.

El gráfico 12 presenta la evolución de las expectativas de inflación a largo plazo en la zona del euro obtenidas de la encuesta del BCE a expertos en previsión económica durante el período comprendido entre el primer trimestre de 2001 y el cuarto trimestre de 2011, y muestra que estas expectativas se han mantenido estables en los últimos años. A partir de 2004, la mediana de las previsiones se situó entre el 1,9% y el 2%, pese a las fuertes fluctuaciones de los precios a partir de 2006 y de la profundidad de la recesión que siguió a la quiebra de Lehman Brothers en 2008. La media y la mediana de las previsiones fueron básicamente acordes con la definición de estabilidad de precios del BCE y, en general, exhibieron una estabilidad considerable.

## 5 CONCLUSIONES

En este artículo se ha analizado la evolución de los precios de consumo en la zona del euro durante la recesión de 2008-2009. En comparación con recesiones anteriores, la inflación medida por el IAPC

experimentó un acusado descenso, aunque fue consecuencia del mayor impacto de la evolución de los precios de las materias primas en los componentes alimenticio y energético del IAPC más que de una respuesta a los cambios excepcionales observados en la capacidad productiva no utilizada de la economía. De hecho, los componentes de la inflación que se generan en mayor medida a nivel interno, medidos por el IAPC, excluidos los alimentos y la energía, fueron relativamente resistentes si se tiene en cuenta la severidad de la recesión. Esta capacidad de resistencia estuvo en consonancia con el debilitamiento de la relación entre el grado de capacidad productiva no utilizada de la economía y la inflación que se ha observado durante las dos últimas décadas. Las rigideces nominales existentes en los mercados de trabajo, especialmente cuando la inflación se aproximó a cero, y un anclaje más firme de las expectativas de inflación, pueden haber desempeñado un destacado papel en la moderación de las fluctuaciones de la inflación de los precios y los salarios durante el ciclo económico. En Estados Unidos, la evolución de la inflación excluidos los alimentos y la energía también fue básicamente acorde con la registrada en recesiones anteriores. No obstante, en este país, el ajuste de los costes laborales tardó menos en reflejar la situación económica

que en la zona del euro en su conjunto, y fue resultado del menor crecimiento de los salarios y de las ganancias de productividad.

Las conclusiones relativas a anteriores ajustes de la inflación pueden ayudar a determinar las perspectivas de inflación en la zona del euro. Concretamente, pueden contribuir a explicar por qué las previsiones y las proyecciones de inflación de organismos privados y de organizaciones internacionales actualmente disponibles para 2012 se mantienen en niveles elevados, pese a la desaceleración del crecimiento observada en 2011. De hecho, se espera que la inflación medida por el IAPC, excluidos los alimentos y la energía, permanezca básicamente estable durante el horizonte de las previsiones. Aunque se prevé que las presiones sobre los precios internos procedentes del lento crecimiento de la demanda interna y de una evolución contenida de los costes laborales sean reducidas, se espera que, en general, queden contrarrestadas por el efecto alcista de las subidas proyectadas de los impuestos indirectos y de los precios administrados. Véase el recuadro titulado «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, marzo de 2012.

## LA INFORMACIÓN FINANCIERA EN EL EUROSISTEMA

*La evidencia reciente indica que ha crecido el interés general por los estados financieros del Eurosistema, en especial, en el contexto de la última crisis financiera. Por tanto, parece adecuado examinar el régimen de contabilidad y de información financiera del Eurosistema, así como los principios más significativos aplicados.*

### I INTRODUCCIÓN

El BCE publica periódicamente distintos tipos de informes financieros que muestran la situación financiera del Eurosistema y sirven para cumplir las obligaciones de rendición de cuentas frente al público en general y frente a las partes interesadas del Eurosistema, así como para facilitar información financiera con fines operativos, como la ejecución de la política monetaria.

Las normas comunes de contabilidad y de información financiera del Eurosistema se recogen en una orientación del BCE (en adelante, la «Orientación Contable»)<sup>1</sup>. La Orientación Contable es aplicable a todos los bancos centrales de la zona del euro en relación con la información financiera que debe presentar el Eurosistema. El marco está adaptado a las necesidades de los bancos centrales del Eurosistema<sup>2</sup> y difiere de las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) con respecto al tratamiento de las operaciones principales de los bancos centrales.

### 2 NECESIDAD DE TRANSPARENCIA Y DE INFORMACIÓN

En su calidad de instituciones públicas, los bancos centrales responden tanto del uso de los recursos públicos que les han sido confiados como del cumplimiento eficiente de las tareas necesarias para alcanzar sus objetivos, incluida la ejecución eficaz de la política monetaria. Esta última requiere comunicaciones adecuadas, sin las cuales los agentes económicos podrían no percibir como se pretende los objetivos de las operaciones de los bancos centrales. Por tanto, la falta de información suficiente podría poner en peligro la ejecución eficaz de la política monetaria.

Un elemento importante de las comunicaciones eficaces es la transparencia, que se consigue, entre

otras cosas, publicando estados financieros periódicos. La transparencia también implica desglosar con precisión los resultados financieros de las medidas de política. Sin embargo, no debe considerarse que los resultados financieros de los bancos centrales son un indicador de la eficacia de la política monetaria, por lo que es necesario utilizar canales de comunicación adecuados para asegurar que se comprendan sus finanzas<sup>3</sup>.

La información financiera es solo una fuente de información, aunque importante, sobre las actividades del Eurosistema. Además, satisface las necesidades de diversos usuarios al proporcionar toda una serie de datos complementarios con fines operativos, analíticos y estadísticos.

Por ejemplo, la información y las explicaciones sobre las medidas financieras convencionales y no convencionales del Eurosistema se ponen a disposición del público en general diaria y semanalmente en el sitio web del BCE y a través de los servicios electrónicos de información, con el fin de informar a los mercados sobre las respuestas del Eurosistema a los acontecimientos económicos.

1 Véase la Orientación del Banco Central Europeo de 11 de noviembre de 2010 sobre el régimen jurídico de la contabilidad y la información financiera en el Sistema Europeo de Bancos Centrales (refundición) (BCE/2010/20) [Diario Oficial de la Unión Europea (DO), L 35, 9.2.2011, pp. 31 y ss.], modificada por la Orientación del Banco Central Europeo de 21 de diciembre de 2011, por la que se modifica la Orientación BCE/2010/20 sobre el régimen jurídico de la contabilidad y la información financiera en el Sistema Europeo de Bancos Centrales (BCE/2011/27) (DO L 19, 24.1.2012, pp. 37 y ss.).

2 Desde que el Consejo de Gobierno del BCE la adoptó inicialmente en 1998, la Orientación Contable se ha revisado con regularidad y se ha modificado en varias ocasiones para dar respuesta a las necesidades cambiantes de los bancos centrales del Eurosistema, satisfacer el interés de los distintos agentes por una información financiera más detallada sobre las operaciones del Eurosistema y garantizar que la orientación permanezca actualizada en relación con los acontecimientos provocados por la crisis en los mercados financieros.

3 Estos canales adicionales incluyen notas de prensa, sesiones informativas y discursos públicos.

Así pues, el público puede obtener fácilmente información sobre las operaciones de mercado abierto en euros del Eurosistema, sobre sus operaciones de inyección o absorción de liquidez denominadas en dólares estadounidenses, sobre las adquisiciones de bonos garantizados en euros (es decir, los programas de adquisiciones de bonos garantizados, CBPP y CBPP2) y sobre las adquisiciones de valores realizadas en el marco del programa para los mercados de valores.

Además, el BCE publica una gran variedad de datos estadísticos con periodicidad mensual y trimestral, la mayoría de los cuales se obtienen de la información financiera que presenta el Eurosistema. En particular, los cuadros sobre estadísticas de política monetaria incluyen información sobre el estado financiero consolidado del Eurosistema, los tipos de interés oficiales del BCE y las operaciones de política monetaria llevadas a cabo por el Eurosistema. Además, en el contexto de las estadísticas del balance de las IFM, se recopilan y publican datos sobre el balance agregado y consolidado de las IFM<sup>4</sup>, que aportan información específica sobre el balance del Eurosistema. En el ámbito de las estadísticas exteriores, que incluyen datos de la balanza de pagos y de la posición de inversión internacional de la zona del euro, la información recopilada por el BCE y otros bancos centrales del Eurosistema también desempeña un papel importante. Asimismo, los datos contables del Eurosistema se utilizan como *input* para las cuentas integradas de la zona del euro<sup>5</sup>.

Los citados informes estadísticos y las publicaciones de datos de mercado están interrelacionados con la información financiera del Eurosistema<sup>6</sup>, que se analizará con mayor profundidad en este artículo.

### 3 ARMONIZACIÓN Y PROCESO DE CONSOLIDACIÓN

#### 3.1 ARMONIZACIÓN

Los efectos de las operaciones de política monetaria del Eurosistema se recogen en los balances de algunos bancos centrales. Dado que el Eurosistema aplica una política monetaria única, sus

estados financieros deberían reflejar el impacto financiero de las operaciones realizadas por todos los bancos centrales de la zona del euro, y describir estas operaciones, como si se tratase de una entidad única. Por consiguiente, para preparar los estados financieros del Eurosistema es necesario consolidar la información de todos los BCN y del BCE.

Un requisito previo necesario para preparar la información consolidada del Eurosistema es la armonización de las normas contables. La información individual de los BCN y del BCE solo se puede agregar con fundamento si se elabora y se presenta de manera uniforme.

Además, la existencia de normas uniformes y de modelos estandarizados para presentar la información financiera permite calcular y asignar los ingresos devengados por los BCN en la aplicación de la política monetaria del Eurosistema (también conocidos como ingresos monetarios). El método utilizado por el Eurosistema para valorar los ingresos monetarios se basa en las cuentas de pérdidas y ganancias de los BCN y en los datos de sus balances. Por tanto, para aplicar correctamente los criterios acordados para el reconocimiento de los ingresos monetarios y distribuir estos ingresos adecuadamente a los socios del Eurosistema, es necesario que todos los BCN calculen sus ingresos y presenten su situación financiera de manera uniforme<sup>7</sup>.

4 Las IFM son las instituciones financieras que constituyen el sector emisor de dinero de la zona del euro. El BCE y los otros bancos centrales del Eurosistema forman parte del sector de IFM de la zona del euro.

5 Todos estos datos, incluidos los estados financieros semanales del Eurosistema, se encuentran disponibles en forma de series temporales en la sección «Statistical Data Warehouse» del sitio web del BCE (véase <http://www.ecb.europa.eu>).

6 Por ejemplo, la información sobre las carteras de valores mantenidas en el marco de los programas de adquisiciones de bonos garantizados (CBPP y CBPP2) y del programa para los mercados de valores, publicada en el estado financiero semanal del Eurosistema, se corresponde con las cifras de operaciones simples en euros publicadas semanalmente en el sitio web del BCE (véase <http://www.ecb.europa.eu>).

7 El mecanismo para agrupar y asignar los ingresos monetarios se detalla en la Decisión del Banco Central Europeo de 25 de noviembre de 2010 sobre la asignación de los ingresos monetarios de los bancos centrales nacionales de los Estados miembros cuya moneda es el euro (refundición) (BCE/2010/23) (DO L 35, 9.2.2011, pp. 17 y ss.), modificada posteriormente.

Por último, la armonización de las normas tiene la ventaja de garantizar que los datos presentados por los distintos BCN sean comparables en todo el Eurosistema, lo que permite realizar un análisis transversal fidedigno.

### 3.2 PROCESO DE CONSOLIDACIÓN

El Eurosistema publica informes consolidados con mayor frecuencia que los grupos comerciales. Aunque el concepto de consolidación es sencillo, el proceso en sí implica algo más que la mera agregación de cifras y requiere una serie de técnicas para llegar a obtener una presentación fidedigna de las cifras combinadas de todos los bancos centrales del Eurosistema. A continuación se resumen los pasos principales que se siguen en la preparación de los estados financieros consolidados del Eurosistema.

- Primero, se agregan las cifras presentadas en las mismas partidas de los balances de cada BCN y del BCE, con la excepción de las partidas resultantes de las transacciones intragrupo.
- Segundo, los saldos de los BCN y del BCE con terceros no se compensan. Por ejemplo, un activo del BCN 1 frente a una entidad de crédito no se compensa con el pasivo que el BCN 2 pudiera tener frente a la misma entidad de crédito, sino que ambos se muestran por su importe bruto en el lado correspondiente del estado financiero consolidado. Aquí se refleja el hecho de que los bancos centrales del Eurosistema son entidades con personalidad jurídica propia y, por tanto, las citadas transaccio-

nes no pueden compensarse y presentarse por su importe neto.

- Tercero, los saldos intra-Eurosistema se compensan. Este es un concepto importante en el proceso de consolidación. Las transacciones o los resultados que no se reflejarían en las cuentas si el Eurosistema fuera una entidad única se eliminan en el proceso de consolidación. Por tanto, todos los activos y pasivos entre los bancos centrales del Eurosistema, incluido el BCE, se compensan y no se presentan en ninguno de los estados financieros consolidados del Eurosistema. Por ejemplo, el capital desembolsado del BCE, que está integrado por las contribuciones de los BCN de la zona del euro y que se presenta dentro de «Capital y reservas» en el pasivo del balance del BCE (partida 15.1 del pasivo)<sup>8</sup>, se compensa con el activo correspondiente, que se refleja en la rúbrica «Participación en el capital del BCE» del balance de cada BCN (partida 9.1 del activo). Otro ejemplo es la compensación de los saldos intra-Eurosistema (partida 9.5 del activo o partida 10.4 del pasivo) que figuran en los registros de los bancos centrales del Eurosistema y se derivan de los flujos de pagos transfronterizos entre bancos de la zona del euro. Estos pagos interbancarios se realizan a través del sistema TARGET2. Puesto que todos los bancos centrales del Eurosistema operan en la zona de la moneda única, la suma de todos sus saldos intra-Eurosistema en

<sup>8</sup> Los saldos del balance mencionados en esta sección corresponden a las partidas que figuran en el modelo de balance anual que se presenta en el anexo VIII de la Orientación Contable.

**Cuadro I** Saldos intra-Eurosistema en euros que se eliminan en el proceso de consolidación

Partida 9.1 del activo (BCN), «Participación en el capital del BCE»	↔	Partida 15.1 del pasivo (BCE), «Capital» (solo contribuciones de los BCN del Eurosistema)
Partida 9.2 del activo (BCN), «Activos contrapartida de las reservas exteriores transferidas al BCE»	↔	Partida 10.1 del pasivo (BCE), «Pasivos equivalentes a la transferencia de reservas en moneda extranjera»
Partida 9.3 del activo (BCE), «Activos relacionados con la emisión de certificados de deuda del BCE»	↔	Partida 10.2 del pasivo (BCN), «Pasivos relacionados con la emisión de certificados de deuda del BCE»
Partida 9.4 del activo (BCN/BCE), «Activos netos relacionados con la asignación de los billetes en euros dentro del Eurosistema»	↔	Partida 10.3 del pasivo (BCN), «Pasivos netos relacionados con la asignación de los billetes en euros dentro del Eurosistema»
Partida 9.5 del activo (BCN/BCE), «Otros activos intra-Eurosistema»	↔	Partida 10.4 del pasivo (BCN/BCE), «Otros pasivos intra-Eurosistema»

TARGET2 es igual a cero. Por consiguiente, ninguno de estos saldos se presenta en el balance consolidado del Eurosistema<sup>9</sup>.

Con el fin de facilitar el proceso de eliminación de los saldos intra-Eurosistema, en los balances de los BCN y del BCE se crearon partidas específicas para presentar estos saldos. En el cuadro 1 se resumen los saldos intra-Eurosistema que se eliminan en el proceso de consolidación.

Un ejemplo que sirve para ilustrar la aplicación del proceso de consolidación es la provisión de liqui-

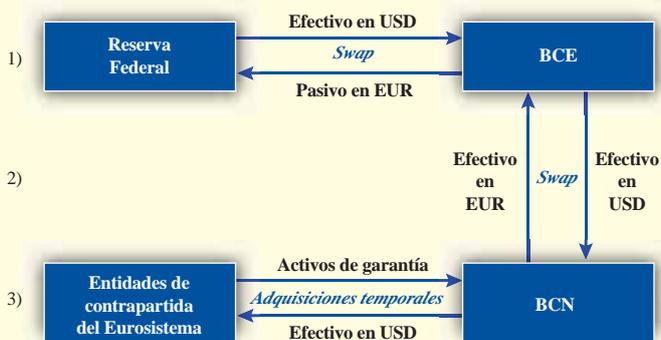
dez en dólares estadounidenses a las entidades de contrapartida del Eurosistema mediante la línea *swap* acordada entre el BCE y la Reserva Federal de Estados Unidos. El diagrama del recuadro 1 refleja el funcionamiento descentralizado de esta operación y muestra el flujo de fondos de la Reserva Federal al BCE, y del BCE a los BCN que llevan a cabo las operaciones con sus entidades de contrapartida locales.

<sup>9</sup> Para entender el sentido económico de los saldos en TARGET2, véase el recuadro 4, titulado «Saldos en TARGET2 de los bancos centrales nacionales de la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, octubre de 2011.

#### Recuadro 1

### PROVISIÓN DE LIQUIDEZ EN DÓLARES ESTADOUNIDENSES A LAS ENTIDADES DE CONTRAPARTIDA DEL EUROSISTEMA EN EL MARCO DE LA LÍNEA *SWAP* ACORDADA ENTRE EL BCE Y LA RESERVA FEDERAL

En diciembre de 2007, el Consejo de Gobierno del BCE decidió llevar a cabo operaciones de provisión de liquidez en dólares estadounidenses, en relación con las operaciones de financiación a plazo en dólares (*Term Auction Facility*), con el fin de hacer frente a las fuertes presiones registradas en los mercados de financiación a corto plazo<sup>1</sup>. Como se muestra en el diagrama siguiente, primero, la Reserva Federal proporciona dólares al BCE a cambio de euros. En segundo lugar, el BCE pasa los dólares a los BCN mediante operaciones *swap* recíprocas. En tercer lugar, los BCN utilizan los fondos resultantes para proporcionar liquidez en dólares estadounidenses a las entidades de contrapartida del Eurosistema en forma de adquisiciones temporales. El impacto global en la posición del Eurosistema refleja solo los saldos con terceros, es decir, aumenta la partida 6 del pasivo «Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro», en la que se registra en euros el pasivo frente a la Reserva Federal, y se produce un incremento equivalente en la partida 3 del activo «Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro»<sup>2</sup>, en la que se recogen los activos frente a las entidades de contrapartida del Eurosistema. Por otro lado, los saldos intra-Eurosistema que se derivan de los pagos en euros entre el BCE y los BCN se eliminan.



<sup>1</sup> Véase la nota de prensa del 12 de diciembre de 2007 (disponible en el sitio web del BCE: <http://www.ecb.europa.eu>).

<sup>2</sup> Para obtener más detalles sobre la estructura del estado financiero semanal consolidado del Eurosistema, véase la sección 4.

#### 4 EL ESTADO FINANCIERO SEMANAL CONSOLIDADO Y SUS COMPONENTES

El principal informe público del Eurosistema que se elabora utilizando el método de consolidación es su estado financiero semanal consolidado, que muestra sus activos y pasivos frente a terceros. Este informe semanal puede ser una herramienta útil para los analistas externos, especialmente para aquellos que siguen de cerca las políticas monetarias y cambiarias del Eurosistema, así como sus actividades de inversión. En el cuadro 2 se ilustra la estructura del estado financiero semanal consolidado del Eurosistema.

El estado financiero semanal consolidado se estructura de forma que i) las partidas en moneda extranjera (p. ej., la partida 2 del activo) se distinguen de las denominadas en euros (p. ej., la partida 4 del activo); ii) los instrumentos de política monetaria (p. ej., la partida 5 del activo) y los factores autónomos de liquidez<sup>10</sup> se presentan por separado;

<sup>10</sup> Los factores autónomos de liquidez se definen como aquellas partidas del balance consolidado del Eurosistema que, al margen de las operaciones de política monetaria, proporcionan o reducen la liquidez y, por tanto, afectan a las cuentas corrientes que mantienen las entidades de crédito en el Eurosistema, principalmente con el fin de cumplir las exigencias de reservas mínimas. Los factores autónomos incluyen los depósitos de las Administraciones Públicas en el Eurosistema, los billetes en circulación y los activos exteriores netos del Eurosistema.

**Cuadro 2 Modelo de presentación del estado financiero semanal consolidado del Eurosistema**

<span style="display: inline-block; width: 15px; height: 10px; background-color: #cccccc; border: 1px solid #000;"></span> Posición en moneda extranjera <span style="display: inline-block; width: 15px; height: 10px; background-color: #000080; border: 1px solid #000;"></span> Préstamo neto a entidades de crédito	
Activo	Pasivo
1 Oro y derechos en oro	1 Billetes en circulación
2 Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro	2 Depósitos en euros mantenidos por entidades de crédito de la zona del euro en relación con operaciones de política monetaria
2.1 Activos frente al FMI	2.1 Cuentas corrientes (incluidas las reservas mínimas)
2.2 Depósitos, valores, préstamos y otros activos exteriores	2.2 Facilidad de depósito
3 Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro	2.3 Depósitos a plazo
4 Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro	2.4 Operaciones temporales de ajuste
4.1 Depósitos, valores y préstamos	2.5 Depósitos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía
4.2 Activos procedentes de la facilidad de crédito prevista en el MTC II	3 Otros pasivos en euros con entidades de crédito de la zona del euro
5 Préstamos en euros concedidos a entidades de crédito de la zona del euro en relación con operaciones de política monetaria	4 Certificados de deuda emitidos
5.1 Operaciones principales de financiación	5 Depósitos en euros de otros residentes en la zona del euro
5.2 Operaciones de financiación a plazo más largo	5.1 Administraciones Públicas
5.3 Operaciones temporales de ajuste	5.2 Otros pasivos
5.4 Operaciones temporales estructurales	6 Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro
5.5 Facilidad marginal de crédito	7 Pasivos en moneda extranjera con residentes en la zona del euro
5.6 Préstamos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	8 Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro
6 Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro	8.1 Depósitos y otros pasivos
7 Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro	8.2 Pasivos derivados de la facilidad de crédito prevista en el MTC II
7.1 Valores mantenidos a efectos de la política monetaria	9 Contrapartida de los derechos especiales de giro asignados por el FMI
7.2 Otros valores	10 Otros pasivos
8 Créditos en euros a las Administraciones Públicas	11 Cuentas de revalorización
9 Otros activos	12 Capital y reservas
<b>Total activo</b>	<b>Total pasivo</b>

iii) los saldos frente a residentes en la zona del euro (p. ej., la partida 3 del activo) se diferencian de los saldos frente a no residentes en la zona del euro (p. ej., la partida 2 del activo), y iv) los saldos frente al sector financiero (p. ej., la partida 3 del pasivo) figuran claramente separados de los saldos frente a las Administraciones Públicas y otros (p. ej., la partida 5 del pasivo). El motivo de esta agrupación de saldos es ofrecer una estructura que resulte de utilidad a los distintos lectores. Por ejemplo, mientras que los gestores de liquidez prestan más atención a las partidas del balance que reflejan, en términos agregados, la oferta de liquidez del Eurosistema, los estadísticos se interesan más, entre otras cosas, por el desglose de los saldos por país de residencia de la entidad de contrapartida a efectos analíticos.

Otra característica distintiva del estado financiero semanal consolidado es que las partidas solo se presentan por su valor de adquisición durante el trimestre, mientras que los saldos al cierre de cada trimestre se revalorizan a precios y tipos de mercado. La ventaja de este método para las autoridades y otros usuarios es que combina un criterio de caja, que es útil para evaluar el efecto de los flujos de liquidez puros, con una actualización periódica (trimestral) para reflejar los valores económicos. Estos ajustes al cierre del trimestre se desglosan en una columna separada del estado financiero semanal consolidado del Eurosistema y, por tanto, pueden distinguirse de las transacciones regulares, lo que aumenta la transparencia y ayuda a analizar el estado.

El estado financiero semanal consolidado del Eurosistema se publica acompañado de una nota explicativa adjunta que facilita su interpretación y ofrece información adicional sobre la evolución de las partidas principales del balance con respecto a la semana anterior. En esta nota explicativa se presentan por separado las partidas no relacionadas con las operaciones de política monetaria (por ejemplo, la posición en moneda extranjera, oro y billetes) y las partidas relacionadas con las operaciones de política monetaria (por ejemplo, préstamo neto a entidades de crédito y valores mantenidos a efectos de la política monetaria).

## 5 PRINCIPIOS Y NORMAS CONTABLES MÁS SIGNIFICATIVOS DEL EUROSISTEMA

### 5.1 PRINCIPIOS CONTABLES

El marco contable del Eurosistema se basa fundamentalmente en normas de contabilidad generalmente aceptadas para el reconocimiento de activos y pasivos, y en principios contables fundamentales, como el de realidad económica y transparencia, importancia relativa, principio de empresa en funcionamiento, principio del devengo, uniformidad y comparabilidad. Se otorga relevancia especial al principio que establece que el reconocimiento de ingresos se llevará a cabo con prudencia. En el contexto del Eurosistema, la aplicación de este principio de prudencia debería ayudar, en última instancia, a crear colchones financieros, contribuyendo así a garantizar la solidez financiera.

Puede considerarse que un banco central que opera con un nivel de recursos propios que se estima insuficiente no es financieramente independiente y, por tanto, sus medidas de política monetaria pueden carecer de credibilidad. Por consiguiente, podría defenderse, con carácter general, que un nivel de recursos propios inadecuado en un banco central puede afectar a su capacidad para conseguir sus objetivos de política monetaria. En este sentido, deben analizarse los factores propios del Eurosistema que podrían repercutir en los niveles de capital:

- i) los riesgos inherentes a determinadas partidas del balance, en particular, la elevada proporción en el balance de exposiciones no cubiertas a los riesgos de tipo de cambio y de tipo de interés<sup>11</sup>;
- ii) los distintos mecanismos locales que rigen la distribución de los beneficios de los BCN (los BCN operan actualmente en 17 jurisdicciones diferentes), que pueden limitar la

11 Dado que la mayor parte de los activos y pasivos del Eurosistema se valoran periódicamente a los tipos de cambio y precios de mercado vigentes, la rentabilidad se ve altamente afectada por la exposición al riesgo de tipo de cambio y, en menor medida, por la exposición al riesgo de tipo de interés.

capacidad para mantener colchones financieros adecuados, por ejemplo, mediante la dotación de reservas, y

- iii) el hecho de que los activos no estén siempre disponibles para su venta inmediata, ya sea por su naturaleza (como en el caso del oro, del que el Eurosistema posee tenencias significativas) o cuando las operaciones puedan interpretarse como una señal de la política monetaria del BCE.

Dado que la distribución de los beneficios del Eurosistema se determina con carácter general e incondicional como proporción de los beneficios presentados, y que las pérdidas de los bancos centrales no suelen ser objeto de cobertura automática por parte de los Gobiernos respectivos, los citados factores exponen a los bancos centrales al riesgo de erosión de sus recursos propios<sup>12</sup>. Por consiguiente, el marco contable puede tener un impacto significativo en la capacidad del Eurosistema para retener beneficios y, por ende, para garantizar que tiene una solidez financiera adecuada. Para sortear el riesgo de erosión del capital, se otorga una relevancia especial al principio de prudencia.

## 5.2 NORMAS CONTABLES

### RECONOCIMIENTO DE INGRESOS

Teniendo en cuenta los factores indicados, la aplicación del principio de prudencia exige un diseño adecuado de las normas de reconocimiento de ingresos. Por consiguiente, las ganancias no realizadas, es decir, aquellas que se derivan de la revalorización de activos, no se reconocen como ingresos en la cuenta de pérdidas y ganancias, sino que se registran en una cuenta de revalorización en el pasivo del balance y no forman parte de los beneficios distribuibles. Por otro lado, las pérdidas no realizadas se imputan a la cuenta de pérdidas y ganancias al cierre del ejercicio. Esta norma es aplicable a la revalorización de las posiciones en divisas, así como de las carteras de valores (distintos de los «mantenidos hasta su vencimiento») y los derivados. Asimismo, las ganancias y las pérdidas derivadas de un valor o una moneda extranjera no se pueden compensar con las ganancias o

pérdidas procedentes de otros valores o monedas («principio de no compensación»).

Este tratamiento asimétrico de las ganancias y pérdidas por valoración tiene determinadas ventajas para los bancos centrales: en primer lugar, evita la distribución de las ganancias no realizadas, que pueden revertirse posteriormente como consecuencia de un descenso de los tipos de cambio o de los precios de los activos, generando pérdidas y la erosión del capital, y, en segundo lugar, se traduce en la creación automática de colchones financieros en épocas de evolución favorable de los mercados, que más tarde estarán disponibles para ser utilizados cuando esta evolución sea menos favorable, ya que las cuentas de revalorización sirven como primera línea de defensa para absorber las pérdidas por valoración. Estas ventajas pueden compensar el posible impacto de los factores propios del Eurosistema y, en particular, de los riesgos de balance y de los distintos grados de control relativos a las normas de distribución de beneficios. Por tanto, se considera que el tratamiento asimétrico de las ganancias y las pérdidas no realizadas es adecuado para las operaciones de política monetaria del Eurosistema<sup>13</sup>.

### LA DOTACIÓN DE PROVISIONES

Otro aspecto importante de los sistemas contables de los bancos centrales del Eurosistema es el de las provisiones. Las normas pertinentes relativas a la dotación de provisiones se rigen por la legislación local aplicable a cada BCN. El marco contable del BCE y el de algunos BCN de la zona del euro permiten la dotación de provisiones genéricas para la cobertura de los riesgos de tipo de cambio, de tipo de interés, de precio del oro y de crédito. En 2005 se constituyó una provisión de este tipo en el BCE, y su importe ha ido creciendo de forma constante hasta situarse en 6,4 mm de euros al cierre de 2011. Esta provisión genérica ha aumentado la

12 Un sistema de distribución de beneficios o de recapitalización adecuadamente diseñado podría compensar los efectos de las normas contables, permitiendo retener capital suficiente.

13 Sin embargo, al mismo tiempo, podría alegarse que, como consecuencia del «método asimétrico», los resultados reales del banco central no se reflejan en sus beneficios; desde el punto de vista de la gestión de riesgos o las operaciones de mercado, las ganancias por valoración normalmente se incluirían en las medidas de rentabilidad.

protección del BCE frente a riesgos financieros, ya que puede utilizarse para cubrir las pérdidas realizadas y no realizadas, en particular, las pérdidas por valoración no cubiertas por las cuentas de revalorización. El tamaño de esta provisión, y la necesidad de mantenerla se revisan anualmente teniendo en cuenta diversos factores, entre los que se incluyen, en especial, el volumen de las tenencias de activos con riesgo, la medida en la que se hayan materializado los riesgos asumidos en cada ejercicio económico, los resultados proyectados para el próximo ejercicio y el resultado de una evaluación del riesgo que incluye cálculos del valor en riesgo (VaR) de los activos con riesgo, que se aplican de forma sistemática a lo largo del tiempo<sup>14</sup>.

Por tanto, la existencia de este importante mecanismo de amortiguación de pérdidas es una característica propia de los bancos centrales, cuyo uso está justificado por la naturaleza de sus operaciones y por la resultante estructura de riesgos inherentes al balance. Estas provisiones se denominan «provisiones equivalentes a reservas» en los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del Banco Central Europeo y, aunque no se las cataloga como tales, se consideran parte de los recursos propios del banco central<sup>15</sup>. Su importancia ha aumentado recientemente como consecuencia del riesgo de crédito derivado de los derechos de cobro vivos frente a los Gobiernos y a las instituciones financieras originados por las operaciones de apoyo al crédito.

Además de los principios generales, el marco contable del Eurosistema contiene un gran número de normas obligatorias detalladas que permiten aplicar un tratamiento contable armonizado a las operaciones principales de los bancos centrales. En el cuadro 4 que figura al final de este artículo se presenta un resumen de las normas más importantes. Como puede observarse en el mismo, la Orientación Contable aborda las cuestiones contables más relevantes para los bancos centrales, y su objetivo no es solo establecer los principios, sino también clarificar las metodologías contables específicas que se deben aplicar<sup>16</sup>. El tratamiento contable de las operaciones secundarias se rige por la legisla-

ción local relativa al banco central, que puede remitir a las normas internacionales generalmente aceptadas. En el caso concreto del BCE, los principios de valoración establecidos en las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF)<sup>17</sup> se aplican en las áreas no contempladas en su propio marco jurídico<sup>18</sup>, salvo decisión en contrario del Consejo de Gobierno.

## 6 PRINCIPALES DIFERENCIAS CON LAS NORMAS INTERNACIONALES DE INFORMACIÓN FINANCIERA

En esta sección, se destacan las diferencias más significativas entre el marco contable del Eurosistema y las NIIF, que representan el marco que goza de mayor reconocimiento internacional<sup>19</sup>. Estas diferencias surgen de la necesidad de acomodar la naturaleza específica de las operaciones de los bancos centrales del Eurosistema dentro de las normas contables. Por consiguiente, aunque la Orientación Contable no difiere sustancialmente de las NIIF con respecto a las hipótesis contables básicas, su énfasis en el principio de prudencia genera divergencias fundamentales en las áreas de reconocimiento de ingresos y de dotación de provisiones.

De conformidad con las NIIF, los bancos centrales no podrían, necesariamente, crear los colchones financieros generales que precisarían para poder responder a una evolución adversa del mercado en el futuro. En primer lugar, en el marco de las NIIF (NIIF 9 y NIC 21), las ganancias no realizadas derivadas de la revalorización de instrumentos

14 Véase *Informe Anual, 2010*, BCE, abril de 2011, p. 237.

15 Véase el artículo 48 de los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del Banco Central Europeo (Estatutos del SEBC).

16 Uno de los inconvenientes que se perciben en relación con el marco de presentación de información del Eurosistema es la falta de normas obligatorias de revelación de información que puedan ser aplicadas en todo el Eurosistema; véase también el cuadro 3.

17 Estos principios se encuentran disponibles en el sitio web de la IFRS Foundation y del Consejo de Normas Internacionales de Contabilidad (IASB, en sus siglas en inglés): <http://www.ifrs.org>.

18 Véase la Decisión del BCE de 11 de noviembre de 2011 sobre las cuentas anuales del Banco Central Europeo (BCE/2010/21) (DO L 35, 9.2.2011, pp. 1-16).

19 En la sección se tiene en cuenta la nueva NIIF 9, emitida por el IASB en octubre de 2010, que actualmente sustituye a determinadas partes de la Norma Internacional de Contabilidad n.º 39 (NIC 39). Esta nueva norma acabará reemplazando en su totalidad a la NIC 39. Su aplicación en la UE está pendiente de aprobación.

**Cuadro 3 Diferencias principales entre el marco contable y de presentación de información del Eurosistema y las Normas Internacionales de Información Financiera**

Cuestión	Eurosistema	NIIF
Principales categorías para la clasificación de los instrumentos financieros	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Valores mantenidos hasta su vencimiento</li> <li>– Valores negociables distintos de los mantenidos hasta su vencimiento</li> <li>– Instrumentos de renta variable negociables</li> <li>– Acciones no líquidas y otros instrumentos de renta variable mantenidos como inversión permanente</li> <li>– Préstamos</li> <li>– Instrumentos fuera de balance</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Activos/pasivos financieros valorados a coste amortizado<sup>1)</sup></li> <li>– Activos/pasivos financieros valorados a valor razonable (NIIF 9)</li> </ul>
Valoración de las principales categorías de activos y pasivos financieros	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Valores mantenidos hasta su vencimiento e instrumentos no negociables, a coste amortizado, sujeto a pérdida de valor</li> <li>– Valores distintos de los mantenidos hasta su vencimiento e instrumentos de renta variable negociables, a precio de mercado</li> <li>– Acciones no líquidas y otros instrumentos de renta variable mantenidos como inversión permanente, a coste, sujeto a pérdida de valor</li> <li>– Préstamos, a valor nominal</li> <li>– Instrumentos fuera de balance, a valor de mercado</li> </ul>	Activos/pasivos financieros se valoran a coste amortizado o a valor razonable, según su clasificación (véanse las categorías de clasificación anteriores). Los activos financieros que se registran a coste amortizado están sujetos a deterioro de valor (NIIF 9)
Principales normas de reconocimiento de ingresos derivados de instrumentos financieros	<p>«Método asimétrico» para el reconocimiento de las ganancias y pérdidas derivadas de:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– Valores distintos de los mantenidos hasta su vencimiento</li> <li>– Instrumentos de renta variable negociables</li> <li>– Instrumentos fuera de balance</li> <li>– Los efectos de convertir las partidas monetarias a los tipos de cambio vigentes</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Las ganancias y pérdidas por valoración de «activos/pasivos financieros valorados a valor razonable» se reconocen en la cuenta de pérdidas y ganancias (NIIF 9)</li> <li>– Reconocimiento opcional en el patrimonio neto del resultado de la revalorización de acciones no mantenidas con fines de negociación (NIIF 9)</li> <li>– Partidas monetarias convertidas a tipos de cambio vigentes con cambios en la cuenta de resultados (NIC 21)</li> </ul>
Provisiones	Se pueden dotar provisiones genéricas para pérdidas esperadas si lo permite la legislación pertinente	Solo se pueden dotar provisiones en el caso de una obligación como resultado de un suceso pasado que se espera que obligue a desprenderse de recursos que incorporen beneficios económicos y cuyo importe puede estimarse de manera fiable (NIC 37)
Normas sobre la contabilización de coberturas	Las normas sobre contabilización de coberturas se limitan a la cobertura del riesgo de tipo de interés de los valores con derivados y a la cobertura de las posiciones en derechos especiales de giro (DEG) con las monedas de la cesta subyacente	Normas generales sobre la contabilización de coberturas en el caso de coberturas de valores razonables y de flujos de efectivo (todavía reguladas por la NIC 39)
Obligaciones de información relativa a los instrumentos financieros	Presentación de información armonizada en relación con las partidas de interés común para el BCE y los BCN (recomendada)	Requisitos detallados especificados en la NIIF 7
Componentes de los estados financieros	El estado de flujos de efectivo y el estado de otro resultado global no se preparan porque se considera que no ofrecen información adicional de importancia, dada la función de banco central del BCE y los BCN	La NIC 1 exige la presentación tanto del estado de flujos de efectivo como del estado de otro resultado global
Presentación (balance; cuenta de pérdidas y ganancias)	Orientada hacia el análisis de la política monetaria	Presentación genérica (NIC 1)

1) Un activo se incluye en esta categoría si se mantiene de acuerdo con un modelo de negocio cuyo objetivo es cobrar los flujos de efectivo contractuales, y si los plazos contractuales del activo generan pagos de principal y de intereses en fechas determinadas.

financieros (salvo que se registren a su coste amortizado) y las partidas en moneda extranjera se incluirían en el cálculo de los ingresos. En el caso del Eurosistema, esta práctica podría provocar una erosión de los recursos propios, dado que el beneficio distribuible de los BCN se determina normalmente sin condiciones como proporción de los beneficios presentados. En segundo lugar, las NIIF/NIC no permiten actualmente el reconocimiento en el balance de provisiones genéricas, prospectivas, para cubrir posibles pérdidas futuras («provisiones para tiempos difíciles»); de acuerdo con la NIC 37, solo puede reconocerse una provisión en el balance en circunstancias muy estrictas y específicas, a saber, «cuando a) la empresa tiene una obligación presente como resultado de un suceso pasado; b) es probable que la empresa tenga que desprenderse de recursos que incorporen beneficios económicos para cancelar tal obligación, y c) puede hacerse una estimación fiable del importe de la obligación»<sup>20</sup>.

Además, el marco contable y de presentación de información del Eurosistema y las NIIF difieren con respecto a la contabilización y los requisitos de presentación de información de otras partidas importantes. Las divergencias más significativas se encuentran en la contabilización de coberturas, los requisitos de clasificación y de información a revelar relativos a los instrumentos financieros, los componentes de los estados financieros y la presentación del balance.

En el cuadro 3, se presenta una síntesis de las diferencias más importantes entre el marco contable y de presentación de información del Eurosistema y las NIIF.

Como se indica en el citado cuadro, las normas contables del Eurosistema relativas a las operaciones principales de política monetaria difieren de las NIIF<sup>21</sup>. Asimismo, las normas de contabilidad generalmente aceptadas, como las NIIF, pueden ser una base adecuada para el tratamiento contable de las operaciones secundarias, como las relativas a los activos fijos o a las obligaciones por pensiones. De hecho, como se ha señalado anteriormente, el BCE, a efectos de sus propias cuentas anua-

les, sigue los principios de valoración de las NIIF<sup>22</sup> en aquellas áreas que no contempla su propio marco contable<sup>23</sup>.

## 7 ÚLTIMOS AVANCES EN EL MARCO CONTABLE

El marco contable del Eurosistema se ha modificado en los últimos años con el fin de dar cabida a las nuevas actividades realizadas por los bancos centrales del Eurosistema y de reflejar adecuadamente las operaciones de apoyo al crédito. Estas modificaciones han supuesto la incorporación de normas contables relativas a i) los instrumentos sintéticos<sup>24</sup>; ii) la cobertura del riesgo de tipo de interés de los valores, iii) la cobertura del riesgo de tipo de cambio de las posiciones en DEG; iv) las carteras de valores «mantenidos hasta su vencimiento», y v) una provisión del Eurosistema para cubrir el riesgo de crédito derivado de las operaciones de política monetaria.

La reciente decisión de introducir normas contables relativas a los instrumentos sintéticos y a la cobertura tanto del riesgo de tipo de interés de los valores y como del riesgo de tipo de cambio de las posiciones en DEG se adoptó en respuesta a la incorporación de nuevas técnicas de gestión de riesgos en los bancos centrales. Las nuevas normas contables, que permiten compensar las pérdidas y ganancias por valoración procedentes del elemento cubierto con las ganancias y pérdidas no realizadas que se derivan del instrumento de cobertura (o con los resultados de valoración de los instrumentos individuales

20 Véase el artículo 14 de la NIC 37 (disponible en el sitio web de la IFRS Foundation y del IASB: <http://www.ifrs.org>).

21 De igual modo, otros importantes bancos centrales aplican normas que se desvían de las normas generalmente aceptadas en sus jurisdicciones. Por ejemplo, los Bancos de la Reserva Federal siguen un conjunto de políticas contables diseñadas por la Junta de Gobernadores de la Reserva Federal, que difieren de los principios de contabilidad generalmente aceptados en Estados Unidos (US GAAP) –véase Board of Governors of the Federal Reserve System, *97th Annual Report 2010*, junio de 2011, p. 356.

22 Sin embargo, el BCE no está obligado a seguir las normas de presentación de información de las NIIF.

23 Véase el artículo 24 de la Decisión del BCE de 11 de noviembre de 2011 sobre las cuentas anuales del Banco Central Europeo (BCE/2010/21) (DO L 35, 9.2.2011, pp. 1-16).

24 Un instrumento sintético es un instrumento financiero creado artificialmente combinando dos o más instrumentos con el fin de imitar los flujos de efectivo y los patrones de valoración de otro instrumento.

combinados para formar un instrumento sintético), se han traducido en un mejor reflejo de la realidad económica y de las correspondientes prácticas de gestión de riesgos. Estas normas han ayudado a solucionar la diferencia de valoración que resultaría de la aplicación del método de valoración asimétrica del Eurosistema y del principio de «no compensación» individualmente al elemento cubierto y al instrumento de cobertura (o a los instrumentos individuales combinados para formar un instrumento sintético).

Las normas contables para los valores mantenidos hasta su vencimiento se han aplicado para contabilizar las carteras de valores adquiridos a efectos de la política monetaria. Estas carteras se registran en la partida 7.1 del activo del balance del Eurosistema y actualmente incluyen i) bonos emitidos por las entidades de crédito de la zona del euro adquiridos en el marco de los programas de adquisiciones de bonos garantizados, y ii) deuda pública adquirida en el marco del programa para los mercados de valores. El Consejo de Gobierno decidió mantener estos valores hasta su vencimiento y, por tanto, los cambios en su valor de mercado no se reflejan en el balance. Los valores mantenidos hasta su vencimiento son sometidos a una prueba de deterioro de valor una vez al año. Estas pruebas siguen la lógica del modelo de «pérdida incurrida», lo que significa que los importes recuperables solo se revisan si existe evidencia real (un «hecho desencadenante») de que podrían no ser reembolsados en su totalidad<sup>25</sup>.

En 2008, tras el incumplimiento de muchas de las entidades de contrapartida de la política monetaria del Eurosistema, el Consejo de Gobierno decidió, de acuerdo con el principio de prudencia, crear una provisión para cubrir el riesgo de contraparte<sup>26</sup>. Esta provisión es dotada por los BCN en proporción a su participación respectiva en el capital del BCE, establecida en la clave vigente el año del incumplimiento, y se reconoce de forma descentralizada en los registros de los BCN<sup>27</sup>. El nivel inicial de esta provisión (5,7 mm de euros) era igual a la posible insuficiencia obtenida de la diferencia entre el valor de mercado de los activos de garantía pignorados y el valor de los créditos vivos en ese

momento. Desde su constitución, el importe de la provisión se ha revisado anualmente y se ha ajustado teniendo en cuenta la venta de los correspondientes activos de garantía y las perspectivas de recuperación. Los BCN registran su parte correspondiente de la provisión en sus cuentas anuales, específicamente en la rúbrica «Provisiones» del balance<sup>28</sup>. El nivel de la provisión disminuyó a 0,9 mm de euros al cierre de 2011, y la provisión se utilizará, en última instancia, cuando se complete la venta de los activos de garantía.

## 8 CONCLUSIÓN

El marco contable del Eurosistema y su régimen de información financiera sirven de vehículo para comunicar con transparencia la situación financiera del Eurosistema a las partes interesadas, y se han adaptado a lo largo del tiempo para reflejar las nuevas operaciones del Eurosistema y para satisfacer las necesidades de los interesados. Las normas armonizadas permiten la consolidación de los estados financieros individuales de los bancos centrales participantes. Los principios contables utilizados en la preparación de los balances están

25 En este contexto, conviene señalar que los responsables de fijar las normas en la IFRS Foundation y el IASB están considerando pasar a lo que se conoce como el modelo de «pérdidas esperadas», que no requiere que ocurra un hecho desencadenante para poder reconocer las pérdidas crediticias. De acuerdo con este nuevo método, las pérdidas esperadas se reconocerían, en su totalidad o en parte, ya desde el principio, cuando se adquiere el activo. Es cuestionable si este nuevo método sería adecuado para los bancos centrales que adquieren valores para prestar apoyo a determinados segmentos del mercado: el reconocimiento inmediato de las posibles pérdidas procedentes de dichos activos podría hacer que se percibiera equivocadamente que esas medidas de política son ineficaces y, por tanto, podría poner en peligro el objetivo de la intervención.

26 Véase también la nota de prensa del 5 de marzo de 2009 (disponible en el sitio web del BCE: <http://www.ecb.europa.eu>).

27 De conformidad con el artículo 32.4 de los Estatutos del SEBC, cualquier pérdida en que se incurriera debería ser soportada en su totalidad, en última instancia, por los BCN del Eurosistema en proporción a su participación en la clave de capital del BCE existente en el ejercicio del incumplimiento.

28 Además, los créditos correspondientes frente a las entidades de contrapartida en situación de incumplimiento han sido reclasificados, es decir, transferidos de la partida «Préstamos en euros concedidos a entidades de crédito de la zona del euro en relación con operaciones de política monetaria» a la partida «Otros activos», ambas del activo (véase el estado financiero consolidado del Eurosistema a 6 de marzo de 2009, disponible en el sitio web del BCE: <http://www.ecb.europa.eu>).

diseñados de forma que se considera adecuada- mente la naturaleza específica del Eurosistema: los balances de los bancos centrales les exponen a riesgos considerables, mientras que su capacidad institucional para controlar la distribución de beneficios varía en función de la jurisdicción. En

estas circunstancias, el marco contable y de presentación de información del Eurosistema, que pone énfasis en el principio de prudencia, constituye una base apropiada para ayudar a mantener la solidez financiera y la independencia financiera del Eurosistema.

**Cuadro 4 Síntesis de las principales normas contables del Eurosistema**

Cuestión	Orientación
Frecuencia de las revalorizaciones del oro, los instrumentos en moneda extranjera, los valores (distintos de los mantenidos hasta su vencimiento) y otros instrumentos financieros	Trimestral, aunque se permite una frecuencia mayor para fines internos.
Información de los movimientos de efectivo	Las partidas del balance se presentan a su valor de adquisición en la información financiera diaria. Las periodificaciones se reflejan en «Otros activos» y «Otros pasivos». Los resultados de valoración se reconocen solo al final del trimestre.
Estructura de los informes financieros del Eurosistema	Los informes del Eurosistema se definen en los anexos V a VII de la Orientación Contable. Los modelos recomendados de balance y de cuenta de pérdidas y ganancias de los bancos nacionales se detallan en los anexos VIII y IX.
Principio de no compensación de las revalorizaciones	La revalorización de las operaciones en moneda extranjera se efectúa divisa a divisa, y la de los valores se realiza referencia por referencia, es decir, con el mismo código ISIN.
Cobertura de tenencias de DEG	Las tenencias de DEG y las tenencias de divisas individuales designadas para la cesta del DEG se tratan como una única tenencia.
Cobertura del riesgo de tipo de interés de los valores mediante derivados	Se limita a las microcoberturas de un valor o de un grupo de valores con características similares, siempre que exista documentación adecuada de la relación de cobertura.
Venta de valores mantenidos hasta su vencimiento	Los valores mantenidos hasta su vencimiento pueden venderse i) si la cantidad objeto de venta no es significativa; ii) si la venta de los valores se produce un mes antes de la fecha de vencimiento, o iii) en circunstancias excepcionales, tales como un deterioro significativo de la solvencia del emisor, o tras una decisión del Consejo de Gobierno.
Instrumentos sintéticos	Se obtienen los saldos netos al final del ejercicio de las pérdidas y ganancias no realizadas de los instrumentos combinados para formar un instrumento sintético.
Billetes en circulación	En la Orientación Contable (artículo 12), se describe el método contable explícito.
Criterios de valoración de los activos y pasivos financieros	Se especifican en el anexo IV de la Orientación Contable (véase también el cuadro 3).
Reconocimiento de ingresos	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Las ganancias y las pérdidas realizadas se imputan a la cuenta de pérdidas y ganancias, calculándose con referencia al coste medio.</li> <li>– Las ganancias y las pérdidas no realizadas están sujetas al «método asimétrico» y al principio de «no compensación».</li> <li>– Las pérdidas por deterioro de valor se reconocen en la cuenta de pérdidas y ganancias.</li> </ul>
Tratamiento de las cesiones temporales	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Las cesiones temporales se registran como depósitos con garantía en el pasivo del balance, y los valores entregados como garantía permanecen en el activo del balance.</li> <li>– Las adquisiciones temporales se registran como préstamos con garantía en el activo del balance, y los valores recibidos en garantía no se registran en el balance.</li> </ul>

Cuestión	Orientación
Primas y descuentos	Se presentan como ingresos/gastos por intereses y se amortizan a lo largo de la vida residual de los valores, bien conforme al método lineal, bien conforme al método de la tasa de rendimiento interno, que será obligatorio cuando se trate de valores a descuento con un plazo de vencimiento de más de un año.
Frecuencia de cálculo y registro de los intereses devengados	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Los intereses devengados por instrumentos financieros denominados en moneda extranjera se calculan diariamente, aplicando los tipos de cambio vigentes, y se registran en la posición de la moneda correspondiente.</li> <li>– Los intereses devengados por instrumentos financieros denominados en euros se registran al menos trimestralmente.</li> <li>– Los intereses devengados correspondientes a otras partidas se registran al menos una vez al año.</li> </ul>
Ganancias y pérdidas realizadas por diferencias de cambio	Surgen como consecuencia de salidas de divisas, es decir, reducciones de la posición en divisas.
Coste de las operaciones	Se emplea el método del coste medio para el oro, los instrumentos en moneda extranjera y los valores. La Orientación Contable contiene normas de cálculo detalladas para cada categoría.
Operaciones en moneda extranjera	Se registran fuera del balance en la fecha de contratación y se incluyen en la posición neta en divisas para calcular las ganancias y las pérdidas realizadas y no realizadas. La diferencia entre los tipos al contado y a plazo se periodifica a lo largo de la duración del contrato a plazo.
Instrumentos de tipos de interés fuera del balance y opciones	Se registran en la fecha de contratación y se revalorizan individualmente, tratándose por separado de las partidas del balance. Las pérdidas y ganancias se reconocen aplicando el «método asimétrico».
Revalorización de activos y pasivos al incorporarse en la zona del euro	Todos los activos y pasivos se revalorizan cuando se adopta el euro. Se recomienda que las ganancias por valoración resultantes no se consideren inmediatamente distribuibles.

# ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO



# ÍNDICE<sup>1</sup>

## 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	<b>S6</b>
1.2	Tipos de interés oficiales del BCE	<b>S7</b>
1.3	Operaciones de política monetaria del Eurosistema adjudicadas mediante subastas	<b>S8</b>
1.4	Estadísticas de reservas mínimas y de liquidez	<b>S9</b>

## 2 DINERO, SISTEMA BANCARIO Y OTRAS INSTITUCIONES FINANCIERAS

2.1	Balance agregado de las IFM de la zona del euro	<b>S10</b>
2.2	Balance consolidado de las IFM de la zona del euro	<b>S11</b>
2.3	Estadísticas monetarias	<b>S12</b>
2.4	Detalle de los préstamos concedidos por las IFM	<b>S14</b>
2.5	Detalle de los depósitos mantenidos en las IFM	<b>S17</b>
2.6	Detalle de los valores en poder de las IFM	<b>S20</b>
2.7	Detalle por monedas de algunas partidas del balance de las IFM	<b>S21</b>
2.8	Balance agregado de los fondos de inversiones de la zona del euro	<b>S22</b>
2.9	Detalle de valores mantenidos por los fondos de inversión, por emisores	<b>S23</b>
2.10	Balance agregado de las sociedades instrumentales dedicadas a operaciones de titulización de la zona del euro	<b>S24</b>
2.11	Balance agregado de las empresas de seguros y los fondos de pensiones de la zona del euro	<b>S25</b>

## 3 CUENTAS DE LA ZONA DEL EURO

3.1	Cuentas económicas y financieras integradas por sectores institucionales	<b>S26</b>
3.2	Cuentas no financieras de la zona del euro	<b>S30</b>
3.3	Hogares	<b>S32</b>
3.4	Sociedades no financieras	<b>S33</b>
3.5	Empresas de seguros y fondos de pensiones	<b>S34</b>

## 4 MERCADOS FINANCIEROS

4.1	Valores distintos de acciones por plazo a la emisión, residencia del emisor y moneda	<b>S35</b>
4.2	Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro por sector emisor y tipo de instrumento	<b>S36</b>
4.3	Tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro	<b>S38</b>
4.4	Acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro	<b>S40</b>
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	<b>S42</b>
4.6	Tipos de interés del mercado monetario	<b>S44</b>
4.7	Curvas de rendimientos de la zona del euro	<b>S45</b>
4.8	Índices bursátiles	<b>S46</b>

## 5 PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

5.1	IAPC, otros precios y costes	<b>S47</b>
5.2	Producto y demanda	<b>S50</b>
5.3	Mercado de trabajo	<b>S54</b>

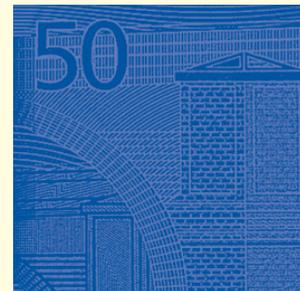
<sup>1</sup> Puede solicitarse más información a través de [statistics@ecb.europa.eu](mailto:statistics@ecb.europa.eu). Véase el apartado Statistical Data Warehouse, en la sección Statistics de la dirección del BCE en Internet (<http://sdw.ecb.europa.eu>), para series de datos más largas y detalladas.

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

---

#### **Símbolos utilizados en los cuadros**

“-”	Inexistencia del fenómeno considerado/ dato no aplicable
“.”	Dato no disponible por el momento
“...”	Cero o no significativo
“mm”	10 <sup>9</sup>
(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 <sup>1)</sup>

	M1 <sup>2)</sup>	M2 <sup>2)</sup>	M3 <sup>2),3)</sup>	M3 <sup>2),3)</sup> Media móvil de 3 meses (centrada)	Préstamos de las IFM a residentes en la zona del euro, excluidas IFM y AAPP <sup>2)</sup>	Valores distintos de acciones emitidos en euros por insti- tuciones distintas de IFM <sup>2)</sup>	Tipo de interés a 3 meses (euríbor; porcentaje; medias del período)	Tipo al contado a 10 años (porcentaje; fin de período) <sup>4)</sup>
	1	2	3	4	5	6	7	8
2010	8,5	1,8	0,5	-	0,6	4,2	0,81	3,36
2011	2,0	2,3	2,2	-	2,4	1,0	1,39	2,65
2011 II	1,7	2,4	2,1	-	2,6	1,4	1,42	3,41
III	1,4	2,3	2,4	-	2,5	0,6	1,56	2,48
IV	1,9	2,1	2,3	-	2,0	-0,2	1,50	2,65
2012 I	.	.	.	-	.	.	1,04	2,60
2011 Oct	1,7	1,9	2,6	2,5	2,7	0,6	1,58	2,79
Nov	2,1	2,1	1,9	2,0	1,7	-1,0	1,48	3,07
Dic	1,7	1,8	1,6	2,0	1,0	-0,4	1,43	2,65
2012 Ene	2,1	2,3	2,5	2,3	1,1	0,4	1,22	2,67
Feb	2,5	2,8	2,8	.	0,7	.	1,05	2,59
Mar	.	.	.	.	.	.	0,86	2,60

### 2. Precios, producto, demanda y mercado de trabajo <sup>5)</sup>

	IAPC <sup>1)</sup>	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
2010	1,6	2,9	1,5	1,9	7,3	76,7	-0,5	10,1
2011	2,7	5,9	2,8	1,5	3,5	80,4	0,1	10,2
2011 II	2,8	6,3	3,3	1,6	4,0	80,9	0,4	10,0
III	2,7	5,9	2,6	1,3	3,9	80,0	0,2	10,2
IV	2,9	5,1	2,8	0,7	-0,2	79,8	-0,2	10,5
2011 Oct	3,0	5,5	-	-	0,9	79,6	-	10,4
Nov	3,0	5,4	-	-	0,0	-	-	10,5
Dic	2,7	4,3	-	-	-1,6	-	-	10,6
2012 Ene	2,7	3,8	-	-	-1,5	80,0	-	10,7
Feb	2,7	3,6	-	-	.	-	-	10,8
Mar	2,6	.	-	-	.	-	-	.

### 3. Estadísticas del sector exterior

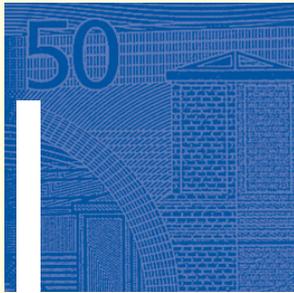
(mm de euros, salvo indicación en contrario)

	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 <sup>6)</sup> (índice: 1999 I = 100)		Tipo de cambio dólar estado- unido/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
2010	-36,7	12,9	98,1	591,2	-13,4	120,4	103,6	101,6	1,3257
2011	-19,6	5,0	224,9	667,1	.	.	103,4	100,7	1,3920
2011 II	-20,4	-3,0	121,2	580,9	-14,1	119,5	105,2	102,6	1,4391
III	0,6	3,1	21,1	646,6	-13,8	123,1	103,5	100,6	1,4127
IV	27,9	17,9	-36,1	667,1	.	.	102,1	99,5	1,3482
2012 I	.	.	.	.	.	.	99,5	96,9	1,3108
2011 Oct	4,1	1,7	-34,1	651,6	.	.	103,0	100,3	1,3706
Nov	4,1	6,7	-6,5	683,4	.	.	102,6	99,9	1,3556
Dic	19,7	9,5	4,5	667,1	.	.	100,8	98,2	1,3179
2012 Ene	-12,1	-10,1	-53,1	702,4	.	.	98,9	96,3	1,2905
Feb	.	.	.	696,4	.	.	99,6	97,2	1,3224
Mar	.	.	.	.	.	.	99,8	97,4	1,3201

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

	2 marzo 2012	9 marzo 2012	16 marzo 2012	23 marzo 2012
<b>Oro y derechos en oro</b>	423.445	423.449	423.449	423.450
<b>Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro</b>	246.981	246.978	246.561	247.482
<b>Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro</b>	72.110	70.367	71.354	70.758
<b>Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro</b>	23.269	20.363	18.018	18.645
<b>Préstamos en euros concedidos a entidades de crédito de la zona del euro</b>	1.130.352	1.118.273	1.149.485	1.155.888
Operaciones principales de financiación	29.469	17.541	42.178	59.543
Operaciones de financiación a plazo más largo	1.100.076	1.100.076	1.095.505	1.095.505
Operaciones temporales de ajuste	0	0	0	0
Operaciones temporales estructurales	0	0	0	0
Facilidad marginal de crédito	783	632	11.784	834
Préstamos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	24	23	17	6
<b>Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro</b>	59.261	57.880	55.269	57.708
<b>Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro</b>	631.714	631.122	630.446	626.257
Valores mantenidos con fines de política monetaria	284.080	283.011	283.399	279.344
Otros valores	347.633	348.112	347.047	346.913
<b>Créditos en euros a las Administraciones Públicas</b>	31.176	31.176	31.176	31.176
<b>Otros activos</b>	404.851	406.174	360.536	351.486
<b>Total activo</b>	<b>3.023.159</b>	<b>3.005.782</b>	<b>2.986.294</b>	<b>2.982.849</b>

### 2. Pasivo

	2 marzo 2012	9 marzo 2012	16 marzo 2012	23 marzo 2012
<b>Billetes en circulación</b>	870.556	870.605	869.106	867.063
<b>Depósitos en euros mantenidos por entidades de crédito de la zona del euro</b>	1.148.864	1.132.702	1.109.076	1.092.866
Cuentas corrientes (incluidas las reservas mínimas)	91.402	97.943	132.173	89.273
Facilidad de depósito	820.819	797.953	758.754	785.393
Depósitos a plazo	219.500	219.500	218.000	218.000
Operaciones temporales de ajuste	0	0	0	0
Depósitos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	17.143	17.305	150	201
<b>Otros pasivos en euros con entidades de crédito de la zona del euro</b>	7.368	7.355	1.529	1.645
<b>Certificados de deuda emitidos</b>	0	0	0	0
<b>Depósitos en euros de otros residentes en la zona del euro</b>	147.146	145.954	152.956	167.925
<b>Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro</b>	90.890	92.293	93.408	90.704
<b>Pasivos en moneda extranjera con residentes en la zona del euro</b>	4.413	3.910	3.901	3.099
<b>Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro</b>	7.861	7.800	7.376	8.696
<b>Contrapartida de los derechos especiales de giro asignados por el FMI</b>	55.942	55.942	55.942	55.942
<b>Otros pasivos</b>	213.100	212.191	215.971	217.875
<b>Cuentas de revalorización</b>	394.029	394.029	394.029	394.029
<b>Capital y reservas</b>	82.990	83.000	83.000	83.004
<b>Total pasivo</b>	<b>3.023.159</b>	<b>3.005.782</b>	<b>2.986.294</b>	<b>2.982.849</b>

Fuente: BCE.

**1.2 Tipos de interés oficiales del BCE**

(niveles en porcentaje; variaciones en puntos porcentuales)

	Con efectos desde: <sup>1)</sup>	Facilidad de depósito		Operaciones principales de financiación			Facilidad marginal de crédito		
				Subastas a tipo fijo		Subastas a tipo variable			
		Tipo fijo	Tipo mínimo de puja	Variación	Nivel	Nivel	Variación	Nivel	Variación
		1	2		3	4		5	6
1999	1 Ene	2,00	-	3,00	-	-	4,50	-	
	4 <sup>2)</sup>	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 <sup>3)</sup>	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 <sup>4)</sup>	3,25	0,50	-	-	-	4,25	-0,50	
	15 <sup>5)</sup>	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	
	9 Nov	0,50	-0,25	1,25	-	-0,25	2,00	-0,25	
	14 Dic	0,25	-0,25	1,00	-	-0,25	1,75	-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 <sup>1), 2)</sup>

(millones de euros; tipos de interés en porcentaje)

#### 1. Operaciones principales de financiación y de financiación a plazo más largo <sup>3)</sup>

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 <sup>4)</sup>	
1	2	3	4	5	6	7	8	
<b>Operaciones principales de financiación</b>								
2011 28 Dic	144.755	171	144.755	1,00	-	-	-	7
2012 4 Ene	130.622	138	130.622	1,00	-	-	-	7
11	110.923	131	110.923	1,00	-	-	-	7
18	126.877	143	126.877	1,00	-	-	-	7
25	130.317	136	130.317	1,00	-	-	-	7
1 Feb	115.579	135	115.579	1,00	-	-	-	7
8	109.462	135	109.462	1,00	-	-	-	7
15	142.751	160	142.751	1,00	-	-	-	7
22	166.490	169	166.490	1,00	-	-	-	7
29	29.469	83	29.469	1,00	-	-	-	7
7 Mar	17.541	65	17.541	1,00	-	-	-	7
14	42.178	75	42.178	1,00	-	-	-	7
21	59.543	78	59.543	1,00	-	-	-	7
28	61.078	81	61.078	1,00	-	-	-	7
4 Abr	62.625	80	62.625	1,00	-	-	-	7
<b>Operaciones de financiación a plazo más largo</b>								
2011 9 Nov	55.547	47	55.547	1,25	-	-	-	35
1 Dic	38.620	108	38.620	1,26	-	-	-	91
14	41.150	42	41.150	1,00	-	-	-	35
22 <sup>5)</sup>	29.741	72	29.741	.	-	-	-	98
22 <sup>5)6)</sup>	489.191	523	489.191	.	-	-	-	1.134
2012 18 Ene	38.734	44	38.734	1,00	-	-	-	28
26 <sup>5)</sup>	19.580	54	19.580	.	-	-	-	91
15 Feb	14.325	18	14.325	1,00	-	-	-	28
1 Mar <sup>5)</sup>	6.496	30	6.496	.	-	-	-	91
1 <sup>5)6)</sup>	529.531	800	529.531	.	-	-	-	1.092
14	9.754	19	9.754	1,00	-	-	-	28
29	25.127	48	25.127	.	-	-	-	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 fijo	Tipo mínimo de puja	Tipo máximo de puja	Tipo marginal <sup>4)</sup>	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
2011 28 Dic	Captación de depósitos a plazo fijo	263.336	95	211.000	-	-	1,00	0,89	0,56	7
2012 4 Ene	Captación de depósitos a plazo fijo	336.926	134	211.500	-	-	1,00	0,44	0,36	7
11	Captación de depósitos a plazo fijo	376.720	131	213.000	-	-	1,00	0,34	0,32	7
18	Captación de depósitos a plazo fijo	377.640	118	217.000	-	-	1,00	0,31	0,29	7
25	Captación de depósitos a plazo fijo	345.649	113	219.000	-	-	1,00	0,30	0,28	7
1 Feb	Captación de depósitos a plazo fijo	325.503	100	219.000	-	-	1,00	0,28	0,27	7
8	Captación de depósitos a plazo fijo	344.328	97	219.000	-	-	1,00	0,28	0,27	7
15	Captación de depósitos a plazo fijo	351.861	97	219.500	-	-	1,00	0,28	0,27	7
22	Captación de depósitos a plazo fijo	372.243	91	219.500	-	-	1,00	0,27	0,27	7
29	Captación de depósitos a plazo fijo	331.939	79	219.500	-	-	1,00	0,27	0,26	7
7 Mar	Captación de depósitos a plazo fijo	452.118	106	219.500	-	-	1,00	0,26	0,26	7
14	Captación de depósitos a plazo fijo	437.434	91	218.000	-	-	1,00	0,26	0,26	7
21	Captación de depósitos a plazo fijo	429.702	92	218.000	-	-	1,00	0,26	0,26	7
28	Captación de depósitos a plazo fijo	322.943	82	213.500	-	-	1,00	0,26	0,26	7
4 Abr	Captación de depósitos a plazo fijo	415.044	78	213.500	-	-	1,00	0,26	0,26	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.
- 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, 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 iniciadas se han redondeado a dos decimales. Para conocer el método de cálculo preciso, consúltense las Notas Técnicas.
- Al cabo de un año las entidades de contrapartida tendrán la posibilidad de devolver total o parcialmente la liquidez recibida en esta operación, en cualquier fecha que coincida con la fecha de liquidación de la operación principal de financiación.

**1.4 Estadísticas de reservas mínimas y de liquidez**

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

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

Pasivos computables en (fin de período):	Total	Pasivos a los que se les aplica un coeficiente de reservas positivo <sup>1)</sup>			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	
2007	17.394,7	9.438,8	815,0	2.143,1	1.364,0	3.633,9	
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	
2011 Sep	19.247,9	9.761,9	650,5	2.808,3	1.576,5	4.450,7	
Oct	19.126,2	9.718,9	657,4	2.788,5	1.562,7	4.398,7	
Nov	19.073,0	9.708,5	673,6	2.776,0	1.509,5	4.405,4	
Dic	18.970,0	9.790,9	687,7	2.781,2	1.303,5	4.406,8	
2012 Ene	19.111,6	9.901,2	684,7	2.784,2	1.343,8	4.397,7	

**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
2008	217,2	218,7	1,5	0,0	3,25
2009	210,2	211,4	1,2	0,0	1,00
2010	211,8	212,5	0,7	0,5	1,00
2011	207,7	212,2	4,5	0,0	1,25
2011 8 Nov	206,2	208,9	2,8	0,0	1,50
13 Dic	207,7	212,2	4,5	0,0	1,25
2012 17 Ene	207,0	212,3	5,3	0,0	1,00
14 Feb	103,3	108,1	4,7	0,0	1,00
13 Mar	104,3	108,9	4,6	0,0	1,00
10 Abr	105,4	.	.	.	.

**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											
	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 <sup>2)</sup>	Facilidad de depósito	Otras operaciones de absorción de liquidez <sup>3)</sup>	Billetes en circulación	Depósitos de la Administración Central en el Eurosistema	Otros factores (neto)		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2008	580,5	337,3	457,2	2,7	0,0	200,9	4,9	731,1	107,8	114,3	218,7	1.150,7
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
2011	622,1	238,0	389,0	4,4	260,3	253,7	200,5	869,4	63,8	-85,9	212,2	1.335,3
2011 11 Oct	571,0	193,0	373,6	1,5	217,4	168,7	162,9	854,9	50,0	-88,5	208,7	1.232,2
8 Nov	612,1	196,1	387,1	2,8	231,9	204,6	178,0	861,4	57,9	-80,8	208,9	1.274,8
13 Dic	622,1	238,0	389,0	4,4	260,3	253,7	200,5	869,4	63,8	-85,9	212,2	1.335,3
2012 17 Ene	683,9	169,4	627,3	6,0	278,6	399,3	210,8	883,7	67,7	-8,7	212,3	1.495,3
14 Feb	698,3	120,6	683,6	2,3	282,4	489,0	218,5	870,1	100,1	1,6	108,1	1.467,1
13 Mar	688,2	89,1	860,1	2,2	288,1	621,0	219,5	868,8	129,0	-19,4	108,9	1.598,6

Fuente: BCE.

- 1) A partir del período de mantenimiento que comenzó el 18 de enero de 2012 se aplica un coeficiente del 1%. En todos los períodos de mantenimiento anteriores se aplica un coeficiente del 2%.
- 2) 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.
- 3) 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 <sup>1)</sup>

(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 <sup>2)</sup>	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 <sup>3)</sup>
		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
<b>Eurosistema</b>														
2010	3.212,4	1.551,0	18,6	0,9	1.531,5	574,4	463,8	9,4	101,2	-	18,1	684,1	8,5	376,3
2011	4.700,3	2.728,5	18,0	1,0	2.709,5	716,9	600,3	10,9	105,7	-	19,9	779,2	8,6	447,3
2011 III	3.928,6	2.043,3	18,0	1,0	2.024,4	659,9	544,3	10,9	104,7	-	17,9	767,4	8,7	431,3
IV	4.700,3	2.728,5	18,0	1,0	2.709,5	716,9	600,3	10,9	105,7	-	19,9	779,2	8,6	447,3
2011 Nov	4.329,7	2.383,6	18,0	1,0	2.364,7	691,8	576,5	10,9	104,3	-	18,4	784,5	8,8	442,7
Dic	4.700,3	2.728,5	18,0	1,0	2.709,5	716,9	600,3	10,9	105,7	-	19,9	779,2	8,6	447,3
2012 Ene	4.740,8	2.762,7	18,0	1,0	2.743,7	731,3	614,7	11,0	105,6	-	20,7	809,4	8,1	408,6
Feb <sup>4)</sup>	4.821,7	2.789,0	18,0	1,0	2.770,0	738,0	620,7	11,2	106,2	-	21,0	803,2	8,0	462,4
<b>IFM, excluido el Eurosistema</b>														
2010	32.199,5	17.765,0	1.221,8	11.026,0	5.517,1	4.938,6	1.524,2	1.528,6	1.885,8	59,9	1.233,1	4.321,5	223,5	3.657,9
2011	33.542,8	18.488,0	1.160,0	11.162,1	6.166,0	4.766,9	1.397,5	1.517,9	1.851,5	50,2	1.213,5	4.252,7	233,2	4.538,2
2011 III	33.658,0	18.445,6	1.145,8	11.296,0	6.003,8	4.674,0	1.415,5	1.458,8	1.799,8	58,4	1.229,9	4.422,2	230,3	4.597,6
IV	33.542,8	18.488,0	1.160,0	11.162,1	6.166,0	4.766,9	1.397,5	1.517,9	1.851,5	50,2	1.213,5	4.252,7	233,2	4.538,2
2011 Nov	33.393,4	18.538,6	1.144,3	11.251,7	6.142,6	4.710,5	1.381,8	1.523,8	1.805,0	56,3	1.228,2	4.278,0	231,5	4.350,3
Dic	33.542,8	18.488,0	1.160,0	11.162,1	6.166,0	4.766,9	1.397,5	1.517,9	1.851,5	50,2	1.213,5	4.252,7	233,2	4.538,2
2012 Ene	33.722,7	18.508,6	1.156,3	11.195,0	6.157,3	4.839,8	1.448,2	1.521,4	1.870,2	51,7	1.231,7	4.232,7	231,0	4.627,3
Feb <sup>4)</sup>	33.721,8	18.483,3	1.140,5	11.164,3	6.178,6	4.928,4	1.496,7	1.528,4	1.903,3	55,8	1.225,3	4.210,8	224,9	4.593,2

### 2. Pasivo

	Total	Efectivo en circulación	Depósitos de residentes en la zona del euro				Participaciones emitidas por fondos del mercado monetario <sup>4)</sup>	Valores distintos de acciones y participaciones <sup>5)</sup>	Capital y reservas	Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro	Resto de pasivos <sup>3)</sup>
			Total	Administración Central	Otras AAPP y otros sectores residentes	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Eurosistema</b>											
2010	3.212,4	863,7	1.394,8	68,0	8,7	1.318,1	-	0,0	428,5	153,8	371,7
2011	4.700,3	913,7	2.609,0	63,8	12,1	2.533,1	-	0,0	481,2	287,7	408,7
2011 III	3.928,6	882,1	1.984,0	50,1	6,6	1.927,3	-	0,0	475,8	189,4	397,3
IV	4.700,3	913,7	2.609,0	63,8	12,1	2.533,1	-	0,0	481,2	287,7	408,7
2011 Nov	4.329,7	892,7	2.367,8	60,9	12,0	2.294,9	-	0,0	489,4	178,2	401,8
Dic	4.700,3	913,7	2.609,0	63,8	12,1	2.533,1	-	0,0	481,2	287,7	408,7
2012 Ene	4.740,8	893,6	2.666,9	108,7	9,8	2.548,4	-	0,0	521,5	243,3	415,5
Feb <sup>4)</sup>	4.821,7	892,1	2.752,7	135,6	12,4	2.604,6	-	0,0	526,3	241,2	409,3
<b>IFM, excluido el Eurosistema</b>											
2010	32.199,5	-	16.497,6	196,2	10.526,4	5.774,9	612,3	4.847,4	2.045,5	4.218,2	3.978,5
2011	33.542,8	-	17.267,2	195,5	10.752,4	6.319,3	570,5	5.008,1	2.233,8	3.803,1	4.660,1
2011 III	33.658,0	-	17.079,3	211,4	10.783,5	6.084,4	607,5	4.955,3	2.203,5	4.027,3	4.785,0
IV	33.542,8	-	17.267,2	195,5	10.752,4	6.319,3	570,5	5.008,1	2.233,8	3.803,1	4.660,1
2011 Nov	33.393,4	-	17.113,4	203,8	10.726,0	6.183,6	603,2	4.943,7	2.204,2	3.970,2	4.558,8
Dic	33.542,8	-	17.267,2	195,5	10.752,4	6.319,3	570,5	5.008,1	2.233,8	3.803,1	4.660,1
2012 Ene	33.722,7	-	17.257,8	210,5	10.764,2	6.283,1	547,6	5.015,9	2.257,9	3.859,2	4.784,4
Feb <sup>4)</sup>	33.721,8	-	17.287,9	206,8	10.776,4	6.304,8	530,5	5.041,4	2.265,4	3.839,1	4.757,4

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.
- 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».
- 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».

**2.2 Balance consolidado de las IFM de la zona del euro <sup>1)</sup>**

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

**1. Activo**

	Total	Préstamos y créditos a residentes en la zona del euro			Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro			Acciones y particip. emitidas por otros residentes en la zona del euro	Activos frente a no residentes en la zona del euro	Activo fijo	Resto de activos <sup>2)</sup>
		Total	AAPP	Otros residentes en la zona del euro	Total	AAPP	Otros residentes en la zona del euro				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Saldos vivos											
2010	25.809,9	12.267,4	1.240,4	11.027,0	3.526,1	1.988,0	1.538,1	799,9	5.005,6	232,0	3.979,1
2011	26.809,8	12.341,0	1.178,0	11.163,1	3.526,5	1.997,8	1.528,7	739,1	5.032,0	241,8	4.929,4
2011 III	27.049,2	12.460,8	1.163,8	11.296,9	3.429,4	1.959,8	1.469,6	752,4	5.189,5	239,0	4.978,0
2011 IV	26.809,8	12.341,0	1.178,0	11.163,1	3.526,5	1.997,8	1.528,7	739,1	5.032,0	241,8	4.929,4
2011 Nov	26.706,3	12.415,0	1.162,3	11.252,7	3.493,0	1.958,3	1.534,7	753,9	5.062,5	240,2	4.741,7
2011 Dic	26.809,8	12.341,0	1.178,0	11.163,1	3.526,5	1.997,8	1.528,7	739,1	5.032,0	241,8	4.929,4
2012 Ene	26.979,6	12.370,3	1.174,3	11.196,0	3.595,3	2.062,9	1.532,4	747,6	5.042,1	239,1	4.985,2
2012 Feb <sup>(p)</sup>	26.979,0	12.323,7	1.158,5	11.165,2	3.656,9	2.117,4	1.539,6	745,4	5.014,0	233,0	5.006,0
Operaciones											
2010	596,3	412,8	206,3	206,5	142,3	144,8	-2,5	5,7	-112,3	2,4	145,3
2011	1.014,7	48,6	-58,8	107,4	143,8	162,9	-19,1	-33,0	-32,4	8,1	879,1
2011 III	1.382,0	46,0	-6,9	52,9	30,5	36,9	-6,4	-23,2	22,4	1,6	1.304,6
2011 IV	-253,4	-103,4	13,5	-116,9	95,5	56,6	38,9	-14,3	-174,0	3,8	-61,4
2011 Nov	-72,4	-20,5	-1,3	-19,2	43,7	40,0	3,7	5,5	-64,0	0,6	-37,7
2011 Dic	71,2	-82,9	15,1	-98,0	11,3	17,3	-6,0	-15,0	-20,2	2,6	174,9
2012 Ene	237,6	37,2	-3,0	40,2	72,6	64,0	8,6	9,1	19,2	-3,7	103,3
2012 Feb <sup>(p)</sup>	56,4	-36,2	-16,2	-20,0	55,0	48,5	6,5	-1,1	21,6	-5,4	22,6

**2. Pasivo**

	Total	Efectivo en circulación	Depósitos de la Administración Central	Depósitos de otras AAPP otros sectores y residentes	Participaciones emitidas por fondos del mercado monetario <sup>3)</sup>	Valores distintos de acciones y participaciones <sup>4)</sup>	Capital y reservas	Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro	Resto de pasivos <sup>2)</sup>	Discrepancias de pasivos entre IFM con respecto a los activos
Saldos vivos										
2010	25.809,9	808,6	264,2	10.535,1	552,4	2.860,4	2.022,6	4.372,0	4.350,2	44,4
2011	26.809,8	857,5	259,3	10.764,5	520,3	3.050,8	2.220,8	4.090,8	5.068,8	-23,0
2011 III	27.049,2	831,2	261,5	10.790,1	549,0	3.050,8	2.183,9	4.216,8	5.182,4	-16,5
2011 IV	26.809,8	857,5	259,3	10.764,5	520,3	3.050,8	2.220,8	4.090,8	5.068,8	-23,0
2011 Nov	26.706,3	841,4	264,6	10.738,0	546,9	3.034,3	2.200,9	4.148,3	4.960,6	-28,8
2011 Dic	26.809,8	857,5	259,3	10.764,5	520,3	3.050,8	2.220,8	4.090,8	5.068,8	-23,0
2012 Ene	26.979,6	843,0	319,2	10.774,0	495,9	3.040,1	2.274,6	4.102,6	5.199,8	-69,5
2012 Feb <sup>(p)</sup>	26.979,0	842,5	342,4	10.788,8	474,7	3.031,9	2.290,8	4.080,3	5.166,7	-39,2
Operaciones										
2010	596,3	38,6	11,8	331,6	-98,2	41,6	99,8	-25,5	145,9	50,7
2011	1.014,7	49,1	-0,8	174,3	-26,6	57,2	135,3	-196,9	891,8	-68,7
2011 III	1.382,0	11,5	-77,5	104,7	6,3	-16,4	49,7	-11,0	1.339,7	-24,9
2011 IV	-253,4	26,4	-2,2	-32,3	-6,6	-41,3	46,1	-112,5	-104,4	-26,6
2011 Nov	-72,4	3,9	2,7	-45,9	6,5	-8,8	18,3	-39,1	-19,9	10,1
2011 Dic	71,2	16,2	-5,4	21,5	-4,7	-14,6	23,8	-34,3	94,2	-25,5
2012 Ene	237,6	-14,4	59,9	12,3	7,9	-15,2	7,8	57,3	133,6	-11,7
2012 Feb <sup>(p)</sup>	56,4	-0,4	23,2	20,2	0,3	5,9	2,0	1,1	-25,0	29,1

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 <sup>1)</sup>

(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 <sup>2)</sup> 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 <sup>3)</sup>	
	M2		M3-M2	Préstamos				Pro memoria: Préstamos ajustados por ventas y titulizaciones <sup>4)</sup>				
	M1	M2-M1							9	10		11
	1	2	3	4	5	6	8	9	10	11	12	
Saldos vivos												
2010	4.702,1	3.707,3	8.409,4	1.130,8	9.540,2	-	7.314,0	3.255,8	13.384,3	11.048,7	-	619,5
2011	4.786,2	3.804,7	8.590,9	1.150,0	9.740,9	-	7.727,2	3.202,8	13.451,2	11.185,6	-	926,9
2011 III	4.780,5	3.811,6	8.592,1	1.233,0	9.825,1	-	7.710,6	3.134,5	13.511,9	11.267,9	-	952,1
2011 IV	4.786,2	3.804,7	8.590,9	1.150,0	9.740,9	-	7.727,2	3.202,8	13.451,2	11.185,6	-	926,9
2011 Nov	4.785,2	3.806,7	8.591,8	1.183,7	9.775,6	-	7.722,8	3.125,3	13.531,3	11.250,5	-	911,6
2011 Dic	4.786,2	3.804,7	8.590,9	1.150,0	9.740,9	-	7.727,2	3.202,8	13.451,2	11.185,6	-	926,9
2012 Ene	4.790,3	3.837,1	8.627,4	1.137,3	9.764,7	-	7.783,3	3.238,7	13.485,5	11.214,5	-	937,4
2012 Feb <sup>4)</sup>	4.815,0	3.869,4	8.684,5	1.129,2	9.813,7	-	7.770,6	3.274,2	13.475,2	11.192,8	-	928,1
Operaciones												
2010	195,9	-10,0	185,9	-23,8	162,1	-	252,6	351,4	210,1	207,7	264,6	-86,2
2011	77,9	76,4	154,2	-4,2	150,0	-	218,1	102,8	56,2	108,3	134,2	164,4
2011 III	58,0	26,7	84,7	68,4	153,1	-	77,9	69,7	43,5	57,3	69,1	24,6
2011 IV	4,2	-12,3	-8,1	-71,8	-79,9	-	-4,3	86,1	-65,2	-65,4	-29,1	-55,0
2011 Nov	10,2	-2,4	7,8	-22,6	-14,8	-	-15,6	35,4	-33,5	-15,8	-13,1	-17,9
2011 Dic	-2,9	-4,9	-7,7	-22,8	-30,6	-	-9,8	54,4	-88,7	-73,2	-68,7	2,4
2012 Ene	5,8	33,1	38,9	10,3	49,2	-	16,3	35,3	47,1	36,1	41,1	-26,0
2012 Feb <sup>4)</sup>	27,2	33,2	60,4	13,7	74,1	-	-10,9	29,1	0,8	-11,0	-8,3	17,1
Tasas de crecimiento												
2010	4,4	-0,3	2,3	-2,1	1,7	1,8	3,6	12,1	1,6	1,9	2,4	-86,2
2011	1,7	2,1	1,8	-0,5	1,6	2,0	3,0	3,4	0,4	1,0	1,2	164,4
2011 III	2,0	3,0	2,5	5,8	2,9	2,8	4,2	5,6	1,5	2,5	2,7	199,1
2011 IV	1,7	2,1	1,8	-0,5	1,6	2,0	3,0	3,4	0,4	1,0	1,2	164,4
2011 Nov	2,1	2,1	2,1	0,8	1,9	2,0	3,4	0,3	0,9	1,7	1,9	201,3
2011 Dic	1,7	2,1	1,8	-0,5	1,6	2,0	3,0	3,4	0,4	1,0	1,2	164,4
2012 Ene	2,1	2,6	2,3	4,4	2,5	2,3	2,8	4,9	0,6	1,1	1,5	113,0
2012 Feb <sup>4)</sup>	2,5	3,1	2,8	3,1	2,8	.	2,2	6,0	0,3	0,7	1,1	113,3

### G1 Agregados monetarios <sup>1)</sup>

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



### G2 Contrapartidas <sup>1)</sup>

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

- Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales. Las tasas de crecimiento intermensual y otras tasas de crecimiento a más corto plazo de algunas variables pueden consultarse en <http://www.ecb.europa.eu/stats/money/aggregates/aggr/html/index.en.html>.
- Pasivos monetarios de las IFM y de la Administración Central (Correos, Tesoro, etc.) frente a los sectores residentes distintos de IFM, excluida la Administración Central. Véase el Glosario para la definición de M1, M2 y M3.
- En la sección «Tasas de crecimiento», los valores son la suma de las operaciones correspondientes a los 12 meses que finalizan en el período indicado.
- Ajuste por préstamos dados de baja del balance de las IFM por ventas o titulizaciones.

### 2.3 Estadísticas monetarias <sup>1)</sup>

(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)

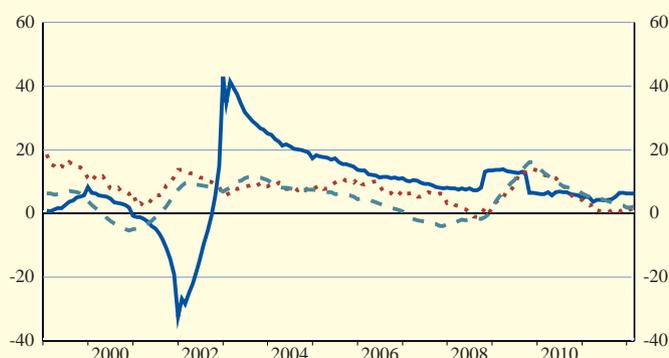
#### 2. Componentes de los agregados monetarios y de los pasivos financieros a más largo plazo

	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											
2010	794,0	3.908,2	1.794,7	1.912,6	438,6	568,7	123,4	2.756,4	118,9	2.432,1	2.006,6
2011	843,2	3.942,9	1.846,3	1.958,4	407,6	535,4	207,0	2.865,2	115,4	2.544,1	2.202,3
2011 III	832,0	3.948,5	1.854,4	1.957,2	509,3	552,0	171,6	2.874,7	119,4	2.531,6	2.184,9
2011 IV	843,2	3.942,9	1.846,3	1.958,4	407,6	535,4	207,0	2.865,2	115,4	2.544,1	2.202,3
2011 Nov	844,5	3.940,6	1.833,7	1.972,9	462,8	547,0	173,9	2.866,3	116,2	2.547,0	2.193,2
2011 Dic	843,2	3.942,9	1.846,3	1.958,4	407,6	535,4	207,0	2.865,2	115,4	2.544,1	2.202,3
2012 Ene	849,9	3.940,5	1.877,8	1.959,3	431,7	499,6	206,0	2.851,9	114,4	2.549,6	2.267,4
2012 Feb <sup>(p)</sup>	852,6	3.962,4	1.900,9	1.968,6	436,7	473,1	219,5	2.817,6	113,9	2.551,2	2.287,8
Operaciones											
2010	36,5	159,5	-122,1	112,1	96,4	-101,3	-18,9	62,3	-14,1	107,9	96,5
2011	49,4	28,4	39,8	36,6	-10,0	-27,4	33,2	26,0	-2,4	61,9	132,7
2011 III	16,1	42,0	9,5	17,2	72,8	5,6	-10,0	-2,1	-0,1	25,7	54,4
2011 IV	11,2	-7,0	-9,0	-3,3	-99,4	6,2	21,5	-37,1	-3,0	9,1	26,6
2011 Nov	4,0	6,2	-9,0	6,6	-24,5	0,4	1,5	-3,3	-1,7	-19,9	9,1
2011 Dic	-1,3	-1,6	9,8	-14,6	-52,9	10,9	19,1	-18,3	-0,8	-3,8	12,9
2012 Ene	6,8	-1,1	31,9	1,3	24,0	-3,3	-10,4	-8,4	-0,9	6,4	19,2
2012 Feb <sup>(p)</sup>	2,8	24,4	22,9	10,3	5,3	-5,1	13,4	-20,1	-1,5	4,4	6,3
Tasas de crecimiento											
2010	4,8	4,3	-6,4	6,2	28,3	-15,1	-13,8	2,3	-10,6	4,7	5,2
2011	6,2	0,7	2,2	1,9	-2,3	-4,7	24,1	1,0	-2,1	2,5	6,5
2011 III	5,3	1,4	3,1	3,0	31,2	-9,5	2,8	3,6	-2,4	3,1	6,8
2011 IV	6,2	0,7	2,2	1,9	-2,3	-4,7	24,1	1,0	-2,1	2,5	6,5
2011 Nov	6,4	1,2	1,6	2,5	12,5	-9,4	12,6	2,1	-1,9	2,8	6,1
2011 Dic	6,2	0,7	2,2	1,9	-2,3	-4,7	24,1	1,0	-2,1	2,5	6,5
2012 Ene	6,2	1,2	3,3	1,9	11,5	-2,3	11,7	-0,1	-2,9	2,5	7,2
2012 Feb <sup>(p)</sup>	6,2	1,7	4,0	2,3	4,2	-2,7	21,3	-1,1	-4,4	2,6	6,5

#### G3 Componentes de los agregados monetarios <sup>1)</sup>

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)

- Efectivo en circulación
- ... Depósitos a la vista
- - Depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses



Fuente: BCE.

1) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.

#### G4 Componentes de los pasivos financieros a más largo plazo <sup>1)</sup>

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)

- Valores distintos de acciones a más de 2 años
- ... Depósitos a plazo a más de 2 años
- - Capital y reservas



## 2.4 Detalle de los préstamos concedidos por las IFM <sup>1), 2)</sup>

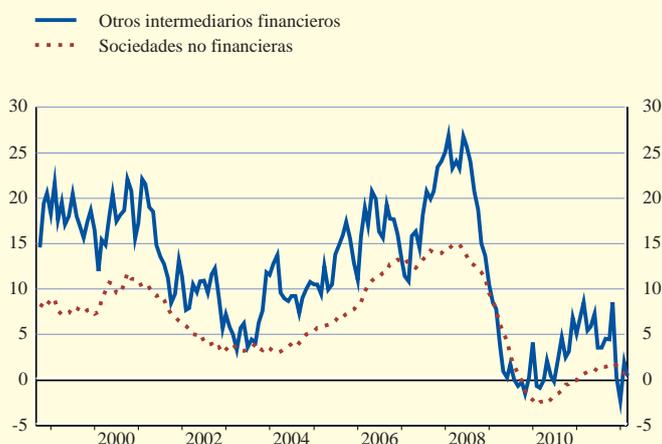
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

### 1. Préstamos a intermediarios financieros, sociedades no financieras y hogares

	Empresas de seguros y fondos de pensiones		Sociedades no financieras				Hogares <sup>3)</sup>					
	Total	Total	Total	Préstamos ajustados por ventas y titulizaciones <sup>4)</sup>	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Préstamos ajustados por ventas y titulizaciones <sup>4)</sup>	Crédito al consumo	Préstamos para adquisición de vivienda	Otras finalidades
<b>Saldos vivos</b>												
2010	93,7	1.128,5	4.668,5	-	1.127,6	899,0	2.641,9	5.158,0	-	638,5	3.700,6	819,0
2011	91,1	1.139,0	4.723,0	-	1.147,1	860,8	2.715,1	5.232,5	-	626,2	3.777,5	828,8
2011 III	95,6	1.145,0	4.758,2	-	1.177,2	870,2	2.710,8	5.269,2	-	627,9	3.805,9	835,4
2011 IV	91,1	1.139,0	4.723,0	-	1.147,1	860,8	2.715,1	5.232,5	-	626,2	3.777,5	828,8
2011 Nov	92,2	1.165,8	4.754,5	-	1.175,0	864,6	2.714,8	5.238,0	-	626,5	3.776,4	835,2
2011 Dic	91,1	1.139,0	4.723,0	-	1.147,1	860,8	2.715,1	5.232,5	-	626,2	3.777,5	828,8
2012 Ene	87,7	1.168,2	4.718,6	-	1.146,5	853,6	2.718,6	5.239,9	-	626,8	3.781,9	831,3
2012 Feb <sup>6)</sup>	84,2	1.161,8	4.709,9	-	1.142,3	849,6	2.718,0	5.236,9	-	624,2	3.783,0	829,7
<b>Operaciones</b>												
2010	6,3	56,3	-1,9	45,9	-37,5	-26,3	61,9	146,9	155,5	-8,5	133,7	21,7
2011	1,4	-25,4	52,1	57,4	22,4	-27,3	57,0	80,2	100,8	-11,6	84,5	7,2
2011 III	6,5	26,5	19,8	20,7	-0,5	-1,0	21,4	4,5	16,0	-3,2	6,0	1,8
2011 IV	-4,5	-11,5	-32,2	-30,2	-26,5	-8,4	2,7	-17,2	17,4	-1,2	-11,9	-4,1
2011 Nov	-1,0	-16,3	-5,2	-4,8	-4,2	-3,4	2,4	6,7	9,3	-0,3	6,3	0,7
2011 Dic	-1,1	-34,8	-31,9	-32,0	-25,2	-4,3	-2,4	-5,4	-1,0	0,1	0,1	-5,6
2012 Ene	-3,2	30,0	0,5	0,8	0,8	-6,5	6,2	8,8	13,4	1,5	4,3	2,9
2012 Feb <sup>6)</sup>	-3,5	-4,5	-2,5	-1,0	-2,4	-2,0	1,9	-0,4	0,8	-1,9	2,2	-0,7
<b>Tasas de crecimiento</b>												
2010	7,2	5,1	0,0	1,0	-3,2	-2,8	2,4	2,9	3,1	-1,3	3,8	2,8
2011	1,6	-2,2	1,1	1,2	2,0	-3,1	2,2	1,6	1,9	-1,8	2,3	0,9
2011 III	9,9	4,5	1,6	2,2	4,0	-3,7	2,4	2,9	2,6	-1,9	3,9	2,3
2011 IV	1,6	-2,2	1,1	1,2	2,0	-3,1	2,2	1,6	1,9	-1,8	2,3	0,9
2011 Nov	1,2	0,4	1,5	1,8	3,7	-3,2	2,2	2,1	2,3	-2,2	3,0	1,6
2011 Dic	1,6	-2,2	1,1	1,2	2,0	-3,1	2,2	1,6	1,9	-1,8	2,3	0,9
2012 Ene	-1,3	2,0	0,7	0,9	0,7	-3,6	2,2	1,3	2,0	-1,6	1,8	1,1
2012 Feb <sup>6)</sup>	-8,3	0,6	0,4	0,6	0,1	-3,9	2,0	1,2	1,8	-1,8	1,8	0,8

### G5 Préstamos a otros intermediarios financieros y sociedades no financieras <sup>2)</sup>

(tasas de crecimiento interanual; datos sin desestacionalizar)



### G6 Préstamos a hogares <sup>2)</sup>

(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 <sup>1), 2)</sup>**

(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	
	1	2	3	4	5	6 Adquisiciones a entidades de contrapartida central	7	8	9	10	11	12	13
<b>Saldos vivos</b>													
2011	83,4	63,7	6,3	13,4	1.115,2	155,6	579,4	213,5	322,4	4.720,8	1.139,3	860,8	2.720,7
2011 III	98,3	78,8	5,2	14,2	1.168,0	178,2	631,3	207,4	329,3	4.754,8	1.176,3	870,8	2.707,7
IV	83,4	63,7	6,3	13,4	1.115,2	155,6	579,4	213,5	322,4	4.720,8	1.139,3	860,8	2.720,7
2011 Dic	83,4	63,7	6,3	13,4	1.115,2	155,6	579,4	213,5	322,4	4.720,8	1.139,3	860,8	2.720,7
2012 Ene	84,5	65,1	6,1	13,3	1.151,5	178,3	603,8	223,1	324,6	4.722,4	1.150,2	851,7	2.720,6
Feb <sup>(p)</sup>	82,8	63,4	6,1	13,2	1.142,2	182,7	593,7	222,8	325,6	4.710,9	1.143,9	848,9	2.718,1
<b>Operaciones</b>													
2011	1,9	2,8	1,1	-2,0	-26,2	12,8	-21,9	-10,3	6,0	50,9	21,5	-27,3	56,7
2011 III	7,6	7,5	0,0	0,0	31,1	25,2	26,7	1,0	3,3	9,9	-11,6	0,2	21,3
IV	-15,0	-15,2	1,0	-0,8	-58,3	-22,6	-57,1	4,5	-5,7	-31,2	-33,4	-9,1	11,3
2011 Dic	-9,5	-10,2	1,0	-0,3	-50,8	-31,2	-49,6	-1,7	0,6	-37,6	-35,1	-4,6	2,2
2012 Ene	1,3	1,4	-0,2	0,0	37,2	22,7	25,6	9,7	1,8	6,6	12,3	-8,4	2,7
Feb <sup>(p)</sup>	-1,7	-1,6	0,0	-0,1	-7,6	4,4	-9,2	0,0	1,7	-5,3	-4,5	-0,7	-0,1
<b>Tasas de crecimiento</b>													
2011	2,1	3,9	21,7	-13,3	-2,3	8,9	-3,6	-4,9	1,9	1,1	1,9	-3,1	2,1
2011 III	10,2	15,6	-7,0	-8,1	4,5	20,2	6,4	-4,5	7,1	1,6	4,1	-3,7	2,3
IV	2,1	3,9	21,7	-13,3	-2,3	8,9	-3,6	-4,9	1,9	1,1	1,9	-3,1	2,1
2011 Dic	2,1	3,9	21,7	-13,3	-2,3	8,9	-3,6	-4,9	1,9	1,1	1,9	-3,1	2,1
2012 Ene	-1,7	-0,8	20,1	-13,5	1,9	25,2	1,1	3,3	2,5	0,7	0,8	-3,6	2,2
Feb <sup>(p)</sup>	-8,2	-8,5	12,3	-14,2	0,5	15,1	-1,8	2,9	3,1	0,4	0,2	-3,9	2,0

**3. Préstamos a hogares <sup>3)</sup>**

	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
<b>Saldos vivos</b>														
2011	5.242,7	628,4	140,9	183,8	303,7	3.784,3	14,5	56,6	3.713,2	830,1	419,7	142,8	87,5	599,8
2011 III	5.274,8	629,6	138,5	186,3	304,8	3.809,8	14,5	56,6	3.738,8	835,4	409,7	147,5	87,9	600,1
IV	5.242,7	628,4	140,9	183,8	303,7	3.784,3	14,5	56,6	3.713,2	830,1	419,7	142,8	87,5	599,8
2011 Dic	5.242,7	628,4	140,9	183,8	303,7	3.784,3	14,5	56,6	3.713,2	830,1	419,7	142,8	87,5	599,8
2012 Ene	5.236,6	624,4	140,1	182,4	301,8	3.782,2	14,2	56,7	3.711,4	830,0	418,6	143,2	87,3	599,5
Feb <sup>(p)</sup>	5.228,4	619,4	137,7	180,9	300,8	3.780,8	14,0	56,6	3.710,3	828,2	418,2	143,2	86,2	598,8
<b>Operaciones</b>														
2011	80,7	-11,6	-3,7	-6,4	-1,6	85,1	-0,2	2,7	82,6	7,3	8,8	-6,4	-2,5	16,2
2011 III	4,4	-4,6	-2,4	-0,8	-1,4	13,1	-0,2	1,1	12,1	-4,1	-1,3	-5,8	-0,8	2,6
IV	-12,5	-0,7	2,1	-2,0	-0,8	-9,0	0,3	0,4	-9,7	-2,9	10,1	-4,8	-0,1	2,1
2011 Dic	-0,2	1,8	3,2	-0,8	-0,5	6,0	0,4	-0,1	5,6	-7,9	9,9	-7,8	0,3	-0,4
2012 Ene	-4,8	-3,1	-0,8	-0,7	-1,7	-2,1	-0,3	0,0	-1,9	0,4	-0,9	0,6	-0,1	0,0
Feb <sup>(p)</sup>	-5,6	-4,4	-2,3	-1,4	-0,7	-0,3	-0,2	0,0	0,0	-0,9	-0,3	0,1	-0,9	-0,2
<b>Tasas de crecimiento</b>														
2011	1,6	-1,8	-2,5	-3,4	-0,5	2,3	-1,7	5,0	2,3	0,9	2,1	-4,3	-2,9	2,8
2011 III	2,9	-1,9	-2,1	-3,6	-0,8	3,9	-3,2	0,5	3,9	2,3	0,0	-0,1	-3,7	3,8
IV	1,6	-1,8	-2,5	-3,4	-0,5	2,3	-1,7	5,0	2,3	0,9	2,1	-4,3	-2,9	2,8
2011 Dic	1,6	-1,8	-2,5	-3,4	-0,5	2,3	-1,7	5,0	2,3	0,9	2,1	-4,3	-2,9	2,8
2012 Ene	1,3	-1,6	-1,3	-2,9	-0,9	1,9	-1,1	5,4	1,8	1,1	2,4	-3,1	-2,2	2,6
Feb <sup>(p)</sup>	1,2	-1,8	-1,6	-3,2	-1,1	1,8	0,1	4,8	1,7	0,8	2,1	-2,8	-2,7	2,2

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 <sup>1), 2)</sup>

(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 <sup>3)</sup>	No bancos		
			Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social			Total	AAPP	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Saldos vivos</b>										
2010	1.221,8	397,5	225,2	553,0	46,1	2.963,0	2.010,9	952,1	49,5	902,6
2011 <sup>(p)</sup>	1.160,0	348,1	221,9	567,7	21,8	3.020,5	2.022,2	998,4	62,6	935,8
2011 I	1.188,8	359,4	229,6	557,8	41,9	2.934,4	1.957,5	976,9	54,5	922,4
II	1.152,7	346,4	223,4	555,9	27,0	3.006,5	2.012,0	994,5	60,1	934,4
III	1.145,8	343,5	224,0	553,7	24,7	3.155,7	2.133,1	1.022,7	62,7	960,0
IV <sup>(p)</sup>	1.160,0	348,1	221,9	567,7	21,8	3.020,5	2.022,2	998,4	62,6	935,8
<b>Operaciones</b>										
2010	207,2	156,3	14,9	24,1	11,9	6,3	8,3	-2,3	0,6	-3,0
2011 <sup>(p)</sup>	-58,2	-46,3	-0,1	11,1	-23,4	15,8	-26,4	42,2	13,1	29,0
2011 I	-28,2	-34,3	4,4	4,9	-3,2	56,3	0,2	56,1	6,9	49,1
II	-36,5	-13,0	-6,5	-2,1	-14,9	44,5	21,8	22,7	6,1	16,6
III	-7,1	-3,3	0,6	-2,0	-2,4	66,1	59,6	6,3	1,4	5,0
IV <sup>(p)</sup>	13,5	4,3	1,4	10,3	-3,0	-151,1	-108,0	-42,9	-1,3	-41,6
<b>Tasas de crecimiento</b>										
2010	20,6	67,1	7,1	4,6	35,1	0,6	0,5	-0,1	0,8	-0,2
2011 <sup>(p)</sup>	-4,8	-11,7	-0,1	2,0	-51,9	0,7	-1,2	4,5	27,0	3,2
2011 I	14,3	44,7	9,6	3,4	0,6	0,6	-0,7	2,3	16,3	1,5
II	7,1	34,4	-1,1	1,4	-38,6	2,6	0,5	6,6	30,4	5,4
III	6,2	29,1	0,0	1,8	-43,3	5,2	4,0	7,4	24,6	6,4
IV <sup>(p)</sup>	-4,8	-11,7	-0,1	2,0	-51,9	0,7	-1,2	4,5	27,0	3,2

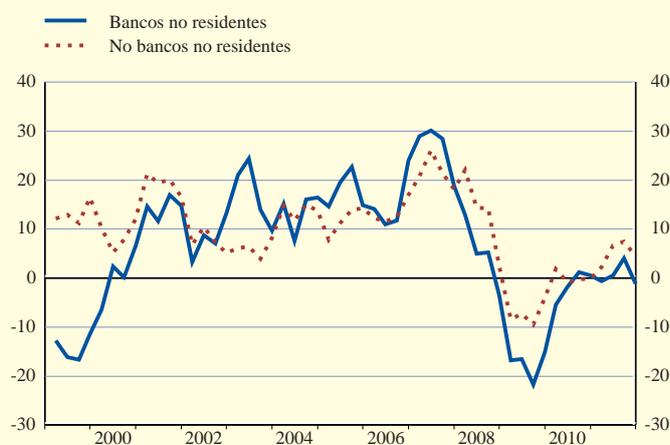
### G7 Préstamos a las AAPP <sup>2)</sup>

(tasas de crecimiento interanual; datos sin desestacionalizar)



### G8 Préstamos a no residentes en la zona del euro <sup>2)</sup>

(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 <sup>1), 2)</sup>

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

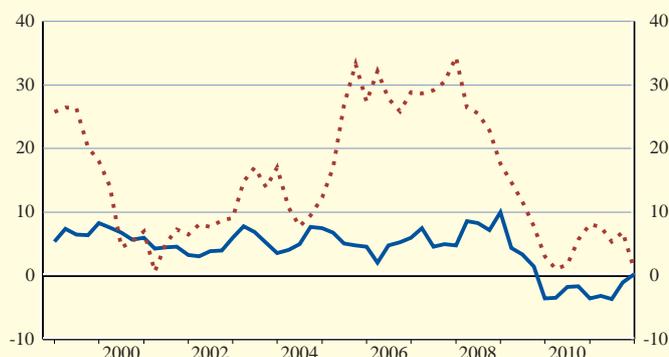
### 1. Depósitos de los intermediarios financieros

	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 contra-partida central	A entidades de contra-partida central
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
<b>Saldos vivos</b>															
2010	716,9	84,6	79,3	528,3	2,6	0,3	21,9	2.168,3	358,5	305,7	1.132,6	10,7	0,5	360,3	255,0
2011	704,3	92,1	79,9	512,7	4,0	0,2	15,5	2.220,5	389,8	284,9	1.190,8	14,7	0,5	339,8	259,8
2011 III	718,0	88,4	85,0	520,2	3,6	0,2	20,6	2.313,1	382,6	308,8	1.167,4	11,4	0,5	442,4	339,4
2011 IV	704,3	92,1	79,9	512,7	4,0	0,2	15,5	2.220,5	389,8	284,9	1.190,8	14,7	0,5	339,8	259,8
2011 Nov	707,3	88,4	79,7	517,9	4,2	0,2	16,9	2.282,1	395,6	287,9	1.182,3	19,1	0,4	396,7	304,0
2011 Dic	704,3	92,1	79,9	512,7	4,0	0,2	15,5	2.220,5	389,8	284,9	1.190,8	14,7	0,5	339,8	259,8
2012 Ene	720,3	109,0	83,4	510,0	4,0	0,2	13,7	2.249,3	415,6	271,6	1.188,8	12,7	0,3	360,4	270,6
2012 Feb <sup>(p)</sup>	721,2	106,7	87,1	506,9	4,2	0,2	16,1	2.250,4	407,9	277,8	1.175,8	14,1	0,3	374,6	286,2
<b>Operaciones</b>															
2010	-26,5	-3,3	-8,4	-16,6	0,2	0,0	1,6	156,9	45,1	-37,6	52,8	-8,0	0,4	104,2	-
2011	2,2	11,7	4,2	-13,9	1,1	-0,1	-0,9	19,5	28,8	-29,1	16,4	3,9	0,1	-0,5	5,3
2011 III	13,9	3,3	12,8	-3,9	0,4	0,0	1,3	89,9	10,3	8,6	7,3	-1,1	0,2	64,7	49,3
2011 IV	-8,2	3,6	-5,2	-6,1	0,1	0,0	-0,7	-100,1	4,5	-24,7	19,0	3,3	0,1	-102,3	-79,8
2011 Nov	-12,0	-4,8	-5,6	-2,4	0,2	0,0	0,6	-25,6	12,0	-9,1	-8,7	8,2	0,0	-28,0	-21,8
2011 Dic	-2,0	3,5	0,1	-3,8	-0,2	0,0	-1,4	-64,2	-8,1	-4,2	6,3	-4,4	0,1	-53,9	-44,3
2012 Ene	16,1	17,0	3,5	-2,7	0,1	0,0	-1,8	30,4	26,1	-13,0	-1,2	-2,0	-0,2	20,7	10,4
2012 Feb <sup>(p)</sup>	1,8	-2,1	3,8	-2,4	0,1	0,0	2,4	2,9	-6,9	6,4	-12,3	1,4	0,0	14,4	15,6
<b>Tasas de crecimiento</b>															
2010	-3,6	-3,4	-9,6	-3,0	9,7	-	7,8	8,1	14,4	-11,1	4,9	-48,5	-	41,1	-
2011	0,3	14,4	5,6	-2,6	43,3	-	-5,2	0,9	8,0	-9,3	1,4	36,1	-	-0,2	2,0
2011 III	-1,0	4,3	-0,6	-2,3	28,7	-	8,1	6,9	1,5	-0,2	2,6	2,8	-	33,8	47,7
2011 IV	0,3	14,4	5,6	-2,6	43,3	-	-5,2	0,9	8,0	-9,3	1,4	36,1	-	-0,2	2,0
2011 Nov	0,3	4,6	4,8	-1,8	45,2	-	13,1	2,3	3,7	-11,1	1,6	79,6	-	13,1	17,2
2011 Dic	0,3	14,4	5,6	-2,6	43,3	-	-5,2	0,9	8,0	-9,3	1,4	36,1	-	-0,2	2,0
2012 Ene	0,7	17,6	9,5	-3,1	39,2	-	-18,3	3,6	8,6	-10,9	1,9	16,7	-	16,6	23,7
2012 Feb <sup>(p)</sup>	2,2	25,4	14,8	-3,6	38,3	-	4,2	2,5	7,8	-9,8	2,1	26,8	-	8,0	13,5

### G9 Depósitos totales por sector <sup>2)</sup>

(tasas de crecimiento interanual)

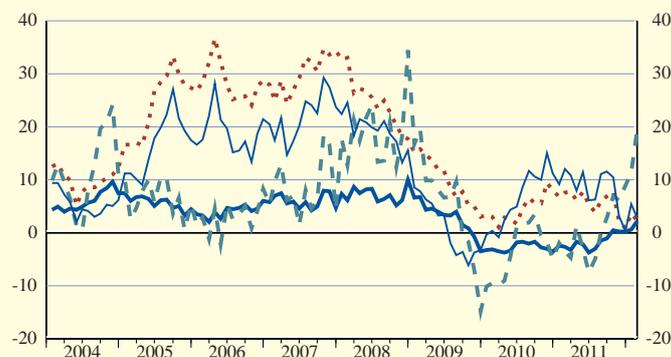
- Empresas de seguros y fondos de pensiones (total)
- Otros intermediarios financieros (total)



### G10 Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector <sup>2)</sup>

(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)<sup>3)</sup>
- Otros intermediarios financieros (incluidos en M3)<sup>4)</sup>



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 <sup>1), 2)</sup>

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

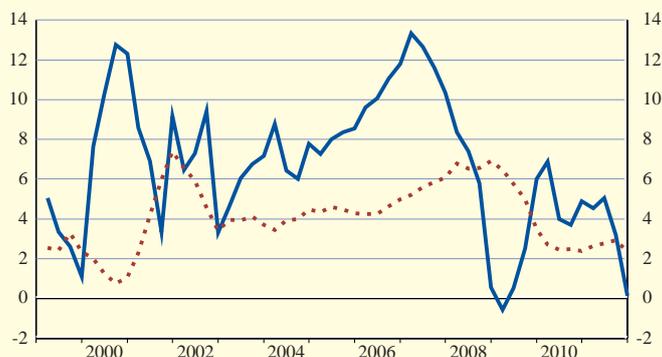
### 2. Depósitos de las sociedades no financieras y de los hogares

	Sociedades no financieras							Hogares <sup>3)</sup>						
	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	
<b>Saldos vivos</b>														
2010	1.670,7	1.036,4	455,5	87,2	75,8	1,5	14,2	5.739,1	2.244,5	901,0	665,0	1.788,5	110,3	29,8
2011	1.686,0	1.044,2	453,6	97,6	72,3	2,0	16,3	5.894,4	2.256,0	948,2	723,8	1.837,0	106,7	22,7
2011 III	1.663,6	999,2	471,0	96,7	76,5	1,7	18,5	5.835,4	2.240,9	921,9	709,8	1.820,0	109,0	33,9
2011 IV	1.686,0	1.044,2	453,6	97,6	72,3	2,0	16,3	5.894,4	2.256,0	948,2	723,8	1.837,0	106,7	22,7
2011 Nov	1.654,1	999,9	459,7	97,6	75,2	2,0	19,6	5.825,2	2.222,9	934,7	712,9	1.816,6	107,2	31,0
2011 Dic	1.686,0	1.044,2	453,6	97,6	72,3	2,0	16,3	5.894,4	2.256,0	948,2	723,8	1.837,0	106,7	22,7
2012 Ene	1.637,1	993,9	452,5	98,6	75,1	2,0	15,0	5.903,4	2.228,9	966,8	726,9	1.852,6	105,9	22,4
2012 Feb <sup>4)</sup>	1.629,5	987,1	451,9	100,3	74,1	2,1	14,0	5.918,9	2.218,0	981,8	734,4	1.858,3	105,6	20,7
<b>Operaciones</b>														
2010	78,1	40,3	23,2	9,0	7,8	-0,2	-2,1	132,9	81,7	-98,9	58,7	113,6	-14,6	-7,5
2011	2,5	3,7	-2,6	8,7	-7,3	0,5	-0,5	134,7	7,7	42,5	50,6	43,5	-2,6	-7,0
2011 III	2,9	-17,4	17,1	1,8	-0,9	-0,4	2,6	4,6	-18,9	15,6	3,7	4,2	-0,4	0,4
2011 IV	21,7	46,6	-17,1	0,7	-6,5	0,3	-2,4	57,0	14,8	25,9	13,8	15,1	-1,3	-11,2
2011 Nov	-11,2	2,5	-12,1	0,1	-1,6	0,0	0,0	-10,0	-12,0	8,8	0,7	-5,5	-0,7	-1,4
2011 Dic	30,1	43,5	-7,0	0,0	-2,9	0,0	-3,5	67,9	32,5	12,9	10,9	20,4	-0,5	-8,3
2012 Ene	-48,4	-49,6	-0,8	0,9	2,3	0,0	-1,2	9,6	-26,8	18,3	3,1	15,9	-0,7	-0,3
2012 Feb <sup>4)</sup>	-6,2	-5,8	-1,6	3,0	-1,0	0,1	-1,0	16,3	-10,4	15,4	7,6	6,8	-1,2	-1,7
<b>Tasas de crecimiento</b>														
2010	4,9	4,1	5,3	11,2	11,4	-10,1	-12,8	2,4	3,8	-9,9	9,7	6,8	-11,7	-20,2
2011	0,1	0,4	-0,6	9,8	-9,3	31,4	-5,2	2,3	0,3	4,7	7,6	2,4	-2,4	-23,6
2011 III	3,2	0,3	8,3	12,0	-2,5	-19,9	31,2	2,9	1,5	2,4	7,5	3,4	-1,7	8,0
2011 IV	0,1	0,4	-0,6	9,8	-9,3	31,4	-5,2	2,3	0,3	4,7	7,6	2,4	-2,4	-23,6
2011 Nov	1,3	0,1	3,2	11,7	-9,4	-1,7	17,1	2,6	0,8	3,9	7,3	2,7	-1,7	3,9
2011 Dic	0,1	0,4	-0,6	9,8	-9,3	31,4	-5,2	2,3	0,3	4,7	7,6	2,4	-2,4	-23,6
2012 Ene	0,8	0,5	1,3	9,7	-10,0	38,4	13,2	2,3	-0,3	6,6	7,2	2,4	-2,7	-25,6
2012 Feb <sup>4)</sup>	0,8	0,9	0,2	11,0	-8,7	1,6	4,0	2,5	-0,4	7,8	7,4	2,6	-3,9	-33,2

### G11 Depósitos totales por sector <sup>2)</sup>

(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 <sup>2)</sup>

(tasas de crecimiento interanual)

- Sociedades no financieras (total)
- Hogares (total)
- - - Sociedades no financieras (incluidos en M3)<sup>4)</sup>
- Hogares (incluidos en M3)<sup>5)</sup>



## 2.5 Detalle de los depósitos mantenidos en las IFM <sup>1), 2)</sup>

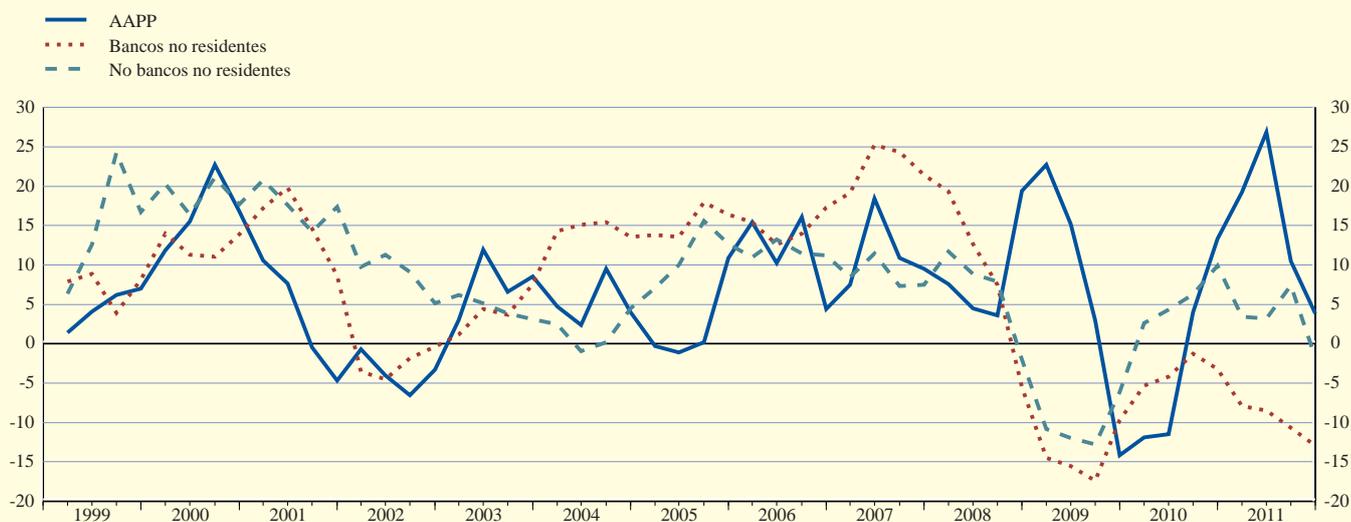
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

### 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 <sup>3)</sup>	No bancos		
			Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social			Total	AAPP	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Saldos vivos</b>										
2010	427,6	196,2	47,7	109,6	74,1	3.488,8	2.492,0	996,9	45,9	950,9
2011 <sup>(p)</sup>	442,7	195,5	48,6	113,5	85,2	3.152,9	2.175,4	976,2	44,2	931,9
2011 I	475,6	235,8	52,3	108,7	78,8	3.310,0	2.342,6	967,4	41,4	926,0
II	521,5	266,4	55,0	112,6	87,5	3.276,4	2.291,6	984,8	47,7	937,1
III	464,8	211,4	54,3	111,4	87,8	3.342,9	2.295,3	1.047,6	50,0	997,7
IV <sup>(p)</sup>	442,7	195,5	48,6	113,5	85,2	3.152,9	2.175,4	976,2	44,2	931,9
<b>Operaciones</b>										
2010	49,9	47,4	4,3	-5,0	2,9	0,8	-83,9	84,7	7,5	77,1
2011 <sup>(p)</sup>	16,9	3,4	0,6	2,3	10,6	-334,6	-318,0	-18,0	-2,2	-15,8
2011 I	50,4	43,4	4,7	-2,4	4,7	-81,4	-75,9	-5,6	-3,6	-1,9
II	45,7	30,9	2,7	3,9	8,2	-19,7	-41,5	21,8	6,4	15,4
III	-56,9	-55,1	-1,0	-1,2	0,2	0,5	-49,1	49,6	1,4	48,3
IV <sup>(p)</sup>	-22,3	-15,9	-5,9	2,0	-2,5	-234,0	-151,5	-83,9	-6,4	-77,5
<b>Tasas de crecimiento</b>										
2010	13,3	32,2	9,9	-4,4	4,1	0,3	-3,2	9,9	12,7	9,6
2011 <sup>(p)</sup>	3,9	1,3	1,3	2,0	14,3	-9,7	-13,0	-1,7	-4,5	-1,6
2011 I	19,2	41,4	4,0	-1,4	9,2	-4,8	-7,9	3,4	-10,5	4,2
II	26,8	61,3	1,2	-2,6	14,0	-5,2	-8,5	3,2	5,0	3,1
III	10,5	21,6	-7,8	-1,9	17,0	-5,6	-10,7	7,4	3,3	7,6
IV <sup>(p)</sup>	3,9	1,3	1,3	2,0	14,3	-9,7	-13,0	-1,7	-4,5	-1,6

### G13 Depósitos de las AAPP y de no residentes en la zona del euro <sup>2)</sup>

(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.

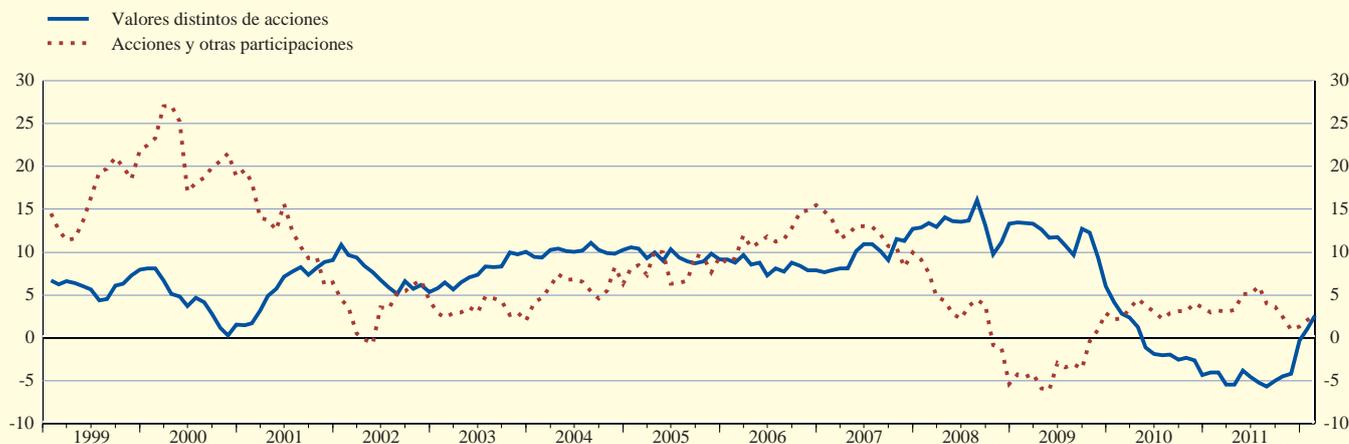
## 2.6 Detalle de los valores en poder de las IFM <sup>1), 2)</sup>

(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
<b>Saldos vivos</b>												
2010	5.991,2	1.778,4	107,4	1.507,8	16,4	1.500,9	27,8	1.052,6	1.535,9	445,3	787,8	302,8
2011	5.699,4	1.763,7	87,8	1.374,6	22,9	1.489,6	28,3	932,5	1.509,0	486,9	726,6	295,5
2011 III	5.635,8	1.706,9	92,8	1.393,1	22,3	1.433,7	25,0	961,9	1.530,5	489,3	740,6	300,5
2011 IV	5.699,4	1.763,7	87,8	1.374,6	22,9	1.489,6	28,3	932,5	1.509,0	486,9	726,6	295,5
2011 Nov	5.651,5	1.707,6	97,4	1.359,9	21,9	1.497,0	26,7	941,0	1.522,3	486,5	741,7	294,1
2011 Dic	5.699,4	1.763,7	87,8	1.374,6	22,9	1.489,6	28,3	932,5	1.509,0	486,9	726,6	295,5
2012 Ene	5.764,0	1.781,6	88,6	1.424,9	23,3	1.497,6	23,8	924,2	1.527,8	497,5	734,2	296,2
2012 Feb <sup>(p)</sup>	5.852,2	1.812,7	90,6	1.465,7	31,0	1.504,8	23,6	923,7	1.517,8	493,6	731,7	292,5
<b>Operaciones</b>												
2010	-270,7	-167,1	-6,9	42,8	-2,0	10,2	-14,8	-132,9	54,4	28,2	5,2	20,9
2011	-18,5	45,9	8,0	3,3	5,5	-20,9	0,4	-60,7	20,3	61,2	-34,7	-6,3
2011 III	-46,0	37,1	0,3	-43,6	0,3	-6,7	-0,7	-32,7	-13,6	17,2	-23,2	-7,6
2011 IV	83,0	66,5	0,5	-6,9	-0,2	36,6	2,3	-15,7	-12,1	6,3	-14,9	-3,5
2011 Nov	-5,0	2,8	1,9	4,2	-0,9	2,6	1,0	-16,5	4,8	0,5	5,1	-0,7
2011 Dic	63,4	60,3	-3,8	2,5	0,5	-6,6	0,8	9,8	-6,3	8,1	-15,3	1,0
2012 Ene	108,3	27,8	3,1	55,2	-0,1	12,2	-3,6	13,7	20,4	10,5	9,1	0,8
2012 Feb <sup>(p)</sup>	96,5	30,8	3,3	40,5	8,2	6,3	0,1	7,2	-3,3	0,9	-1,1	-3,0
<b>Tasas de crecimiento</b>												
2010	-4,3	-8,5	-5,5	2,9	-11,1	0,7	-35,4	-11,2	3,6	6,5	0,6	7,5
2011	-0,3	2,7	7,8	0,2	33,8	-1,4	0,8	-6,2	1,3	14,0	-4,6	-2,1
2011 III	-5,0	-4,9	8,0	-1,1	24,9	-4,3	-16,8	-12,8	3,6	13,4	-1,0	1,0
2011 IV	-0,3	2,7	7,8	0,2	33,8	-1,4	0,8	-6,2	1,3	14,0	-4,6	-2,1
2011 Nov	-4,2	-3,0	6,7	-5,2	28,8	-2,2	1,0	-9,2	0,9	11,8	-3,8	-2,8
2011 Dic	-0,3	2,7	7,8	0,2	33,8	-1,4	0,8	-6,2	1,3	14,0	-4,6	-2,1
2012 Ene	1,0	4,7	11,5	3,1	21,7	0,1	-9,4	-7,5	2,1	16,2	-5,0	-0,2
2012 Feb <sup>(p)</sup>	2,6	6,1	18,8	5,6	56,0	0,1	-14,2	-5,9	2,7	16,3	-4,1	0,1

## G14 Detalle de los valores en poder de las IFM <sup>2)</sup>

(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 <sup>1), 2)</sup>**

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

**1. Préstamos, valores distintos de acciones y depósitos**

	IFM <sup>3)</sup>							No IFM						
	Total monedas (saldos vivos)	Euro <sup>4)</sup>	Monedas distintas del euro				Total monedas (saldos vivos)	Euro <sup>4)</sup>	Monedas distintas del euro					
			Total	USD	JPY	CHF			GBP	Total	USD	JPY	CHF	GBP
1	2													
<b>Préstamos</b>														
<i>A residentes en la zona del euro</i>														
2009	5.916,1	-	-	-	-	-	11.785,6	96,2	3,8	1,9	0,2	1,0	0,4	
2010	5.517,1	-	-	-	-	-	12.247,8	96,0	4,0	2,1	0,2	1,1	0,4	
2011 III	6.003,8	-	-	-	-	-	12.441,8	96,1	3,9	1,9	0,3	1,1	0,4	
IV <sup>4)</sup>	6.166,0	-	-	-	-	-	12.322,1	96,2	3,8	1,9	0,3	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	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	952,1	39,9	60,1	42,8	1,4	3,7	6,7	
2011 III	2.133,1	44,1	55,9	34,8	2,8	3,3	1.022,7	40,0	60,0	41,3	2,2	3,3	7,0	
IV <sup>4)</sup>	2.022,2	44,5	55,5	35,6	2,5	2,7	998,4	38,2	61,8	41,2	2,6	3,3	7,8	
<b>Valores distintos de acciones</b>														
<i>Emitidos por residentes en la zona del euro</i>														
2009	2.079,9	94,8	5,2	3,1	0,2	0,3	2.980,2	98,1	1,9	1,2	0,2	0,1	0,3	
2010	1.885,8	94,3	5,7	3,3	0,1	0,3	3.052,8	98,6	1,4	0,8	0,1	0,1	0,4	
2011 III	1.799,8	94,8	5,2	2,6	0,1	0,3	2.874,2	98,4	1,6	0,9	0,2	0,1	0,4	
IV <sup>4)</sup>	1.851,5	95,3	4,7	2,5	0,1	0,3	2.915,4	98,2	1,8	1,0	0,2	0,1	0,4	
<i>Emitidos por no residentes en la zona del euro</i>														
2009	552,1	55,3	44,7	27,1	0,4	0,5	595,6	35,3	64,7	37,9	4,3	0,9	15,3	
2010	545,9	49,9	50,1	27,6	0,3	0,5	506,6	33,3	66,7	40,5	3,9	0,9	13,6	
2011 III	478,8	54,7	45,3	21,8	0,3	0,4	483,0	32,5	67,5	39,2	6,0	0,8	12,5	
IV <sup>4)</sup>	457,3	56,4	43,6	21,1	0,3	0,3	475,2	32,2	67,8	39,7	5,6	0,7	13,6	
<b>Depósitos</b>														
<i>De residentes en la zona del euro</i>														
2009	6.281,6	92,9	7,1	4,4	0,3	1,2	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	10.722,6	97,1	2,9	1,9	0,2	0,1	0,4	
2011 III	6.084,4	92,2	7,8	4,6	0,3	1,4	10.994,9	97,0	3,0	2,0	0,2	0,1	0,4	
IV <sup>4)</sup>	6.319,3	92,1	7,9	5,1	0,2	1,3	10.947,9	97,0	3,0	2,0	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	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	996,9	58,8	41,2	29,3	1,2	1,4	5,1	
2011 III	2.295,3	57,0	43,0	27,0	2,1	1,8	1.047,6	59,1	40,9	28,6	1,5	1,7	4,6	
IV <sup>4)</sup>	2.175,4	59,1	40,9	25,6	2,1	1,8	976,2	56,1	43,9	30,0	2,0	1,5	5,1	

**2. Valores distintos de acciones emitidos por las IFM de la zona del euro**

	Total monedas (saldos vivos)	Euro <sup>4)</sup>	Monedas distintas del euro				
			Total	USD	JPY	CHF	GBP
1	2						
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
2011 III	5.180,3	81,8	18,2	9,7	1,7	2,1	2,5
IV <sup>4)</sup>	5.236,8	82,0	18,0	9,4	1,7	2,0	2,6

Fuente: BCE.

- Sector IFM, excluido el Eurosistema; la clasificación por sectores se basa en el SEC 95.
- Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.
- 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.
- 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 <sup>1)</sup>

(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							
2011 Jul	6.443,6	394,9	2.421,4	1.944,0	891,6	232,5	559,1
Ago	6.200,9	411,9	2.384,0	1.736,9	840,3	233,9	594,0
Sep	6.080,9	420,9	2.383,9	1.632,8	830,9	235,5	576,8
Oct	6.177,6	422,3	2.370,6	1.736,1	845,0	234,3	569,3
Nov	6.082,7	418,8	2.345,2	1.704,0	827,4	234,9	552,4
Dic	6.213,2	415,9	2.503,8	1.733,1	838,6	236,6	485,1
2012 Ene <sup>(p)</sup>	6.480,6	435,3	2.586,5	1.820,2	866,1	234,9	537,6
Operaciones							
2011 II	71,4	5,6	41,9	25,9	13,1	3,3	-18,5
III	-4,7	29,0	-21,2	-41,9	-15,8	2,9	42,3
IV	-194,1	-35,1	-11,2	-26,4	-11,2	2,0	-112,2

### 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							
2011 Jul	6.443,6	123,9	5.831,9	4.471,4	674,4	1.360,5	487,8
Ago	6.200,9	130,3	5.551,2	4.273,8	623,3	1.277,4	519,3
Sep	6.080,9	126,7	5.423,0	4.169,0	604,2	1.254,0	531,1
Oct	6.177,6	127,4	5.532,0	4.237,1	616,2	1.294,9	518,3
Nov	6.082,7	128,7	5.448,2	4.156,2	597,8	1.292,0	505,9
Dic	6.213,2	117,8	5.664,7	4.257,6	614,0	1.407,2	430,7
2012 Ene <sup>(p)</sup>	6.480,6	124,2	5.884,6	4.410,7	653,3	1.473,9	471,9
Operaciones							
2011 II	71,4	-4,2	78,0	25,3	10,5	52,7	-2,4
III	-4,7	6,5	-44,0	-54,8	-31,0	10,8	32,9
IV	-194,1	-13,8	-49,5	-61,9	-2,8	13,1	-130,7

### 3. Participaciones en fondos de inversión emitidas, por política de inversión y tipo de fondo

	Total	Fondos por política de inversión					Fondos por tipo de fondo			Pro memoria: Fondos del mercado monetario
		Fondos de renta fija	Fondos de renta variable	Fondos mixtos	Fondos inmobiliarios	Fondos de inversión libre	Otros fondos	Fondos de capital variable	Fondos de capital fijo	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2011 Jun	5.795,6	1.812,5	1.689,6	1.424,5	276,9	112,5	479,6	5.708,8	86,8	1.047,5
Jul	5.831,9	1.837,1	1.674,6	1.434,4	291,4	116,1	478,2	5.743,3	88,6	1.032,5
Ago	5.551,2	1.807,4	1.495,2	1.381,8	290,8	114,0	462,0	5.462,8	88,4	1.060,3
Sep	5.423,0	1.786,2	1.414,0	1.387,7	290,9	119,0	425,1	5.333,8	89,2	1.066,9
Oct	5.532,0	1.789,1	1.503,9	1.406,2	294,0	115,6	423,1	5.449,7	82,2	1.051,6
Nov	5.448,2	1.758,0	1.473,5	1.384,3	293,5	118,7	420,1	5.365,4	82,8	1.083,5
Dic	5.664,7	1.920,6	1.496,6	1.402,5	297,1	122,1	425,9	5.579,5	85,2	991,9
2012 Ene <sup>(p)</sup>	5.884,6	2.021,5	1.575,9	1.431,8	300,1	122,3	432,9	5.799,2	85,4	938,1
Operaciones										
2011 Jul	37,1	12,2	5,8	2,7	13,4	1,9	1,0	35,6	1,5	-20,0
Ago	-48,9	-13,9	-23,0	-10,7	0,9	-0,2	-1,9	-48,9	0,0	32,8
Sep	-32,3	-16,4	-11,1	-4,2	0,9	0,6	-2,1	-32,5	0,3	-12,2
Oct	-18,4	1,3	-2,6	-5,9	1,3	-0,7	-11,8	-11,8	-6,6	-5,7
Nov	-21,6	-8,8	-8,5	-5,7	0,0	0,1	1,3	-22,2	0,6	19,1
Dic	-9,5	0,8	-6,5	-3,4	2,5	-0,3	-2,6	-11,6	2,1	0,7
2012 Ene <sup>(p)</sup>	16,8	15,2	2,3	-0,5	0,5	0,1	-0,8	16,9	-0,1	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 inversión<sup>1)</sup>, 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
<b>Saldos vivos</b>											
2011 I	2.351,9	1.430,8	383,5	676,0	200,2	5,6	165,6	921,1	246,5	350,6	14,1
II	2.387,6	1.430,3	386,4	671,6	196,3	5,8	170,1	957,3	252,3	358,6	17,8
III	2.383,9	1.414,2	380,7	682,4	184,2	4,7	162,1	969,7	252,4	369,7	18,7
IV <sup>(p)</sup>	2.503,8	1.422,6	391,0	673,9	185,5	4,5	167,6	1.081,2	270,4	436,8	20,4
<b>Operaciones</b>											
2011 II	41,9	-0,4	1,7	-3,5	-1,6	0,4	2,7	40,8	8,2	11,7	3,6
III	-21,2	-16,8	-5,9	1,3	-7,6	-0,4	-4,3	-4,4	6,0	-4,1	5,3
IV <sup>(p)</sup>	-11,2	-1,4	3,0	-7,1	-1,3	-0,3	4,3	-8,2	-4,4	-6,6	-0,4

**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 <sup>2)</sup>	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
<b>Saldos vivos</b>											
2011 I	1.973,7	782,8	89,2	-	41,7	26,2	625,7	1.191,0	167,2	365,2	71,1
II	1.958,6	773,6	84,5	-	41,2	26,1	621,9	1.185,0	166,4	362,8	77,0
III	1.632,8	615,7	53,3	-	35,8	20,4	506,3	1.017,0	141,8	323,7	72,5
IV <sup>(p)</sup>	1.733,1	636,5	51,1	-	36,4	21,5	527,4	1.096,6	154,7	356,8	71,2
<b>Operaciones</b>											
2011 II	25,9	-1,0	-0,6	-	1,3	0,3	-2,0	26,9	2,9	8,5	6,9
III	-41,9	-8,8	-4,9	-	-0,7	0,2	-3,4	-33,0	-5,1	-11,8	-3,2
IV <sup>(p)</sup>	-26,4	-9,7	-1,7	-	-2,3	0,4	-6,1	-16,8	-0,9	-11,7	0,9

**3. Participaciones en fondos de inversión/fondos del mercado monetario**

	Total	Zona del euro						Resto del mundo			
		Total	IFM <sup>2)</sup>	Adminis- traciones Públicas	Otros intermediarios financieros <sup>2)</sup>	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
<b>Saldos vivos</b>											
2011 I	882,1	745,4	78,0	-	667,4	-	-	136,7	22,6	41,8	0,5
II	886,8	752,0	79,3	-	672,7	-	-	134,8	22,1	42,8	0,5
III	830,9	698,7	94,5	-	604,2	-	-	132,2	20,1	42,6	0,5
IV <sup>(p)</sup>	838,6	709,0	95,0	-	614,0	-	-	129,6	20,7	40,1	0,6
<b>Operaciones</b>											
2011 II	13,1	11,7	1,2	-	10,5	-	-	1,4	0,3	1,2	0,0
III	-15,8	-15,1	16,0	-	-31,0	-	-	-0,8	-0,5	-0,4	0,0
IV <sup>(p)</sup>	-11,2	-2,4	0,3	-	-2,8	-	-	-8,8	-0,8	-4,7	-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 <sup>1)</sup>								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<b>Saldos vivos</b>													
2010 IV	2.353,0	373,8	1.525,8	1.226,2	606,4	140,5	22,4	6,0	130,8	250,5	92,5	41,9	68,6
2011 I	2.255,3	351,4	1.484,5	1.185,1	595,3	142,5	21,8	5,9	129,2	241,6	89,0	36,3	52,4
II	2.216,4	340,1	1.461,2	1.167,0	585,5	144,7	20,4	5,2	123,9	232,5	88,6	35,7	58,3
III	2.202,1	321,7	1.465,6	1.180,7	590,5	142,8	20,5	5,1	116,3	232,5	86,9	37,8	57,6
IV	2.269,5	324,6	1.530,3	1.244,8	583,1	147,8	20,8	4,8	112,0	228,9	90,0	36,8	58,8
<b>Operaciones</b>													
2010 IV	45,8	24,6	24,7	30,8	-	-5,0	-1,4	-0,4	0,6	-5,4	-0,9	-0,6	3,4
2011 I	-95,2	-25,0	-39,9	-44,3	-	5,3	-0,3	-0,1	-0,5	-9,9	-2,4	-5,1	-12,8
II	-43,1	-11,2	-25,6	-21,5	-	1,9	-0,7	-0,3	-5,0	-7,9	0,0	0,0	1,7
III	-23,7	-18,4	3,2	13,2	-	-2,1	-0,1	0,0	-7,8	-2,2	-2,1	-1,1	-3,1
IV	67,1	3,1	63,0	62,2	-	4,2	0,3	-0,4	-3,4	-3,4	2,3	-1,0	3,2

### 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	
<b>Saldos vivos</b>							
2010 IV	2.353,0	136,5	1.970,6	89,3	1.881,2	42,8	203,1
2011 I	2.255,3	135,1	1.884,4	79,6	1.804,7	36,3	199,5
II	2.216,4	135,9	1.840,5	77,9	1.762,5	35,2	204,9
III	2.202,1	134,1	1.823,6	75,0	1.748,6	34,7	209,6
IV	2.269,5	150,3	1.881,3	78,8	1.802,4	34,0	203,9
<b>Operaciones</b>							
2010 IV	45,8	16,0	24,8	5,7	19,1	-2,1	7,1
2011 I	-95,2	-1,1	-83,3	-10,1	-73,2	-6,0	-4,8
II	-43,1	1,4	-47,6	-5,7	-41,8	-0,8	3,8
III	-23,7	-2,2	-23,0	-3,3	-19,6	-1,7	3,2
IV	67,1	16,5	58,6	5,3	53,3	-1,1	-6,9

### 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 <sup>2)</sup>					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	
<b>Saldos vivos</b>													
2010 IV	1.226,2	853,9	251,5	18,1	0,2	7,1	43,5	250,5	130,3	45,5	84,8	36,3	120,1
2011 I	1.185,1	803,6	261,2	17,9	0,2	7,2	36,2	241,6	124,3	42,3	82,0	36,5	117,4
II	1.167,0	788,6	253,1	19,3	0,4	7,8	37,5	232,5	124,2	41,0	83,2	35,4	108,4
III	1.180,7	795,4	256,0	18,6	0,4	9,6	34,8	232,5	122,3	42,1	80,1	33,8	110,2
IV	1.244,8	828,2	262,2	18,5	0,2	6,6	35,3	228,9	120,2	40,4	79,7	33,0	108,1
<b>Operaciones</b>													
2010 IV	30,8	16,6	14,3	-1,6	-0,1	0,1	2,1	-5,4	-5,3	-1,1	-4,2	-2,4	-0,2
2011 I	-44,3	-52,2	3,2	-0,4	0,0	0,0	-1,7	-9,9	-5,7	-3,1	-2,7	-0,1	-4,2
II	-21,5	-20,8	0,2	0,8	0,2	2,6	-3,9	-7,9	0,4	-0,4	0,7	-0,7	-8,3
III	13,2	6,2	1,4	-0,7	0,0	-0,2	-1,2	-2,2	-3,1	-0,2	-2,9	-1,2	1,0
IV	62,2	32,2	6,1	-0,8	-0,1	-3,0	0,2	-3,4	-1,6	-1,6	0,0	-0,2	-1,8

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) Excluye las titulaciones de préstamos entre IFM.

## 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
2009 I	6.181,0	797,2	493,6	2.359,3	774,9	1.061,2	108,0	243,6	186,9	156,3
II	6.318,2	782,7	487,2	2.381,9	807,4	1.187,3	97,8	247,8	170,8	155,2
III	6.515,5	784,0	482,9	2.429,4	788,6	1.362,6	95,3	250,4	168,0	154,1
IV	6.646,8	786,8	476,5	2.469,5	809,7	1.442,2	95,2	254,8	158,9	153,2
2010 I	6.872,8	784,0	483,8	2.580,7	825,8	1.518,7	93,0	263,3	175,5	148,1
II	6.899,2	785,3	487,3	2.614,3	807,9	1.504,7	90,3	269,5	190,3	149,7
III	7.071,5	783,1	495,4	2.702,8	825,5	1.545,4	86,0	271,3	212,8	149,1
IV	7.005,6	774,2	498,9	2.643,7	848,6	1.574,3	76,8	271,7	166,2	151,2
2011 I	7.062,5	774,9	496,4	2.667,3	856,0	1.589,5	74,9	278,0	172,1	153,4
II	7.075,0	776,7	504,6	2.682,0	849,5	1.594,7	77,9	268,5	168,8	152,4
III	7.070,8	793,6	498,3	2.707,4	799,0	1.544,4	84,8	268,1	223,3	151,8
IV	7.134,3	787,4	501,9	2.693,9	813,8	1.593,4	87,7	269,0	232,6	154,6

### 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
2009 I	2.359,3	1.936,5	530,3	1.037,9	218,7	13,5	136,1	422,8
II	2.381,9	1.984,0	544,0	1.058,6	227,6	15,0	138,9	397,8
III	2.429,4	2.025,0	555,0	1.090,8	226,3	15,1	137,7	404,4
IV	2.469,5	2.060,6	545,4	1.120,0	238,9	16,7	139,7	408,9
2010 I	2.580,7	2.161,6	576,6	1.190,2	232,2	16,2	146,4	419,1
II	2.614,3	2.190,8	581,5	1.198,9	243,3	16,7	150,5	423,5
III	2.702,8	2.274,1	592,9	1.248,1	261,1	19,7	152,3	428,7
IV	2.643,7	2.216,5	590,3	1.222,4	230,6	18,0	155,2	427,2
2011 I	2.667,3	2.249,5	609,8	1.214,4	253,9	19,0	152,5	417,8
II	2.682,0	2.254,4	630,3	1.234,3	215,2	16,3	158,4	427,6
III	2.707,4	2.276,8	637,4	1.229,8	230,6	17,9	161,2	430,6
IV	2.693,9	2.261,3	626,9	1.170,5	280,5	20,6	162,7	432,7

### 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	
2009 I	6.128,1	346,9	31,7	377,8	5.230,9	2.777,5	1.608,8	844,6	140,9	52,9
II	6.181,1	320,6	33,0	395,4	5.295,2	2.849,7	1.599,5	846,0	136,8	137,1
III	6.342,5	302,5	36,1	442,1	5.420,8	2.939,4	1.637,5	844,0	141,0	172,9
IV	6.444,9	283,2	39,5	438,8	5.537,2	3.008,0	1.686,6	842,7	146,2	202,0
2010 I	6.639,5	291,2	39,5	456,8	5.703,2	3.096,9	1.742,9	863,4	148,9	233,3
II	6.717,5	295,5	40,9	428,6	5.802,3	3.123,1	1.811,4	867,8	150,3	181,7
III	6.876,0	311,1	39,8	437,5	5.943,1	3.185,4	1.892,5	865,2	144,5	195,5
IV	6.828,5	279,6	42,3	445,1	5.922,6	3.220,4	1.834,6	867,6	138,8	177,2
2011 I	6.885,6	297,6	40,1	461,4	5.947,9	3.250,9	1.808,9	888,1	138,5	176,9
II	6.909,7	300,2	43,0	449,1	5.977,1	3.270,8	1.825,5	880,8	140,3	165,3
III	7.018,3	306,2	41,9	402,9	6.113,1	3.259,9	1.974,8	878,4	154,2	52,5
IV	7.029,7	302,6	41,6	405,1	6.130,6	3.268,3	1.989,5	872,7	149,9	104,6

Fuente: BCE.



## CUENTAS DE LA ZONA DEL EURO

### 3.1 Cuentas económicas y financieras integradas por sectores institucionales

(mm de euros)

Empleos	Zona del euro	Hogares	Sociedades no financieras	Instituciones financieras	Administraciones Públicas	Resto del mundo
<b>2011 III</b>						
<b>Cuenta de intercambios exteriores</b>						
Exportaciones de bienes y servicios						584
<i>Balanza comercial</i> <sup>1)</sup>						-20
<b>Cuenta de explotación</b>						
Valor añadido bruto (precios básicos)						
Impuestos menos subvenciones sobre los productos						
Producto interior bruto (precios de mercado)						
Remuneración de los asalariados	1.108	115	701	56	235	
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción	27	6	14	4	4	
Consumo de capital fijo	362	97	206	11	49	
<i>Excedente neto de explotación y renta mixta</i> <sup>1)</sup>	600	284	279	37	-1	
<b>Cuenta de asignación de la renta primaria</b>						
Excedente neto de explotación y renta mixta						6
Remuneración de los asalariados						
Impuestos menos subvenciones sobre la producción						
Rentas de la propiedad	667	39	249	308	71	104
Intereses	399	37	74	217	71	55
Otras rentas de la propiedad	268	2	175	91	0	49
<i>Renta nacional neta</i> <sup>1)</sup>	1.979	1.588	129	49	214	
<b>Cuenta de distribución secundaria de la renta</b>						
Renta nacional neta						
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	266	210	46	9	0	2
Cotizaciones sociales	428	428				1
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	457	1	17	33	405	1
Otras transferencias corrientes	184	68	23	45	49	10
Primas netas de seguros no vida	43	33	9	1	1	2
Indemnizaciones de seguros no vida	43			43		1
Otras	98	35	14	1	48	8
<i>Renta disponible neta</i> <sup>1)</sup>	1.954	1.421	72	56	404	
<b>Cuenta de utilización de la renta</b>						
Renta disponible neta						
Gasto en consumo final	1.850	1.365			484	
Gasto en consumo individual	1.665	1.365			300	
Gasto en consumo colectivo	184				184	
Ajuste por variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones	16	0	0	16	0	0
<i>Ahorro neto/cuenta de operaciones corrientes con el exterior</i> <sup>1)</sup>	104	71	72	41	-80	1
<b>Cuenta de capital</b>						
Ahorro neto / cuenta de operaciones corrientes con el exterior						
Formación bruta de capital	468	148	255	11	54	
Formación bruta de capital fijo	455	145	245	11	54	
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos	13	3	10	0	0	
Consumo de capital fijo						
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos	0	-1	0	0	0	0
Transferencias de capital	30	9	1	2	19	5
Impuestos sobre el capital	6	6	1	0		0
Otras transferencias de capital	24	3	0	2	19	5
<i>Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital)</i> <sup>1)</sup>	1	21	37	39	-97	-1
Discrepancia estadística	0	-15	15	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
<b>2011 III</b>						
<b>Cuenta de intercambios exteriores</b>						
Importaciones de bienes y servicios						564
<i>Balanza comercial</i>						
<b>Cuenta de explotación</b>						
Valor añadido bruto (precios básicos)	2.097	502	1.200	108	287	
Impuestos menos subvenciones sobre los productos	240					
Producto interior bruto (precios de mercado) <sup>2)</sup>	2.338					
Remuneración de los asalariados						
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción						
Consumo de capital fijo						
<i>Excedente neto de explotación y renta mixta</i>						
<b>Cuenta de asignación de la renta primaria</b>						
Excedente neto de explotación y renta mixta	600	284	279	37	-1	
Remuneración de los asalariados	1.109	1.109				4
Impuestos menos subvenciones sobre la producción	267				267	1
Rentas de la propiedad	671	233	99	319	19	100
Intereses	391	62	49	269	10	63
Otras rentas de la propiedad	280	172	49	50	9	37
<i>Renta nacional neta</i>						
<b>Cuenta de distribución secundaria de la renta</b>						
Renta nacional neta	1.979	1.588	129	49	214	
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	267				267	1
Cotizaciones sociales	428	1	17	50	360	1
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	455	455				3
Otras transferencias corrientes	160	85	12	45	18	35
Primas netas de seguros no vida	43			43		2
Indemnizaciones de seguros no vida	43	35	7	1	0	2
Otras	74	50	5	0	18	32
<i>Renta disponible neta</i>						
<b>Cuenta de utilización de la renta</b>						
Renta disponible neta	1.954	1.421	72	56	404	
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>						
<b>Cuenta de capital</b>						
Ahorro neto/cuenta de operaciones corrientes con el exterior	104	71	72	41	-80	1
Formación bruta de capital						
Formación bruta de capital fijo						
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos						
Consumo de capital fijo	362	97	206	11	49	
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos						
Transferencias de capital	32	9	16	1	7	3
Impuestos sobre el capital	6				6	0
Otras transferencias de capital	26	9	16	1	1	3
<i>Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital)</i>						
Díscrpencia estadística						

Fuentes: BCE y Eurostat.

2) El producto interior bruto es igual al valor añadido bruto de todos los sectores nacionales, más los impuestos netos (es decir, impuestos menos subvenciones) sobre los productos.

### 3.1 Cuentas económicas y financieras integradas por sectores institucionales (cont.)

(mm de euros)

Activos	Zona del euro	Hogares	Sociedades no financieras	IFM	Otros intermediarios financieros	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Administraciones Públicas	Resto del mundo
<b>Balance al principio del período, activos financieros</b>								
<b>Total activos financieros</b>		18.903	16.948	32.249	15.364	6.834	3.874	16.763
Oro monetario y derechos especiales de giro (DEG)				412				
Efectivo y depósitos	6.708		1.901	9.114	2.364	805	787	3.572
Valores distintos de acciones a corto plazo	57		76	464	317	47	32	714
Valores distintos de acciones a largo plazo	1.371		244	5.973	2.436	2.659	442	3.824
Préstamos	80		3.132	13.430	3.588	472	545	1.900
<i>de los cuales: a largo plazo</i>	59		1.796	10.308	2.560	352	463	.
Acciones y otras participaciones	4.397		7.901	1.912	6.383	2.469	1.363	6.033
Acciones cotizadas	829		1.413	370	2.154	572	262	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones	2.204		6.078	1.242	3.233	297	933	.
Participaciones en fondos de inversión	1.364		410	300	996	1.600	168	.
Reservas técnicas de seguro	5.815		178	3	0	230	4	241
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros	476		3.516	941	276	152	701	479
<i>Patrimonio financiero neto</i>								
<b>Cuenta financiera, activos financieros</b>								
<b>Total de operaciones de activos financieros</b>		28	195	1.340	50	54	-27	118
Oro monetario y DEG				0				0
Efectivo y depósitos	12		19	1.140	92	26	-86	31
Valores distintos de acciones a corto plazo	-3		4	47	-3	7	0	-18
Valores distintos de acciones a largo plazo	-10		7	-15	-62	-15	-5	19
Préstamos	0		93	53	55	-3	-15	38
<i>de los cuales: a largo plazo</i>	0		27	-140	30	0	-2	.
Acciones y otras participaciones	-17		69	0	-32	43	13	8
Acciones cotizadas	6		40	1	-69	3	3	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones	8		34	10	56	3	14	.
Participaciones en fondos de inversión por operaciones	-30		-5	-11	-19	37	-4	.
Reservas técnicas de seguro	24		0	0	0	-1	0	-3
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros	22		4	114	0	-3	66	43
<i>Variaciones del patrimonio financiero neto derivadas de operaciones</i>								
<b>Cuenta de otras variaciones de activos financieros</b>								
<b>Total de otras variaciones de activos financieros</b>		-466	-840	61	-340	-113	-46	8
Oro monetario y DEG				57				
Efectivo y depósitos	9		5	94	0	2	0	73
Valores distintos de acciones a corto plazo	-2		3	-1	4	0	-1	21
Valores distintos de acciones a largo plazo	-43		-16	43	11	21	2	172
Préstamos	-1		11	41	21	-1	0	24
<i>de los cuales: a largo plazo</i>	-1		2	19	13	0	0	.
Acciones y otras participaciones	-406		-823	-155	-383	-137	-58	-283
Acciones cotizadas	-182		-231	-71	-302	-52	-45	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones	-145		-561	-79	-34	-7	-3	.
Participaciones en fondos de inversión	-79		-31	-5	-46	-78	-9	.
Reservas técnicas de seguro	-13		0	0	0	2	0	2
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros	-10		-20	-18	6	0	11	-1
<i>Otras variaciones del patrimonio financiero neto</i>								
<b>Balance al final del período, activos financieros</b>								
<b>Total activos financieros</b>		18.466	16.303	33.651	15.074	6.776	3.800	16.889
Oro monetario y DEG				469				
Efectivo y depósitos	6.728		1.925	10.348	2.456	833	700	3.676
Valores distintos de acciones a corto plazo	52		83	510	318	54	31	717
Valores distintos de acciones a largo plazo	1.318		235	6.001	2.385	2.666	439	4.015
Préstamos	79		3.237	13.524	3.664	468	530	1.961
<i>de los cuales: a largo plazo</i>	58		1.825	10.187	2.603	352	461	.
Acciones y otras participaciones	3.974		7.146	1.758	5.968	2.375	1.318	5.758
Acciones cotizadas	652		1.222	301	1.782	523	220	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones	2.066		5.551	1.173	3.254	293	943	.
Participaciones en fondos de inversión	1.255		374	284	932	1.559	155	.
Reservas técnicas de seguro	5.827		177	3	0	231	4	240
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros	488		3.499	1.037	282	149	777	521
<i>Patrimonio financiero neto</i>								

Fuente: BCE.

### 3.1 Cuentas económicas y financieras integradas por sectores institucionales (cont.)

(mm de euros)

Pasivos	Zona del euro	Hogares	Sociedades no financieras	IFM	Otros intermediarios financieros	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Administraciones Públicas	Resto del mundo
<b>Balance al principio del período, pasivos</b>								
Pasivos totales		6.670	26.813	31.393	14.736	6.891	9.218	14.801
Oro monetario y derechos especiales de giro (DEG)								
Efectivo y depósitos			30	22.301	21	0	259	2.640
Valores distintos de acciones a corto plazo			82	623	78	1	687	235
Valores distintos de acciones a largo plazo			799	4.540	2.738	33	6.002	2.838
Préstamos		6.152	8.564		3.376	270	1.706	3.079
<i>de los cuales: a largo plazo</i>		5.784	6.077		1.855	121	1.401	.
Acciones y otras participaciones		7	13.364	2.691	8.389	423	6	5.577
Acciones cotizadas			3.914	489	250	122	0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		7	9.451	1.155	2.552	300	6	.
Participaciones en fondos de inversión				1.048	5.587			.
Reservas técnicas de seguro		35	335	70	1	6.029	1	
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		476	3.638	1.168	133	135	558	431
<i>Patrimonio financiero neto <sup>1)</sup></i>	-1.550	12.233	-9.865	856	628	-57	-5.345	
<b>Cuenta financiera, pasivos</b>								
Total de operaciones de pasivos		22	143	1.288	100	18	69	118
Oro monetario y DEG								
Efectivo y depósitos			-1	1.148	12	0	3	72
Valores distintos de acciones a corto plazo			11	6	-10	0	15	11
Valores distintos de acciones a largo plazo			3	-17	-7	0	-35	-24
Préstamos		16	40		96	6	28	35
<i>de los cuales: a largo plazo</i>		24	25		43	-2	27	.
Acciones y otras participaciones		0	54	27	23	1	0	-20
Acciones cotizadas			4	17	3	1	0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		0	50	9	75	0	0	.
Participaciones en fondos de inversión				0	-55			.
Reservas técnicas de seguro		0	0	2	0	17	0	
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		6	34	122	-13	-6	58	44
<i>Variaciones del patrimonio financiero neto <sup>1)</sup></i>	1	6	53	52	-50	36	-97	-1
<b>Cuenta de otras variaciones de pasivos</b>								
Total de otras variaciones de pasivos		6	-1.435	-2	-367	-83	90	-2
Oro monetario y DEG								
Efectivo y depósitos			0	117	0	0	0	66
Valores distintos de acciones a corto plazo			0	10	0	0	0	15
Valores distintos de acciones a largo plazo			27	64	-32	-1	97	36
Préstamos		1	13		42	-1	1	38
<i>de los cuales: a largo plazo</i>		2	1		14	-1	1	.
Acciones y otras participaciones		0	-1.461	-200	-379	-45	0	-159
Acciones cotizadas			-776	-158	-68	-25	0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		0	-685	-61	0	-20	0	.
Participaciones en fondos de inversión				19	-311			.
Reservas técnicas de seguro		0	0	0	0	-9	0	
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		4	-14	8	3	-28	-7	3
<i>Otras variaciones del patrimonio financiero neto <sup>1)</sup></i>	47	-472	595	64	26	-29	-137	10
<b>Balance al final del período, pasivos</b>								
Total activos financieros		6.698	25.520	32.680	14.470	6.825	9.378	14.917
Oro monetario y DEG								
Efectivo y depósitos			30	23.566	32	0	262	2.778
Valores distintos de acciones a corto plazo			94	639	68	1	702	261
Valores distintos de acciones a largo plazo			828	4.587	2.699	32	6.064	2.850
Préstamos		6.169	8.617		3.514	275	1.735	3.151
<i>de los cuales: a largo plazo</i>		5.811	6.104		1.912	118	1.429	.
Acciones y otras participaciones		7	11.958	2.518	8.033	378	6	5.398
Acciones cotizadas			3.142	348	185	97	0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		7	8.816	1.103	2.627	279	6	.
Participaciones en fondos de inversión				1.067	5.221			.
Reservas técnicas de seguro		35	335	72	1	6.038	1	
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		487	3.658	1.298	123	101	609	479
<i>Patrimonio financiero neto <sup>1)</sup></i>	-1.502	11.767	-9.217	971	604	-50	-5.578	

Fuente: BCE.

### 3.2 Cuentas no financieras de la zona del euro

(mm de euros; flujos acumulados de cuatro trimestres)

Empleos	2007	2008	2009	2009 IV- 2010 III	2010 I- 2010 IV	2010 II- 2011 I	2010 III- 2011 II	2010 IV- 2011 III
<b>Cuenta de explotación</b>								
Valor añadido bruto (precios básicos)								
Impuestos menos subvenciones sobre los productos								
Producto interior bruto (precios de mercado)								
Remuneración de los asalariados	4.278	4.460	4.442	4.472	4.490	4.517	4.548	4.575
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción	99	94	85	87	82	84	88	94
Consumo de capital fijo	1.294	1.361	1.384	1.405	1.415	1.425	1.435	1.442
<i>Excedente neto de explotación y renta mixta</i> <sup>1)</sup>	2.398	2.360	2.117	2.187	2.213	2.240	2.259	2.271
<b>Cuenta de asignación de la renta primaria</b>								
Excedente neto de explotación y renta mixta								
Remuneración de los asalariados								
Impuestos menos subvenciones sobre la producción								
Rentas de la propiedad	3.689	3.936	2.959	2.759	2.803	2.848	2.922	2.976
Intereses	2.129	2.383	1.606	1.401	1.410	1.441	1.484	1.532
Otras rentas de la propiedad	1.560	1.553	1.353	1.358	1.393	1.407	1.438	1.445
<i>Renta nacional neta</i> <sup>1)</sup>	7.773	7.807	7.538	7.680	7.733	7.797	7.862	7.920
<b>Cuenta de distribución secundaria de la renta</b>								
Renta nacional neta								
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	1.136	1.145	1.028	1.043	1.054	1.071	1.081	1.096
Cotizaciones sociales	1.596	1.671	1.676	1.689	1.699	1.708	1.717	1.733
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	1.586	1.657	1.774	1.813	1.821	1.826	1.831	1.837
Otras transferencias corrientes	738	771	775	779	771	771	773	772
Primas netas de seguros no vida	183	187	181	180	180	178	178	179
Derechos de seguros no vida	184	188	182	180	180	179	178	179
Otras	370	395	412	419	412	414	416	415
<i>Renta disponible neta</i> <sup>1)</sup>	7.679	7.705	7.430	7.565	7.621	7.684	7.750	7.810
<b>Cuenta de utilización de la renta</b>								
Renta disponible neta								
Gasto en consumo final	6.884	7.135	7.140	7.259	7.301	7.350	7.399	7.438
Gasto en consumo individual	6.185	6.399	6.369	6.486	6.529	6.576	6.623	6.660
Gasto en consumo colectivo	699	737	771	773	772	774	776	778
Ajuste por variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones	61	70	62	56	55	54	55	58
<i>Ahorro neto</i> <sup>1)</sup>	796	570	290	306	320	334	351	373
<b>Cuenta de capital</b>								
Ahorro neto								
Formación bruta de capital	2.065	2.074	1.719	1.768	1.793	1.838	1.855	1.871
Formación bruta de capital fijo	1.990	2.011	1.763	1.761	1.773	1.799	1.814	1.828
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos	75	63	-43	7	19	39	41	43
Consumo de capital fijo								
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos	-1	1	1	2	1	1	1	1
Transferencias de capital	153	152	185	221	226	214	206	164
Impuestos sobre el capital	24	24	34	30	25	26	25	25
Otras transferencias de capital	129	128	151	191	201	188	181	139
<i>Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital)</i> <sup>1)</sup>	40	-135	-37	-47	-49	-70	-61	-48

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	2007	2008	2009	2009 IV- 2010 III	2010 I- 2010 IV	2010 II- 2011 I	2010 III- 2011 II	2010 IV- 2011 III
<b>Cuenta de explotación</b>								
Valor añadido bruto (precios básicos)	8.069	8.275	8.028	8.151	8.200	8.265	8.329	8.382
Impuestos menos subvenciones sobre los productos	960	946	894	931	940	956	958	966
Producto interior bruto (precios de mercado) <sup>2)</sup>	9.029	9.221	8.922	9.082	9.139	9.221	9.288	9.347
Remuneración de los asalariados								
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción								
Consumo de capital fijo								
<i>Excedente neto de explotación y renta mixta</i>								
<b>Cuenta de asignación de la renta primaria</b>								
Excedente neto de explotación y renta mixta	2.398	2.360	2.117	2.187	2.213	2.240	2.259	2.271
Remuneración de los asalariados	4.286	4.468	4.450	4.481	4.500	4.527	4.558	4.585
Impuestos menos subvenciones sobre la producción	1.067	1.047	996	1.032	1.035	1.053	1.059	1.072
Rentas de la propiedad	3.711	3.867	2.933	2.740	2.788	2.825	2.908	2.968
Intereses	2.092	2.327	1.561	1.358	1.370	1.402	1.446	1.496
Otras rentas de la propiedad	1.619	1.540	1.372	1.382	1.418	1.423	1.462	1.473
<i>Renta nacional neta</i>								
<b>Cuenta de distribución secundaria de la renta</b>								
Renta nacional neta	7.773	7.807	7.538	7.680	7.733	7.797	7.862	7.920
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	1.144	1.153	1.034	1.047	1.059	1.076	1.087	1.103
Cotizaciones sociales	1.595	1.670	1.674	1.688	1.698	1.707	1.716	1.732
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	1.578	1.649	1.767	1.807	1.814	1.819	1.824	1.830
Otras transferencias corrientes	644	671	669	665	662	660	662	664
Primas netas de seguros no vida	184	188	182	180	180	179	178	179
Derechos de seguros no vida	180	184	178	177	176	175	175	175
Otras	280	298	309	308	306	306	309	310
<i>Renta disponible neta</i>								
<b>Cuenta de utilización de la renta</b>								
Renta disponible neta	7.679	7.705	7.430	7.565	7.621	7.684	7.750	7.810
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	61	70	62	56	55	54	55	58
<i>Ahorro neto</i>								
<b>Cuenta de capital</b>								
Ahorro neto	796	570	290	306	320	334	351	373
Formación bruta de capital								
Formación bruta de capital fijo								
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos								
Consumo de capital fijo	1.294	1.361	1.384	1.405	1.415	1.425	1.435	1.442
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos								
Transferencias de capital	168	162	194	231	236	224	215	174
Impuestos sobre el capital	24	24	34	30	25	26	25	25
Otras transferencias de capital	144	138	160	202	211	198	190	149
<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)

	2007	2008	2009	2009 IV- 2010 III	2010 I- 2010 IV	2010 II- 2011 I	2010 III- 2011 II	2010 IV- 2011 III
<b>Renta, ahorro y variaciones del patrimonio neto</b>								
Remuneración de los asalariados (+)	4.286	4.468	4.450	4.481	4.500	4.527	4.558	4.585
Excedente bruto de explotación y renta mixta (+)	1.483	1.521	1.449	1.446	1.455	1.466	1.482	1.491
Intereses, recursos (+)	316	351	241	213	214	221	229	238
Intereses, empleos (-)	221	249	146	125	126	130	137	142
Otras rentas de la propiedad, recursos (+)	788	785	714	704	713	726	736	748
Otras rentas de la propiedad, empleos (-)	10	10	10	10	10	10	10	10
Impuestos corrientes sobre la renta y el patrimonio (-)	834	872	841	844	848	858	864	873
Cotizaciones sociales netas (-)	1.592	1.667	1.671	1.684	1.694	1.703	1.712	1.728
Prestaciones sociales netas (+)	1.573	1.644	1.762	1.802	1.809	1.814	1.819	1.824
Transferencias corrientes netas, recursos (+)	62	70	73	72	70	69	68	69
<b>= Renta disponible bruta</b>	<b>5.853</b>	<b>6.041</b>	<b>6.020</b>	<b>6.054</b>	<b>6.083</b>	<b>6.122</b>	<b>6.169</b>	<b>6.202</b>
Gasto en consumo final (-)	5.078	5.237	5.153	5.246	5.288	5.329	5.373	5.408
Variación en el patrimonio neto de los fondos de pensiones (+)	60	69	61	56	54	54	55	57
<b>= Ahorro bruto</b>	<b>835</b>	<b>874</b>	<b>928</b>	<b>864</b>	<b>850</b>	<b>846</b>	<b>851</b>	<b>851</b>
Consumo de capital fijo (-)	358	372	375	378	380	381	382	384
Transferencias netas de capital, recursos (+)	12	-1	10	5	10	9	9	9
Otras variaciones del patrimonio neto (+)	1.273	-2.040	-499	854	858	590	456	-130
<b>= Variaciones del patrimonio neto</b>	<b>1.762</b>	<b>-1.539</b>	<b>64</b>	<b>1.346</b>	<b>1.339</b>	<b>1.065</b>	<b>934</b>	<b>346</b>
<b>Inversión, financiación y variaciones del patrimonio neto</b>								
Adquisiciones netas de activos no financieros (+)	661	646	553	554	558	565	568	574
Consumo de capital fijo (-)	358	372	375	378	380	381	382	384
Inversión financiera: principales partidas (+)								
Activos a corto plazo	420	455	-13	-23	56	115	125	130
Efectivo y depósitos	351	438	121	89	120	141	139	149
Participaciones en fondos del mercado monetario	37	-9	-41	-82	-51	-38	-33	-23
Valores distintos de acciones <sup>1)</sup>	32	27	-93	-30	-13	11	19	4
Activos a largo plazo	156	26	516	485	407	321	280	242
Depósitos	-31	-27	85	80	56	40	50	51
Valores distintos de acciones	86	14	28	-9	-6	37	37	57
Acciones y otras participaciones	-108	-96	179	167	130	44	12	-21
Acciones cotizadas y no cotizadas y otras participaciones	37	72	131	109	107	55	22	22
Participaciones en fondos de inversión	-145	-167	48	59	23	-11	-9	-43
Reservas de seguro de vida y reservas de fondos de pensiones	209	135	225	247	228	199	180	155
Financiación: principales partidas (-)								
Préstamos	384	258	110	111	125	125	141	126
de los cuales: de IFM de la zona del euro	283	83	65	135	147	170	168	149
Otras variaciones de los activos (+)								
Activos no financieros	1.224	-672	-796	762	797	619	217	330
Activos financieros	67	-1.412	275	97	82	-14	193	-457
Acciones y otras participaciones	48	-1.158	85	-43	41	32	172	-354
Reservas de seguro de vida y reservas de fondos de pensiones	8	-239	175	141	85	25	46	-37
Otros flujos netos (+)	-24	48	14	-39	-57	-34	75	38
<b>= Variaciones del patrimonio neto</b>	<b>1.762</b>	<b>-1.539</b>	<b>64</b>	<b>1.346</b>	<b>1.339</b>	<b>1.065</b>	<b>934</b>	<b>346</b>
<b>Balance</b>								
Activos no financieros (+)	27.914	27.515	26.897	27.732	27.872	27.769	27.812	28.252
Activos financieros (+)								
Activos a corto plazo	5.261	5.804	5.780	5.767	5.841	5.875	5.915	5.911
Efectivo y depósitos	4.851	5.321	5.475	5.500	5.599	5.599	5.652	5.659
Participaciones en fondos del mercado monetario	277	309	236	200	186	203	191	187
Valores distintos de acciones <sup>1)</sup>	132	174	70	68	56	73	73	64
Activos a largo plazo	12.141	10.710	11.538	11.905	12.015	12.082	12.102	11.653
Depósitos	965	915	971	1.015	1.028	1.037	1.056	1.069
Valores distintos de acciones	1.286	1.303	1.379	1.343	1.317	1.330	1.355	1.306
Acciones y otras participaciones	5.103	3.808	4.104	4.172	4.274	4.266	4.206	3.786
Acciones cotizadas y no cotizadas y otras participaciones	3.710	2.870	2.983	2.998	3.065	3.092	3.032	2.719
Participaciones en fondos de inversión	1.392	938	1.121	1.174	1.209	1.174	1.174	1.068
Reservas de seguro de vida y reservas de fondos de pensiones	4.787	4.683	5.083	5.375	5.396	5.450	5.484	5.493
Otros activos netos (+)	324	324	306	301	293	280	369	372
Pasivos (-)								
Préstamos	5.569	5.821	5.925	6.031	6.087	6.094	6.152	6.169
de los cuales: de IFM de la zona del euro	4.831	4.914	4.968	5.159	5.213	5.256	5.304	5.313
<b>= Patrimonio neto</b>	<b>40.071</b>	<b>38.532</b>	<b>38.596</b>	<b>39.673</b>	<b>39.934</b>	<b>39.913</b>	<b>40.045</b>	<b>40.019</b>

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)

	2007	2008	2009	2009 IV- 2010 III	2010 I- 2010 IV	2010 II- 2011 I	2010 III- 2011 II	2010 IV- 2011 III
<b>Renta y ahorro</b>								
Valor añadido bruto (precios básicos) (+)	4.646	4.755	4.499	4.590	4.627	4.676	4.720	4.758
Remuneración de los asalariados (-)	2.711	2.833	2.774	2.788	2.804	2.827	2.854	2.876
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción (-)	49	46	39	39	33	34	37	41
= <b>Excedente bruto de explotación (+)</b>	1.886	1.876	1.686	1.763	1.790	1.814	1.829	1.841
Consumo de capital fijo (-)	725	767	783	796	802	809	816	820
= <b>Excedente neto de explotación (+)</b>	1.161	1.110	903	967	987	1.005	1.014	1.021
Rentas de la propiedad, recursos (+)	639	637	541	520	535	540	561	571
Intereses, recursos	218	239	173	154	157	164	171	183
Otras rentas de la propiedad, recursos	421	398	369	366	377	376	389	388
Intereses y otras rentas, empleos (-)	366	421	297	260	263	269	280	292
= <b>Renta empresarial neta (+)</b>	1.434	1.326	1.147	1.226	1.259	1.276	1.294	1.299
Renta distribuida (-)	1.002	1.023	927	915	937	954	961	969
Impuestos sobre la renta y el patrimonio, empleos (-)	248	236	152	161	167	173	176	181
Cotizaciones sociales, recursos (+)	64	68	70	69	69	69	70	70
Prestaciones sociales, empleos (-)	63	65	68	69	69	70	70	70
Otras transferencias corrientes netas (-)	43	48	46	46	45	45	43	43
= <b>Ahorro neto</b>	142	22	24	105	109	104	114	106
<b>Inversión, financiación y ahorro</b>								
Adquisiciones netas de activos no financieros (+)	409	369	83	142	163	196	199	209
Formación bruta de capital fijo (+)	1.058	1.077	912	931	946	966	978	990
Consumo de capital fijo (-)	725	767	783	796	802	809	816	820
Adquisiciones netas de otros activos no financieros (+)	76	58	-46	7	20	39	37	39
Inversión financiera: principales partidas (+)								
Activos a corto plazo	167	72	93	26	18	20	37	-3
Efectivo y depósitos	153	15	88	51	67	61	64	43
Participaciones en fondos del mercado monetario	-20	33	40	-28	-41	-27	-20	-34
Valores distintos de acciones <sup>1)</sup>	34	24	-34	3	-8	-14	-7	-12
Activos a largo plazo	769	681	263	377	438	438	512	560
Depósitos	-10	36	5	-7	0	15	21	30
Valores distintos de acciones	49	-37	17	-11	-5	10	25	27
Acciones y otras participaciones	423	337	124	130	172	176	240	268
Otros (principalmente préstamos entre empresas relacionadas)	307	344	116	265	270	236	226	235
Otros activos netos (+)	184	-41	48	82	-3	2	-1	-92
Financiación: principales partidas (-)								
Deuda	919	670	80	215	209	243	306	259
de la cual: préstamos de IFM de la zona del euro	537	394	-114	-35	-8	28	71	73
de la cual: valores distintos de acciones	32	48	90	71	67	45	44	46
Acciones y otras participaciones	400	310	296	226	224	235	257	242
Acciones cotizadas	58	6	67	36	30	29	28	29
Acciones no cotizadas y otras participaciones	342	304	230	190	195	206	229	212
Transferencias netas de capital, recursos (-)	69	75	83	79	72	70	69	67
= <b>Ahorro neto</b>	142	22	24	105	109	104	114	106
<b>Balance financiero</b>								
Activos financieros								
Activos a corto plazo	1.788	1.878	1.959	1.926	1.973	1.952	1.938	1.935
Efectivo y depósitos	1.507	1.538	1.632	1.626	1.693	1.667	1.672	1.678
Participaciones en fondos del mercado monetario	163	192	214	182	174	178	167	151
Valores distintos de acciones <sup>1)</sup>	118	148	113	119	107	107	99	105
Activos a largo plazo	10.759	9.327	10.283	10.743	11.030	11.201	11.316	10.692
Depósitos	208	247	228	242	225	225	229	247
Valores distintos de acciones	228	184	197	206	201	222	221	212
Acciones y otras participaciones	7.984	6.248	7.078	7.289	7.540	7.682	7.733	6.996
Otros (principalmente préstamos entre empresas relacionadas)	2.339	2.648	2.779	3.007	3.064	3.072	3.132	3.237
Otros activos netos (+)	259	210	187	180	36	134	86	48
Pasivos								
Deuda	8.651	9.340	9.453	9.632	9.641	9.660	9.780	9.875
de la cual: préstamos de IFM de la zona del euro	4.466	4.871	4.711	4.709	4.698	4.728	4.755	4.766
de la cual: valores distintos de acciones	648	704	827	900	887	864	881	922
Acciones y otras participaciones	14.316	11.071	12.388	12.631	13.101	13.378	13.364	11.958
Acciones cotizadas	5.061	2.935	3.516	3.542	3.814	3.923	3.914	3.142
Acciones no cotizadas y otras participaciones	9.255	8.136	8.872	9.090	9.287	9.455	9.451	8.816

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)

	2007	2008	2009	2009 IV- 2010 III	2010 I- 2010 IV	2010 II- 2011 I	2010 III- 2011 II	2010 IV- 2011 III
<b>Cuenta financiera, operaciones financieras</b>								
Inversión financiera: principales partidas (+)								
Activos a corto plazo	23	78	-49	-4	-10	-24	-37	3
Efectivo y depósitos	7	57	-33	6	-10	-9	-15	9
Participaciones en fondos del mercado monetario	5	18	-2	-4	-6	-23	-25	-15
Valores distintos de acciones <sup>1)</sup>	11	3	-14	-6	5	8	3	9
Activos a largo plazo	229	126	281	261	230	215	232	199
Depósitos	47	-9	21	-12	-8	8	10	16
Valores distintos de acciones	108	75	101	159	142	112	105	51
Préstamos	-15	26	6	12	28	22	25	17
Acciones cotizadas	20	-7	-60	14	14	17	15	10
Acciones no cotizadas y otras participaciones	7	18	-22	-18	-13	-8	-5	2
Participaciones en fondos de inversión	63	24	235	106	66	64	82	103
Otros activos netos (+)	9	20	38	38	21	0	-42	-35
Financiación: principales partidas (-)								
Valores distintos de acciones	3	4	5	2	0	0	2	3
Préstamos	-2	24	-18	5	3	10	6	0
Acciones y otras participaciones	2	8	1	4	4	4	0	1
Reservas técnicas de seguro	245	130	229	279	256	209	176	140
Particip. neta hogares en reservas seguros de vida y fondos de pensiones	211	126	225	269	244	200	176	144
Reservas para primas y para siniestros	34	4	4	10	12	9	0	-4
<b>= Variaciones del patrimonio financiero neto derivadas de operaciones</b>	<b>13</b>	<b>58</b>	<b>53</b>	<b>6</b>	<b>-24</b>	<b>-32</b>	<b>-31</b>	<b>24</b>
<b>Cuenta de otras variaciones</b>								
Otras variaciones de los activos financieros (+)								
Acciones y otras participaciones	34	-562	228	126	118	37	68	-119
Otros activos netos	-38	52	20	68	-10	-33	-12	-22
Otras variaciones de los pasivos (-)								
Acciones y otras participaciones	-21	-173	11	-19	-9	-9	12	-38
Reservas técnicas de seguro	30	-260	188	144	94	35	54	-18
Particip. neta hogares en reservas seguros de vida y fondos de pensiones	18	-248	185	146	97	38	58	-24
Reservas para primas y para siniestros	12	-12	4	-2	-3	-3	-5	6
<b>= Otras variaciones del patrimonio financiero neto</b>	<b>-14</b>	<b>-77</b>	<b>49</b>	<b>69</b>	<b>23</b>	<b>-22</b>	<b>-11</b>	<b>-85</b>
<b>Balance financiero</b>								
Activos financieros (+)								
Activos a corto plazo	321	401	346	369	341	328	329	365
Efectivo y depósitos	163	224	195	203	190	181	181	203
Participaciones en fondos del mercado monetario	94	110	99	106	94	85	86	93
Valores distintos de acciones <sup>1)</sup>	63	67	52	60	57	62	62	69
Activos a largo plazo	5.503	5.074	5.662	5.989	5.997	6.092	6.123	6.030
Depósitos	594	599	617	610	610	624	624	630
Valores distintos de acciones	2.203	2.269	2.446	2.637	2.575	2.628	2.643	2.650
Préstamos	411	434	439	453	467	468	472	468
Acciones cotizadas	750	492	524	542	563	578	572	523
Acciones no cotizadas y otras participaciones	381	313	305	297	307	301	297	293
Participaciones en fondos de inversión	1.164	965	1.331	1.449	1.474	1.494	1.515	1.466
Otros activos netos (+)	173	241	228	294	252	257	247	279
Pasivos (-)								
Valores distintos de acciones	20	23	31	31	33	31	33	33
Préstamos	245	273	255	279	262	267	270	275
Acciones y otras participaciones	578	413	425	415	420	438	423	378
Reservas técnicas de seguro	5.295	5.165	5.582	5.916	5.932	6.005	6.029	6.038
Particip. neta hogares en reservas seguros de vida y fondos de pensiones	4.472	4.350	4.760	5.081	5.101	5.161	5.195	5.201
Reservas para primas y para siniestros	822	815	822	835	831	844	835	837
<b>= Riqueza financiera neta</b>	<b>-140</b>	<b>-159</b>	<b>-56</b>	<b>11</b>	<b>-57</b>	<b>-64</b>	<b>-57</b>	<b>-50</b>

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 <sup>1)</sup>			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 <sup>2)</sup>	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Emisiones netas	Tasas crec. de 6 meses	
<b>Total</b>												
2011 Ene	16.363,9	1.005,1	75,1	14.187,2	954,5	72,2	15.946,1	1.070,8	91,9	3,7	78,1	5,0
Feb	16.463,3	866,8	100,3	14.278,3	813,9	92,2	16.039,0	920,2	98,7	4,1	48,4	4,1
Mar	16.461,4	986,8	-1,6	14.269,1	919,9	-9,0	16.014,8	1.027,9	0,3	3,4	9,8	3,5
Abr	16.483,4	889,7	22,5	14.317,2	850,3	48,7	16.041,8	934,9	52,1	3,2	26,2	3,3
May	16.586,6	922,5	101,6	14.409,7	865,9	90,9	16.190,2	963,7	118,1	3,6	41,7	1,9
Jun	16.619,3	851,8	32,7	14.433,8	799,9	24,0	16.207,7	896,8	24,6	3,9	50,7	3,2
Jul	16.589,0	852,1	-30,8	14.423,6	824,8	-10,9	16.220,8	906,7	-11,6	3,7	13,8	2,4
Ago	16.618,9	806,2	30,1	14.454,3	771,8	30,9	16.228,2	857,7	18,7	3,3	47,4	2,4
Sep	16.651,8	1.001,7	33,3	14.460,9	925,8	7,1	16.274,5	1.026,3	8,9	3,3	61,3	3,0
Oct	16.703,3	1.034,5	52,3	14.539,9	992,9	79,6	16.318,6	1.086,5	70,1	3,4	59,9	3,4
Nov	16.787,4	1.061,7	83,5	14.630,1	1.014,6	89,4	16.441,7	1.125,7	93,9	2,4	5,1	3,0
Dic	16.857,4	1.127,1	69,9	14.698,0	1.084,7	67,8	16.538,0	1.176,1	68,0	4,0	193,7	4,8
2012 Ene	.	.	.	14.791,8	1.118,1	96,8	16.615,1	1.250,5	89,4	4,0	75,3	5,5
<b>A largo plazo</b>												
2011 Ene	14.913,8	308,9	64,9	12.816,8	278,0	50,5	14.380,8	320,1	67,4	4,8	97,1	6,2
Feb	15.019,2	284,2	105,7	12.911,9	253,2	95,5	14.468,4	285,1	92,1	5,0	42,8	5,6
Mar	15.029,5	313,5	10,8	12.928,8	277,4	17,4	14.461,5	311,6	14,9	4,2	20,4	5,1
Abr	15.082,9	303,3	53,7	12.993,1	278,4	64,6	14.507,7	308,9	67,8	4,2	48,4	4,8
May	15.159,0	275,8	75,0	13.060,7	243,4	66,5	14.613,4	266,4	80,2	4,5	14,8	3,4
Jun	15.212,2	259,0	52,7	13.112,0	227,7	50,7	14.662,3	256,6	53,7	4,6	44,0	3,8
Jul	15.193,5	202,8	-20,9	13.100,5	191,6	-13,8	14.673,2	213,3	-13,3	4,4	25,4	2,7
Ago	15.188,3	121,6	-5,2	13.099,6	112,0	-1,0	14.653,2	122,0	-9,6	4,0	28,4	2,5
Sep	15.180,0	229,2	-7,7	13.087,4	189,8	-11,4	14.681,8	213,9	-4,1	4,0	42,7	2,8
Oct	15.254,0	278,3	76,0	13.167,3	250,9	81,8	14.728,3	268,0	70,2	4,0	74,3	3,2
Nov	15.325,8	210,8	71,5	13.249,0	191,6	81,1	14.841,6	212,2	87,8	3,3	5,0	3,0
Dic	15.384,4	238,3	57,6	13.320,7	229,1	70,7	14.941,3	246,7	74,2	4,1	144,1	4,4
2012 Ene	.	.	.	13.388,2	300,9	70,9	14.990,2	329,9	59,6	4,0	86,3	5,3

### 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 <sup>1)</sup>					
	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	
	<b>Total</b>											
2010	15.872	5.246	3.290	850	5.932	554	1.007	625	80	69	205	29
2011	16.538	5.530	3.299	868	6.216	624	999	609	98	62	191	39
2011 I	16.015	5.347	3.256	824	6.024	564	1.006	592	92	59	220	43
II	16.208	5.363	3.249	832	6.167	597	932	551	86	60	192	43
III	16.274	5.425	3.229	854	6.160	607	930	579	78	60	180	33
IV	16.538	5.530	3.299	868	6.216	624	1.129	715	136	70	172	36
2011 Oct	16.319	5.412	3.259	860	6.181	607	1.087	629	144	86	197	31
Nov	16.442	5.456	3.266	870	6.229	621	1.126	730	107	63	181	45
Dic	16.538	5.530	3.299	868	6.216	624	1.176	786	157	60	139	34
2012 Ene	16.615	5.542	3.293	877	6.270	633	1.251	769	117	65	248	51
	<b>A corto plazo</b>											
2010	1.539	572	121	67	724	54	759	534	34	57	115	19
2011	1.597	702	107	77	634	77	747	511	47	53	107	29
2011 I	1.553	618	113	71	700	52	701	462	41	49	118	30
II	1.545	582	124	72	702	65	654	440	31	51	102	32
III	1.593	613	113	83	712	72	747	512	42	53	114	26
IV	1.597	702	107	77	634	77	887	630	75	60	94	28
2011 Oct	1.590	625	109	84	703	70	819	545	68	73	109	24
Nov	1.600	652	105	84	686	74	913	665	68	54	95	31
Dic	1.597	702	107	77	634	77	929	679	90	52	78	29
2012 Ene	1.625	709	109	81	648	79	921	629	66	53	138	34
	<b>A largo plazo <sup>2)</sup></b>											
2010	14.332	4.674	3.169	783	5.207	499	248	91	46	12	90	9
2011	14.941	4.828	3.192	791	5.583	547	252	98	50	9	84	10
2011 I	14.461	4.729	3.143	752	5.325	512	306	130	50	10	102	13
II	14.662	4.781	3.125	759	5.465	532	277	111	55	9	90	12
III	14.682	4.812	3.116	770	5.448	535	183	67	36	7	66	7
IV	14.941	4.828	3.192	791	5.583	547	242	85	61	10	78	8
2011 Oct	14.728	4.788	3.150	776	5.478	537	268	84	76	13	88	7
Nov	14.842	4.804	3.161	786	5.544	547	212	65	39	9	85	13
Dic	14.941	4.828	3.192	791	5.583	547	247	107	67	8	61	4
2012 Ene	14.990	4.833	3.184	797	5.622	554	330	141	50	12	110	17
	<b>del cual: a tipo fijo</b>											
2010	9.477	2.633	1.099	671	4.697	377	156	50	13	10	77	6
2011	10.026	2.777	1.151	697	4.994	408	151	54	12	8	70	7
2011 I	9.639	2.700	1.109	655	4.787	387	195	78	13	8	87	9
II	9.862	2.743	1.141	666	4.912	401	173	62	20	8	74	8
III	9.887	2.773	1.149	678	4.887	400	112	35	8	6	58	5
IV	10.026	2.777	1.151	697	4.994	408	123	41	7	9	61	5
2011 Oct	9.891	2.758	1.144	682	4.903	403	132	47	4	11	66	4
Nov	9.970	2.764	1.144	692	4.962	407	117	29	7	9	64	8
Dic	10.026	2.777	1.151	697	4.994	408	119	48	8	7	53	3
2012 Ene	10.085	2.798	1.154	702	5.021	409	218	95	16	11	86	9
	<b>del cual: a tipo variable</b>											
2010	4.384	1.761	1.964	106	432	121	78	34	29	1	10	4
2011	4.412	1.782	1.886	91	513	139	84	37	32	1	11	3
2011 I	4.330	1.741	1.916	93	458	123	90	42	32	1	11	4
II	4.299	1.765	1.839	89	477	129	84	42	23	1	13	4
III	4.289	1.767	1.809	88	491	133	56	26	21	0	5	3
IV	4.412	1.782	1.886	91	513	139	107	36	51	1	15	3
2011 Oct	4.331	1.753	1.853	89	503	133	121	27	70	2	20	3
Nov	4.358	1.762	1.861	90	507	138	81	28	28	1	19	5
Dic	4.412	1.782	1.886	91	513	139	118	54	55	1	7	1
2012 Ene	4.396	1.768	1.874	91	519	143	91	37	29	1	16	8

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

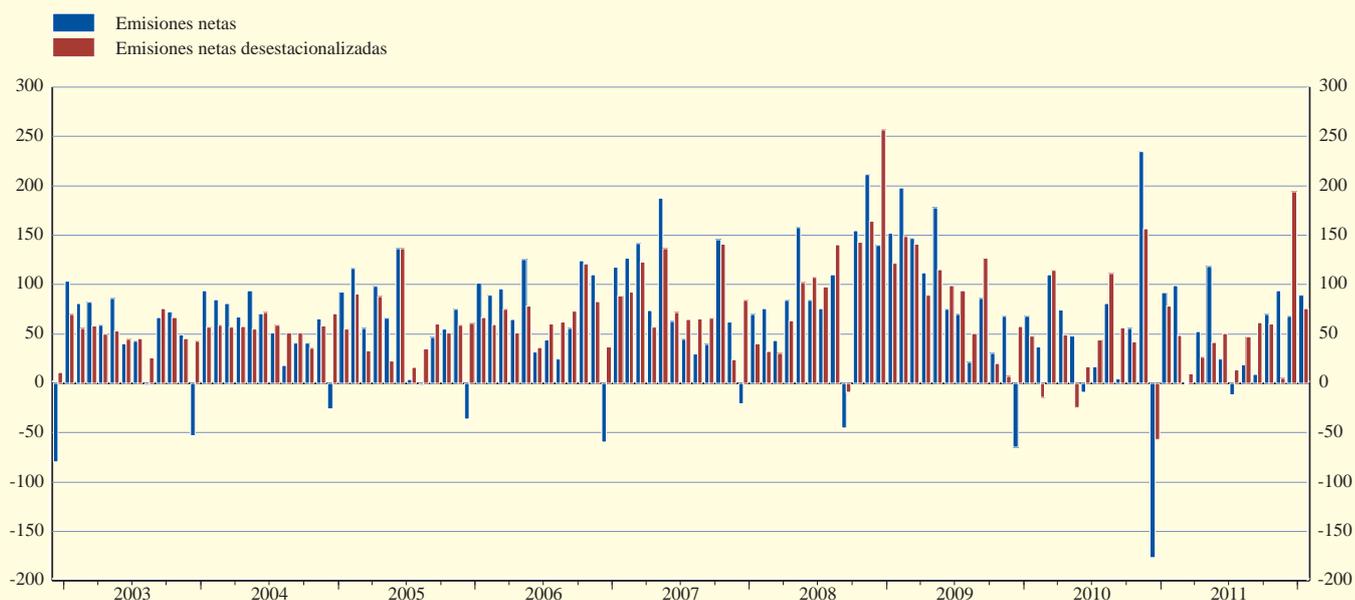
(mm de euros, salvo indicación en contrario; operaciones realizadas en el período; valores nominales)

### 2. Emisiones netas

	Sin desestacionalizar <sup>1)</sup>						Desestacionalizadas <sup>1)</sup>					
	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											
2010	45,4	-1,2	4,6	5,0	31,6	5,3	45,2	-1,4	4,7	5,0	31,8	5,1
2011	52,8	22,7	-2,6	3,7	23,4	5,6	53,0	23,1	-2,4	3,8	23,1	5,3
2011 I	63,6	43,0	-20,4	4,3	32,5	4,3	45,4	24,0	-4,0	2,8	16,7	5,9
II	64,9	5,0	-1,4	2,7	47,5	11,0	39,5	0,6	-6,5	-0,2	34,2	11,5
III	5,3	12,7	-10,1	4,5	-3,8	2,0	40,8	20,2	5,1	6,2	5,6	3,7
IV	77,3	30,2	21,4	3,2	17,6	4,9	86,2	47,6	-4,2	6,4	36,1	0,3
2011 Oct	70,1	2,0	33,8	8,9	23,2	2,2	59,9	9,9	12,6	8,0	35,1	-5,7
Nov	93,9	29,0	2,0	6,5	45,1	11,1	5,1	21,5	-41,0	5,8	8,1	10,7
Dic	68,0	59,7	28,5	-5,9	-15,6	1,4	193,7	111,4	15,8	5,3	65,2	-4,1
2012 Ene	89,4	16,4	-1,6	10,6	54,5	9,4	75,3	-7,6	18,1	6,9	38,3	19,7
	A largo plazo											
2010	54,0	1,9	2,0	5,3	41,3	3,5	54,3	1,9	2,2	5,3	41,4	3,5
2011	48,4	12,1	-1,3	2,7	31,0	3,9	48,9	12,2	-1,0	2,8	31,1	3,9
2011 I	58,1	27,4	-16,9	2,3	40,5	4,9	53,4	17,1	-1,9	2,5	31,2	4,6
II	67,2	16,7	-5,1	2,4	46,7	6,5	35,7	5,6	-9,4	-0,6	35,1	5,0
III	-9,0	2,9	-6,5	0,9	-6,9	0,6	32,1	10,8	7,3	2,2	9,1	2,7
IV	77,4	1,3	23,3	5,4	43,8	3,6	74,5	15,5	-0,2	7,0	48,9	3,3
2011 Oct	70,2	-10,3	37,7	8,4	31,4	3,1	74,3	-3,4	20,8	9,4	45,2	2,3
Nov	87,8	3,2	6,0	6,8	63,4	8,4	5,0	7,6	-38,3	6,3	21,0	8,4
Dic	74,2	10,9	26,2	1,1	36,6	-0,7	144,1	42,2	16,9	5,4	80,5	-0,8
2012 Ene	59,6	8,8	-3,2	6,8	40,7	6,6	86,3	5,4	18,0	8,4	46,0	8,4

#### 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.

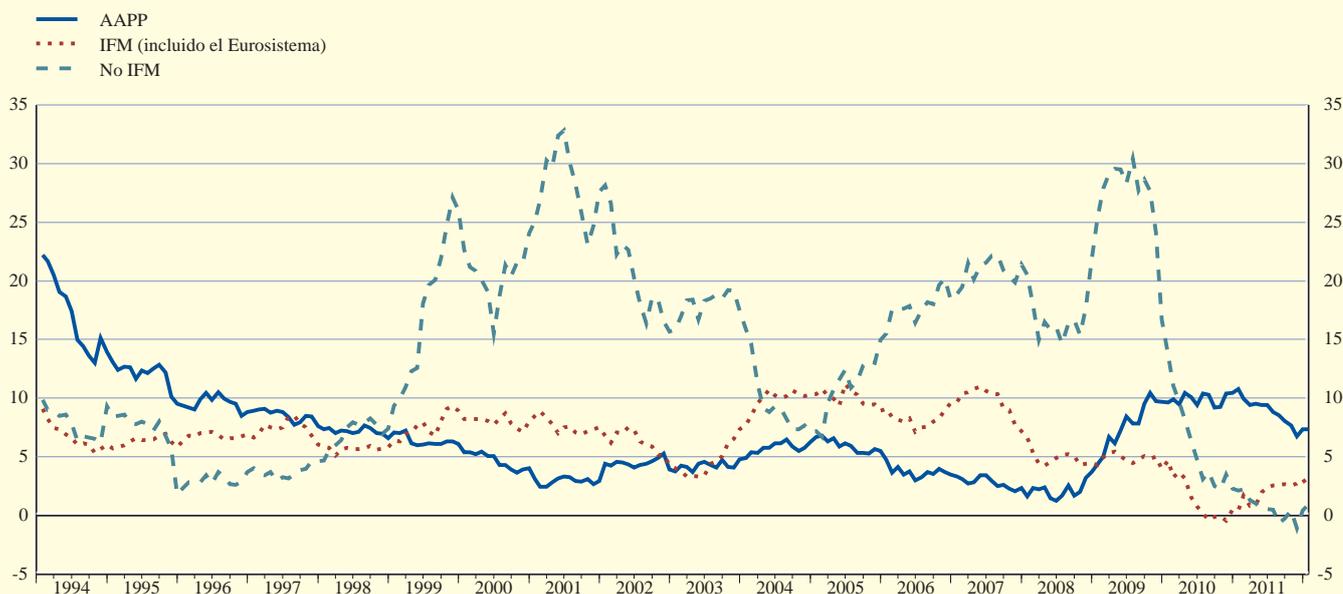
### 4.3 Tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro <sup>1)</sup>

(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											
2011 Ene	3,7	0,0	1,7	7,2	7,1	13,4	5,0	2,3	3,8	6,9	7,3	10,9
Feb	4,1	1,6	2,3	5,5	6,7	11,9	4,1	2,5	1,4	6,1	6,4	9,4
Mar	3,4	0,8	1,2	4,8	5,9	14,5	3,5	2,2	-1,0	5,2	6,3	12,1
Abr	3,2	0,4	1,1	3,4	6,0	14,6	3,3	2,9	-0,7	2,5	5,3	12,3
May	3,6	1,7	0,3	4,3	6,1	17,4	1,9	3,0	-4,0	3,7	2,7	15,8
Jun	3,9	1,8	0,5	4,2	6,5	16,1	3,2	2,8	-1,9	1,8	5,2	20,1
Jul	3,7	1,8	0,4	4,9	6,2	13,3	2,4	1,2	-2,8	2,9	5,1	16,0
Ago	3,3	1,9	-1,2	5,2	5,6	15,3	2,4	1,2	-3,8	4,4	4,9	22,0
Sep	3,3	2,3	-0,6	4,8	5,1	14,2	3,0	2,3	-0,2	4,4	4,0	16,8
Oct	3,4	2,9	-0,1	4,7	4,7	12,8	3,4	2,9	0,4	7,1	4,2	12,9
Nov	2,4	3,2	-2,3	5,1	3,0	13,6	3,0	3,3	-0,6	6,5	3,4	11,0
Dic	4,0	5,2	-1,0	5,4	4,7	12,1	4,8	7,7	0,2	9,3	4,1	4,0
2012 Ene	4,0	4,4	-0,7	6,2	4,8	15,5	5,5	7,6	1,5	9,5	4,5	15,0
	A largo plazo											
2011 Ene	4,8	0,4	0,7	8,0	11,0	8,3	6,2	3,7	1,9	7,5	10,9	7,5
Feb	5,0	1,7	1,3	6,4	10,1	8,6	5,6	4,1	0,2	6,1	10,0	8,5
Mar	4,2	0,8	0,2	5,7	9,4	9,0	5,1	3,3	-2,0	5,6	11,0	9,4
Abr	4,2	0,9	0,1	5,0	9,5	9,5	4,8	3,5	-1,6	4,0	10,0	8,7
May	4,5	2,0	-0,6	5,2	9,1	12,1	3,4	3,6	-4,9	3,1	7,9	11,0
Jun	4,6	2,4	-0,3	4,4	9,4	9,4	3,8	2,9	-2,1	1,5	7,8	11,9
Jul	4,4	2,5	-0,5	4,8	8,7	9,8	2,7	1,4	-2,9	2,1	6,6	12,2
Ago	4,0	2,6	-1,8	4,4	8,4	10,2	2,5	1,2	-3,9	2,8	6,8	12,1
Sep	4,0	2,7	-1,1	3,4	7,9	9,4	2,8	2,1	-0,4	1,3	5,0	9,3
Oct	4,0	2,6	-0,3	3,5	7,6	8,7	3,2	1,7	1,0	3,0	5,3	8,5
Nov	3,3	2,7	-2,3	4,0	6,4	10,0	3,0	1,9	0,1	4,8	4,9	9,1
Dic	4,1	3,1	-0,5	4,4	7,2	9,4	4,4	3,3	1,4	7,4	6,5	6,9
2012 Ene	4,0	2,5	-0,2	5,6	7,0	11,1	5,3	3,5	2,5	9,2	7,3	10,1

### G17 Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a largo plazo por sector emisor en todas las monedas

(tasas de variación interanual)



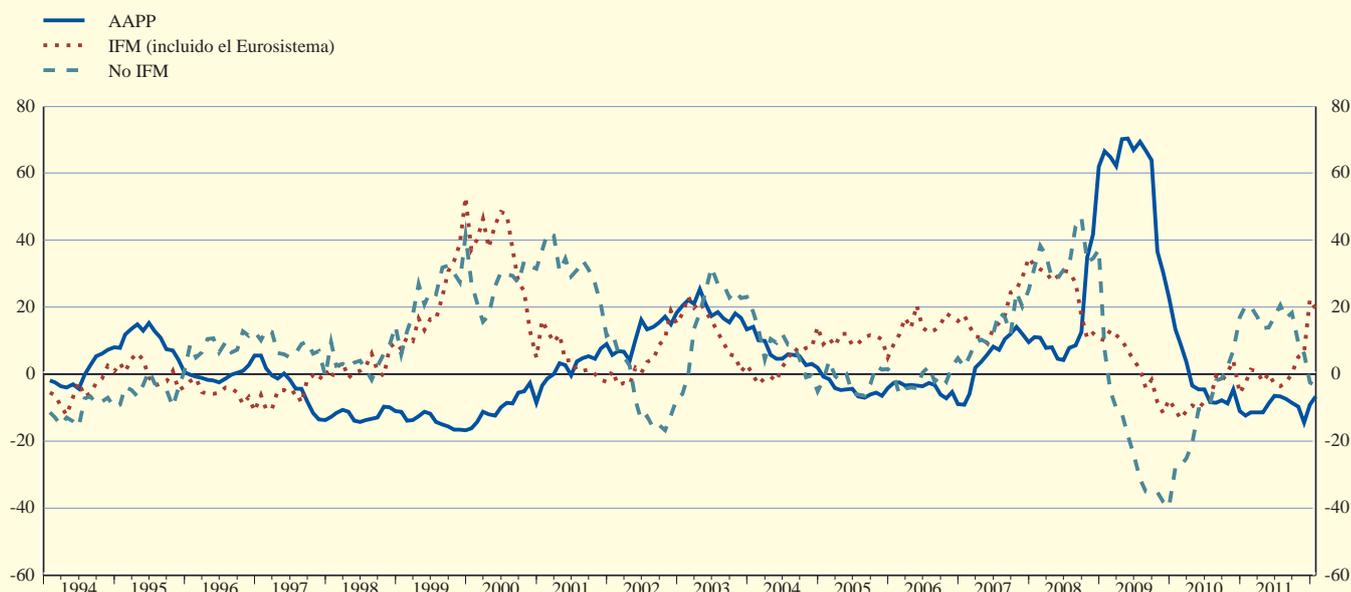
Fuente: BCE.

1) Para más información sobre el cálculo de las tasas de crecimiento, véanse las Notas Técnicas. Las tasas de crecimiento de seis meses se han anualizado.

**4.3 Tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro <sup>1)</sup> (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												
2010	8,8	5,7	6,4	19,6	9,9	8,8	-0,6	-3,9	0,7	-1,5	6,4	27,5
2011	6,4	5,0	3,4	6,3	7,8	7,6	-0,6	-1,4	-5,3	-1,9	22,3	16,1
2011 I	6,9	3,4	3,1	9,2	9,7	5,6	0,4	-1,8	-1,9	-1,2	19,0	20,0
II	6,5	4,6	3,7	6,4	8,2	7,9	-0,5	-2,1	-4,7	-1,5	23,5	18,4
III	6,6	6,2	4,2	5,2	7,4	8,9	-1,5	-1,4	-7,7	-2,3	25,7	13,0
IV	5,6	5,6	2,7	4,5	6,1	8,1	-1,0	-0,5	-6,8	-2,5	21,0	13,9
2011 Ago	6,5	6,3	3,8	5,2	7,2	9,4	-1,9	-1,5	-8,5	-2,2	25,6	13,4
Sep	6,1	6,4	4,7	4,3	6,4	8,3	-1,6	-1,2	-8,5	-3,7	28,3	13,4
Oct	5,7	5,7	3,5	4,2	6,2	7,5	-0,6	-1,0	-6,3	-2,9	25,8	12,7
Nov	5,2	5,2	1,6	4,6	5,8	8,5	-1,7	0,0	-7,8	-2,3	14,6	15,1
Dic	5,5	5,6	1,1	5,0	6,3	8,0	0,4	0,4	-4,4	-1,0	18,7	14,4
2012 Ene	5,6	5,2	2,1	6,4	6,4	8,7	-0,1	-0,4	-4,5	-0,9	15,6	19,4
En euros												
2010	9,1	5,6	7,4	19,9	10,0	8,3	-0,3	-3,3	0,4	-1,9	5,9	26,2
2011	6,5	4,2	3,6	6,6	8,1	7,2	-0,1	0,0	-5,9	-2,8	22,2	15,3
2011 I	7,0	2,2	3,3	9,6	9,9	4,5	1,0	-0,1	-2,7	-1,7	19,1	21,0
II	6,6	3,8	4,0	6,5	8,5	7,3	0,3	-0,6	-4,7	-2,6	23,5	18,1
III	6,7	5,4	4,5	5,9	7,6	8,6	-1,2	-0,2	-8,4	-3,5	25,6	11,1
IV	5,7	5,4	2,6	4,7	6,4	8,5	-0,6	1,0	-7,6	-3,6	20,8	12,3
2011 Ago	6,6	5,6	4,0	6,1	7,4	9,0	-1,6	-0,5	-9,1	-3,7	25,6	11,5
Sep	6,2	5,7	4,6	4,8	6,6	8,4	-1,5	-0,1	-9,8	-4,6	28,3	11,4
Oct	5,8	5,4	3,5	4,5	6,4	8,2	-0,1	0,5	-6,8	-3,9	25,6	11,0
Nov	5,5	5,2	1,8	4,7	6,1	9,0	-1,3	1,5	-8,3	-3,4	14,3	13,7
Dic	5,7	5,7	0,8	5,0	6,5	8,6	0,7	1,9	-5,3	-2,1	18,4	13,1
2012 Ene	6,0	5,5	2,6	6,0	6,6	10,0	0,7	1,6	-4,7	-2,2	15,3	18,2

**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 <sup>1)</sup>

(mm de euros, salvo indicación en contrario; valores de mercado)

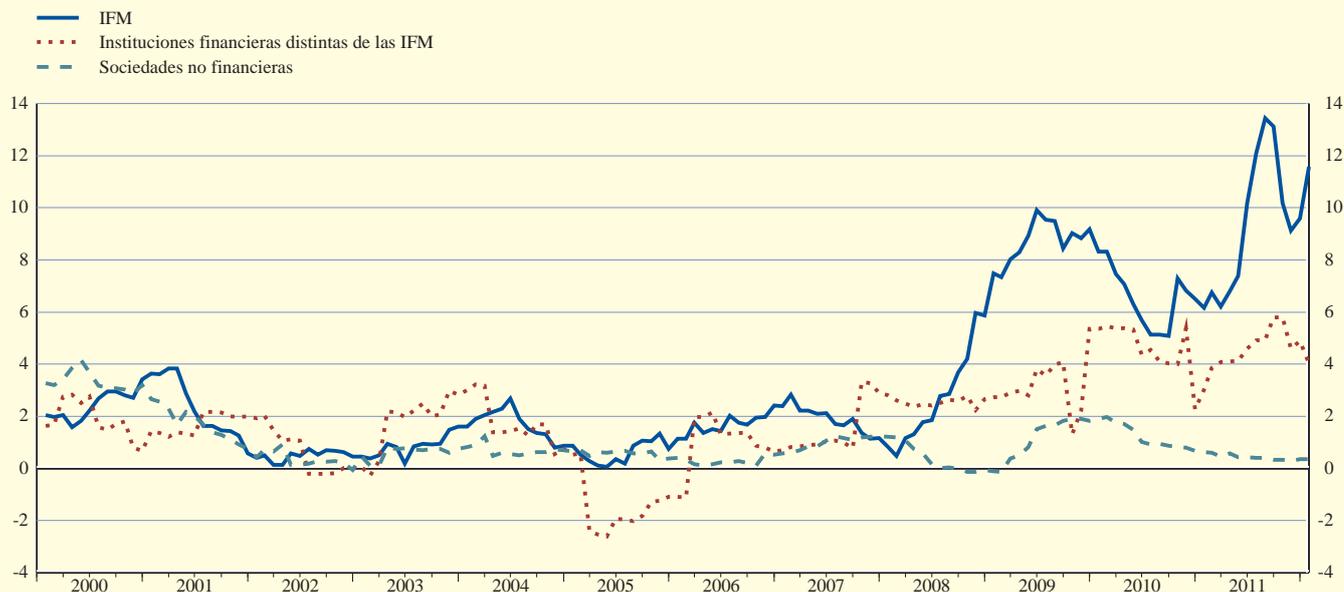
##### 1. Saldos vivos y tasas de crecimiento interanual

(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
2010 Ene	4.242,8	103,1	2,9	516,7	8,3	340,7	5,4	3.385,4	1,9
Feb	4.161,5	103,2	3,0	499,3	8,3	339,2	5,4	3.323,0	2,0
Mar	4.474,4	103,4	2,8	543,6	7,5	365,2	5,4	3.565,5	1,8
Abr	4.409,1	103,4	2,7	508,4	7,1	345,7	5,4	3.555,0	1,7
May	4.093,4	103,5	2,4	445,9	6,3	322,7	5,3	3.324,9	1,5
Jun	4.054,6	103,7	1,9	446,4	5,7	315,5	4,4	3.292,7	1,0
Jul	4.256,1	103,7	1,7	519,8	5,1	338,0	4,5	3.398,3	0,9
Ago	4.121,2	103,7	1,7	479,3	5,1	314,4	4,1	3.327,5	0,9
Sep	4.345,2	103,8	1,6	487,0	5,1	326,6	4,0	3.531,6	0,9
Oct	4.531,0	104,2	1,8	514,4	7,3	333,5	4,0	3.683,1	0,8
Nov	4.413,3	104,4	1,8	437,8	6,8	316,6	5,4	3.658,9	0,8
Dic	4.596,2	104,4	1,4	458,4	6,5	334,0	2,3	3.803,8	0,7
2011 Ene	4.759,8	104,6	1,4	514,3	6,2	365,8	3,0	3.879,7	0,6
Feb	4.845,8	104,7	1,5	535,0	6,8	378,9	3,9	3.931,9	0,6
Mar	4.767,3	104,8	1,4	491,7	6,2	363,2	4,1	3.912,5	0,5
Abr	4.891,8	105,0	1,5	497,5	6,8	371,5	4,1	4.022,8	0,6
May	4.777,5	105,0	1,5	475,9	7,4	356,2	4,1	3.945,4	0,4
Jun	4.722,7	105,5	1,7	491,6	10,2	350,5	4,6	3.880,5	0,4
Jul	4.504,3	105,7	1,9	458,8	12,1	325,5	4,9	3.720,0	0,4
Ago	3.975,3	105,9	2,0	383,0	13,4	281,6	4,9	3.310,7	0,4
Sep	3.749,2	105,9	2,0	350,7	13,1	264,3	5,8	3.134,2	0,3
Oct	4.044,0	105,9	1,7	361,3	10,2	288,0	5,8	3.394,7	0,3
Nov	3.893,4	106,0	1,5	330,6	9,1	271,5	4,6	3.291,3	0,3
Dic	3.906,8	106,1	1,6	340,1	9,6	270,7	4,9	3.296,0	0,3
2012 Ene	4.107,1	106,3	1,7	362,3	11,6	298,0	4,0	3.446,8	0,4

#### 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

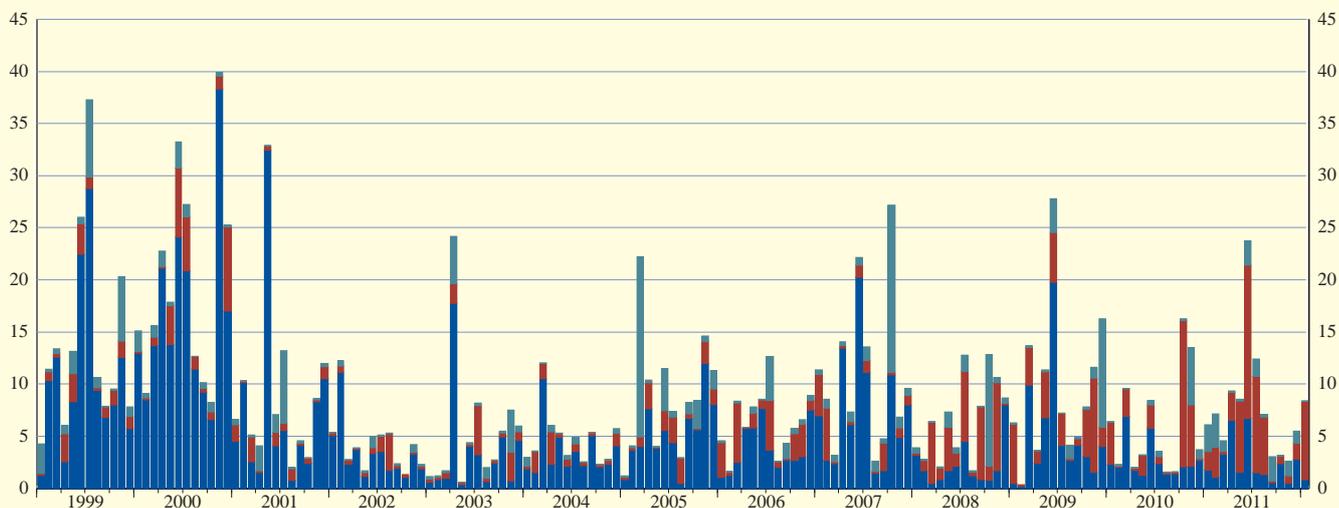
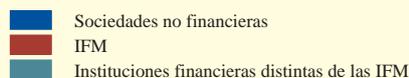
(mm de euros; valores de mercado)

### 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
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	1,4	1,2	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,4	1,2	0,2
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	0,2	16,0	14,0	0,0	14,0	0,2	0,1	0,1	2,0	0,2	1,9
Nov	13,5	1,5	12,0	5,9	0,0	5,9	5,5	0,1	5,4	2,1	1,4	0,7
Dic	3,7	3,5	0,2	0,2	0,0	0,2	0,9	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	7,1	0,2	6,9	2,9	0,0	2,9	3,2	0,0	3,2	1,1	0,2	0,8
Mar	4,4	1,0	3,5	0,1	0,0	0,1	1,0	0,2	0,8	3,3	0,7	2,6
Abr	9,4	0,5	8,8	2,7	0,0	2,7	0,1	0,0	0,1	6,5	0,5	6,0
May	8,6	8,8	-0,2	6,8	2,1	4,6	0,2	0,0	0,2	1,6	6,6	-5,0
Jun	23,7	1,3	22,5	14,7	0,0	14,7	2,3	0,3	2,0	6,7	1,0	5,7
Jul	12,4	0,7	11,7	9,3	0,0	9,3	1,6	0,0	1,6	1,5	0,7	0,8
Ago	7,1	1,1	6,0	5,5	0,0	5,5	0,3	0,2	0,1	1,3	0,9	0,4
Sep	2,9	2,9	0,0	0,0	0,9	-0,9	2,3	0,0	2,3	0,5	2,0	-1,4
Oct	3,1	0,4	2,7	0,7	0,0	0,7	0,1	0,0	0,1	2,3	0,4	1,9
Nov	2,6	1,5	1,1	0,7	0,0	0,7	1,4	0,0	1,4	0,5	1,5	-1,0
Dic	5,5	1,0	4,5	1,5	0,0	1,5	1,2	0,0	1,2	2,8	1,0	1,8
2012 Ene	8,3	0,4	7,9	7,5	0,0	7,5	0,0	0,1	-0,1	0,9	0,3	0,5

#### 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 <sup>1)</sup>

(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 <sup>2)</sup>		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
2011 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	2,96	3,07	1,67	1,91	0,63	1,65	2,78	3,08	1,30
Jun	0,49	2,58	3,25	3,15	1,70	1,92	0,67	1,78	2,82	2,94	1,47
Jul	0,52	2,74	3,16	3,10	1,70	1,93	0,66	1,77	2,66	3,03	1,41
Ago	0,54	2,73	3,16	2,99	1,77	1,93	0,68	1,64	2,69	2,99	1,42
Sep	0,55	2,73	3,15	2,92	1,79	1,94	0,69	1,71	2,72	2,79	1,47
Oct	0,55	2,88	3,17	3,14	1,80	1,96	0,69	1,67	2,74	3,23	1,65
Nov	0,55	2,78	3,08	3,03	1,80	1,96	0,66	1,46	2,61	2,85	1,62
Dic	0,54	2,78	3,20	3,06	1,81	1,97	0,65	1,50	2,76	2,90	1,38
2012 Ene	0,53	2,94	3,48	3,15	1,83	1,96	0,61	1,27	2,95	2,92	1,23
Feb	0,52	2,90	3,37	3,15	1,83	1,96	0,60	1,22	2,96	3,01	1,06

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

	Préstamos renovables y descubiertos	Saldos de tarjetas de crédito de pago aplazado <sup>3)</sup>	Crédito al consumo				Préstamos para adquisición de vivienda				Crédito a empresarios individuales y sociedades sin personalidad jurídica			
			Por fijación inicial del tipo			TAE <sup>4)</sup>	Por fijación inicial del tipo			TAE <sup>4)</sup>	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				
2011 Mar	8,04	16,88	5,43	6,22	7,82	7,32	3,00	3,82	4,15	4,01	3,93	3,43	4,69	4,43
Abr	8,12	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	8,19	16,91	5,35	6,37	7,99	7,49	3,23	4,01	4,30	4,18	4,09	3,75	4,81	4,60
Jun	8,24	16,95	5,37	6,47	7,87	7,42	3,26	4,04	4,29	4,18	4,09	3,82	4,78	4,62
Jul	8,28	16,94	5,13	6,53	7,98	7,43	3,33	4,02	4,26	4,19	4,10	3,83	4,82	4,60
Ago	8,31	17,10	5,34	6,54	7,97	7,57	3,47	3,96	4,20	4,15	4,16	3,95	4,96	4,39
Sep	8,41	17,18	5,77	6,57	7,94	7,64	3,41	3,86	4,02	4,02	4,02	3,97	4,86	4,20
Oct	8,43	17,17	5,60	6,53	7,94	7,54	3,44	3,79	3,86	3,94	3,95	3,98	4,76	4,16
Nov	8,41	17,11	5,56	6,47	7,78	7,39	3,43	3,74	3,84	3,94	3,96	4,22	4,93	4,02
Dic	8,37	17,08	5,26	6,44	7,64	7,16	3,49	3,74	3,81	3,95	4,02	4,13	4,84	3,92
2012 Ene	8,46	17,06	5,61	6,58	8,08	7,57	3,50	3,71	3,75	4,03	4,03	3,89	4,76	3,93
Feb	8,41	17,05	5,70	6,58	8,09	7,62	3,44	3,64	3,70	3,95	3,92	3,87	4,71	4,04

##### 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
2011 Mar	4,12	4,02	4,38	4,63	4,99	4,49	4,02	2,53	3,26	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	4,30	4,18	4,65	4,79	5,14	4,67	4,19	2,65	3,37	3,17	3,63	3,65	4,11
Jun	4,41	4,23	4,68	4,74	5,16	4,67	4,44	2,78	3,49	3,50	3,61	2,77	4,00
Jul	4,43	4,38	4,79	4,79	5,10	4,68	4,44	2,87	3,45	3,46	3,98	4,09	3,24
Ago	4,49	4,44	4,94	4,85	5,03	4,58	4,35	2,79	3,56	3,64	3,99	3,87	4,06
Sep	4,54	4,59	4,94	4,79	4,94	4,46	4,31	2,84	3,44	3,69	3,63	3,64	3,74
Oct	4,61	4,70	5,10	4,86	4,99	4,56	4,27	2,98	3,54	3,78	3,89	3,60	3,71
Nov	4,61	4,77	5,26	4,98	5,10	4,65	4,26	2,80	3,66	3,42	3,92	3,60	3,71
Dic	4,67	4,89	5,15	4,98	5,05	4,58	4,27	3,02	3,74	3,11	3,95	3,73	3,75
2012 Ene	4,64	4,93	5,36	4,78	5,04	4,40	4,33	2,66	3,70	3,06	3,45	2,70	3,80
Feb	4,59	4,86	5,25	4,71	5,02	4,65	4,41	2,50	3,76	3,31	3,92	3,77	3,64

Fuente: BCE.

1) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.

2) En esta categoría de instrumentos, coinciden las nuevas operaciones y los saldos vivos. Fin de período. A partir de junio de 2010 puede que los datos no sean plenamente comparables con los anteriores a esa fecha, debido a los cambios metodológicos derivados de la aplicación de los Reglamentos BCE/2008/32 y BCE/2009/7 (por los que se modifica el Reglamento BCE/2001/18).

3) 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.

4) 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 <sup>1),\*</sup>

(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 <sup>2)</sup>		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
2011 Mar	0,45	2,38	2,71	1,61	1,88	0,54	1,85	3,13	1,65
Abr	0,46	2,41	2,73	1,65	1,90	0,61	1,94	3,12	1,72
May	0,49	2,45	2,74	1,67	1,91	0,63	1,99	3,12	1,76
Jun	0,49	2,49	2,75	1,70	1,92	0,67	2,07	3,11	1,93
Jul	0,52	2,54	2,77	1,70	1,93	0,66	2,13	3,13	1,94
Ago	0,54	2,59	2,77	1,77	1,93	0,68	2,12	3,14	1,97
Sep	0,55	2,62	2,79	1,79	1,94	0,69	2,14	3,15	2,07
Oct	0,55	2,65	2,78	1,80	1,96	0,69	2,16	3,14	2,15
Nov	0,55	2,70	2,80	1,80	1,96	0,66	2,17	3,16	2,24
Dic	0,54	2,73	2,78	1,81	1,97	0,65	2,14	3,13	2,37
2012 Ene	0,53	2,76	2,78	1,83	1,96	0,61	2,09	3,16	2,46
Feb	0,52	2,79	2,80	1,83	1,96	0,60	2,08	3,20	2,62

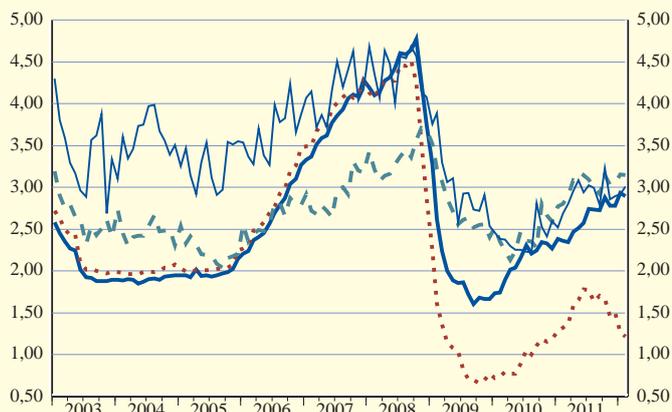
5. Tipos de interés aplicados a los préstamos (saldos vivos)

	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
2011 Mar	3,71	3,80	3,84	7,92	6,40	5,20	3,68	3,49	3,48
Abr	3,81	3,78	3,84	7,94	6,43	5,23	3,78	3,60	3,53
May	3,81	3,78	3,85	7,96	6,38	5,24	3,84	3,65	3,56
Jun	3,87	3,78	3,86	7,95	6,45	5,28	3,93	3,73	3,63
Jul	4,03	3,79	3,90	8,03	6,42	5,30	4,00	3,80	3,69
Ago	4,06	3,78	3,89	8,07	6,42	5,31	4,06	3,84	3,72
Sep	4,13	3,79	3,92	8,14	6,48	5,32	4,11	3,85	3,73
Oct	4,12	3,78	3,91	8,17	6,44	5,33	4,18	3,86	3,74
Nov	4,12	3,77	3,91	8,09	6,44	5,34	4,20	3,89	3,75
Dic	4,12	3,74	3,89	8,11	6,43	5,31	4,26	3,87	3,72
2012 Ene	4,06	3,71	3,87	8,14	6,40	5,28	4,23	3,81	3,68
Feb	4,04	3,69	3,86	8,10	6,42	5,28	4,18	3,78	3,67

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 <sup>1),2)</sup>					Estados Unidos	Japón
	Depósitos a 1 día (EONIA) 1	Depósitos a 1 mes (euríbor) 2	Depósitos a 3 meses (euríbor) 3	Depósitos a 6 meses (euríbor) 4	Depósitos a 12 meses (euríbor) 5	Depósitos a 3 meses (LIBOR) 6	Depósitos a 3 meses (LIBOR) 7
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
2011	0,87	1,18	1,39	1,64	2,01	0,34	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
III	0,97	1,38	1,56	1,77	2,11	0,30	0,19
IV	0,79	1,24	1,50	1,72	2,05	0,48	0,20
2012 I	0,37	0,64	1,04	1,34	1,67	0,51	0,20
2011 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
Jul	1,01	1,42	1,60	1,82	2,18	0,25	0,20
Ago	0,91	1,37	1,55	1,75	2,10	0,29	0,19
Sep	1,01	1,35	1,54	1,74	2,07	0,35	0,19
Oct	0,96	1,36	1,58	1,78	2,11	0,41	0,19
Nov	0,79	1,23	1,48	1,71	2,04	0,48	0,20
Dic	0,63	1,14	1,43	1,67	2,00	0,56	0,20
2012 Ene	0,38	0,84	1,22	1,50	1,84	0,57	0,20
Feb	0,37	0,63	1,05	1,35	1,68	0,50	0,20
Mar	0,36	0,47	0,86	1,16	1,50	0,47	0,20

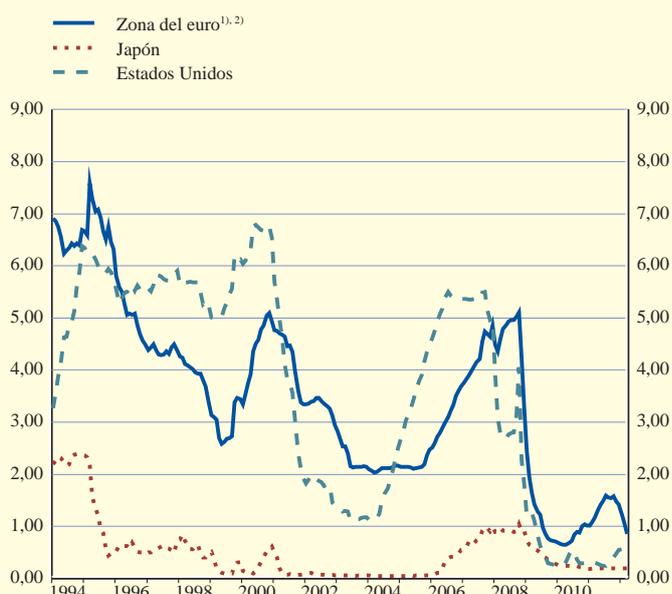
#### G23 Tipos de interés del mercado monetario de la zona del euro<sup>1),2)</sup>

(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 <sup>1)</sup>

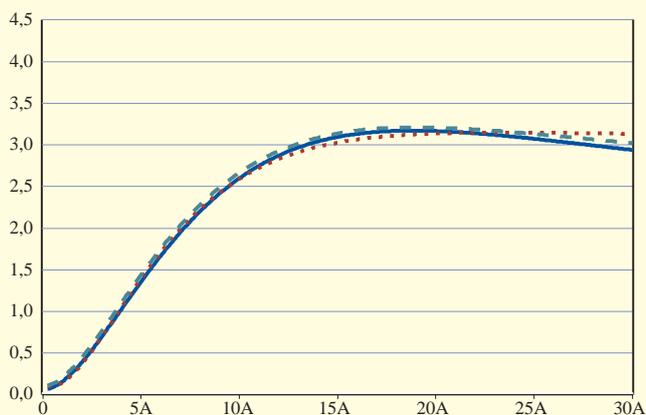
(deuda de las Administraciones centrales con calificación AAA de la zona del euro; fin de período; tipos de interés en porcentaje; diferenciales en puntos porcentuales)

	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
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
2011	0,00	0,09	0,41	1,56	2,13	2,65	2,65	2,24	0,32	1,15	3,24	3,84
2011 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
2011 III	0,27	0,47	0,75	1,55	1,99	2,48	2,21	1,74	0,74	1,31	2,77	3,79
2011 IV	0,00	0,09	0,41	1,56	2,13	2,65	2,65	2,24	0,32	1,15	3,24	3,84
2012 I	0,07	0,16	0,39	1,36	1,95	2,60	2,53	2,21	0,34	0,95	2,97	4,26
2011 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
2011 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
2011 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
2011 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
2011 Jul	1,01	1,11	1,32	2,09	2,55	3,06	2,05	1,74	1,28	1,79	3,34	4,39
2011 Ago	0,61	0,67	0,86	1,69	2,21	2,76	2,15	1,90	0,80	1,33	3,09	4,22
2011 Sep	0,27	0,47	0,75	1,55	1,99	2,48	2,21	1,74	0,74	1,31	2,77	3,79
2011 Oct	0,38	0,54	0,81	1,71	2,22	2,79	2,41	1,98	0,78	1,39	3,12	4,29
2011 Nov	0,20	0,38	0,74	1,92	2,51	3,07	2,87	2,33	0,69	1,53	3,64	4,41
2011 Dic	0,00	0,09	0,41	1,56	2,13	2,65	2,65	2,24	0,32	1,15	3,24	3,84
2012 Ene	0,11	0,21	0,45	1,44	2,03	2,67	2,55	2,22	0,39	1,03	3,07	4,26
2012 Feb	0,11	0,15	0,37	1,39	1,99	2,59	2,49	2,22	0,29	0,95	3,06	4,06
2012 Mar	0,07	0,16	0,39	1,36	1,95	2,60	2,53	2,21	0,34	0,95	2,97	4,26

#### G25 Curvas de tipos al contado de la zona del euro <sup>2)</sup>

(porcentaje; fin de período)

- Marzo 2012
- ... Febrero 2012
- - - Enero 2012



#### G26 Tipos al contado y diferenciales de la zona del euro <sup>2)</sup>

(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.

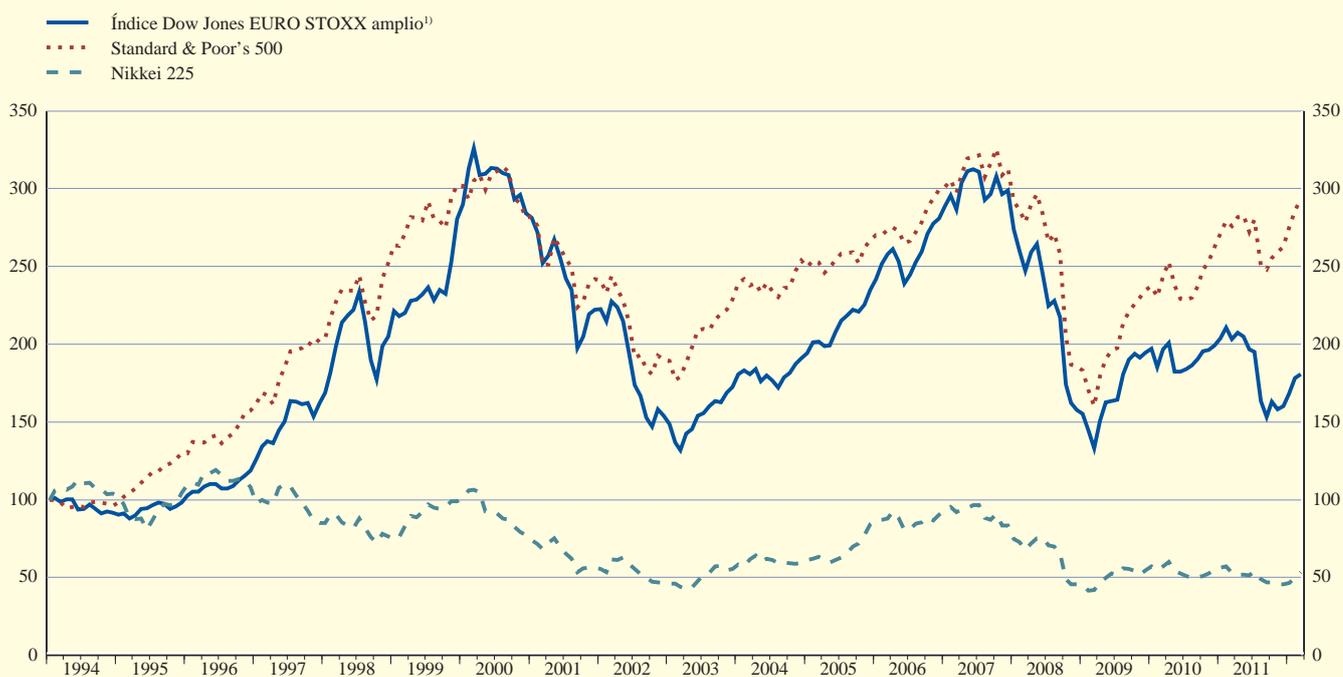
## 4.8 Índices bursátiles

(niveles de los índices en puntos; medias del período)

	Índices Dow Jones EURO STOXX <sup>1)</sup>												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
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
2011	256,0	2.611,0	493,4	158,1	351,2	311,6	152,6	349,4	222,5	301,7	358,4	432,7	1.267,6	9.425,4
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
III	236,0	2.381,6	463,7	146,0	341,5	282,0	133,8	323,0	199,8	270,2	333,0	435,0	1.225,3	9.246,3
IV	222,4	2.277,8	427,1	142,1	327,1	295,5	117,2	296,6	201,8	256,5	320,3	432,4	1.225,7	8.580,6
2012 I	243,7	2.473,6	499,1	150,3	372,3	324,6	129,7	333,3	221,7	253,7	300,6	480,6	1.348,8	9.295,3
2011 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
Jul	270,5	2.743,5	550,7	160,8	384,4	317,4	160,6	375,7	221,0	307,8	360,0	467,4	1.325,2	9.996,7
Ago	226,9	2.297,2	443,7	141,1	329,7	268,6	129,0	307,3	189,7	258,4	329,3	420,7	1.185,3	9.072,9
Sep	212,6	2.124,3	401,4	137,0	312,8	262,4	113,3	289,2	190,1	246,7	311,1	419,0	1.173,9	8.695,4
Oct	226,1	2.312,3	424,8	142,4	325,6	290,2	123,1	302,3	203,0	269,9	334,1	426,1	1.207,2	8.733,6
Nov	219,2	2.239,6	423,6	141,5	325,9	293,5	112,8	292,2	205,7	250,6	316,6	423,3	1.226,4	8.506,1
Dic	222,2	2.283,3	433,2	142,4	329,9	302,9	115,9	295,5	196,6	249,3	310,3	448,4	1.243,3	8.506,0
2012 Ene	233,4	2.382,1	477,6	146,9	351,8	317,3	120,4	319,2	206,9	248,8	305,0	473,6	1.300,6	8.616,7
Feb	247,2	2.508,2	507,2	152,1	377,3	327,0	134,4	336,3	223,9	254,6	300,1	477,6	1.352,5	9.242,3
Mar	250,7	2.532,2	512,9	152,0	388,0	329,5	134,6	344,6	234,3	257,7	296,7	490,5	1.389,2	9.962,3

## G27 Índice Dow Jones EURO STOXX amplio, Standard & Poor's 500 y Nikkei 225

(enero 1994 = 100; medias mensuales)



Fuente: BCE.

1) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.



# PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

## 5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

### 1. Índice armonizado de precios de consumo <sup>1)</sup>

	Total					Total (d.; tasa de variación respecto al período anterior)						Pro memoria: Precios administrados <sup>2)</sup>	
	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 2012	100,0	100,0	81,8	58,5	41,5	100,0	11,9	7,2	28,5	11,0	41,5	88,2	11,8
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
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
2011	112,8	2,7	1,7	3,3	1,8	-	-	-	-	-	-	2,6	3,5
2010 IV	110,8	2,0	1,1	2,5	1,3	0,5	0,5	0,5	0,3	2,0	0,4	2,0	2,3
2011 I	111,3	2,5	1,3	3,1	1,6	1,0	0,9	0,5	0,2	6,3	0,5	2,4	3,3
II	113,1	2,8	1,8	3,3	1,9	0,8	1,1	0,3	0,3	2,8	0,6	2,6	3,6
III	112,9	2,7	1,7	3,2	2,0	0,3	1,1	0,1	-0,3	0,4	0,5	2,6	3,5
IV	114,1	2,9	2,0	3,7	1,9	0,8	1,1	1,0	1,1	1,5	0,3	2,9	3,5
2011 Oct	113,9	3,0	2,0	3,9	1,8	0,2	0,5	0,4	0,2	0,6	0,1	3,0	3,6
Nov	114,0	3,0	2,0	3,9	1,9	0,2	0,2	0,4	0,1	0,7	0,1	3,0	3,5
Dic	114,4	2,7	2,0	3,3	1,9	0,1	0,2	0,1	0,0	-0,1	0,2	2,7	3,5
2012 Ene	113,4	2,7	1,9	3,2	1,9	0,4	0,2	-0,2	0,0	2,6	0,2	2,5	3,5
Feb	114,0	2,7	1,9	3,4	1,8	0,3	0,3	0,8	0,1	1,1	0,1	2,6	3,4
Mar <sup>3)</sup>		2,6											

	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 2012	19,1	11,9	7,2	39,5	28,5	11,0	10,1	6,0	6,5	3,1	14,5	7,3
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
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
2011	2,7	3,3	1,8	3,7	0,8	11,9	1,8	1,4	2,9	-1,3	2,0	2,1
2010 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
II	2,6	3,0	1,9	3,7	1,0	11,5	1,9	1,4	3,2	-1,0	2,0	2,1
III	2,8	3,7	1,3	3,4	0,4	12,0	1,8	1,5	3,3	-1,8	2,3	2,1
IV	3,3	4,2	1,8	3,9	1,2	11,5	1,7	1,4	3,0	-1,8	2,2	2,1
2011 Sep	3,0	4,0	1,4	4,1	1,2	12,4	1,8	1,4	3,1	-1,9	2,3	2,2
Oct	3,3	4,3	1,8	4,2	1,3	12,4	1,7	1,4	2,9	-1,9	2,2	2,0
Nov	3,4	4,3	1,9	4,1	1,3	12,3	1,7	1,3	2,9	-1,7	2,1	2,2
Dic	3,1	4,1	1,6	3,4	1,2	9,7	1,7	1,4	3,2	-1,9	2,2	2,3
2012 Ene	3,1	4,1	1,6	3,2	0,9	9,2	1,8	1,5	2,8	-2,4	2,1	2,6
Feb	3,3	4,1	2,2	3,4	1,1	9,5	1,7	1,5	2,8	-3,0	2,2	2,4

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 <sup>1)</sup>	Precios de los inmuebles residenciales <sup>2)</sup>	
	Total (índice: 2005 = 100)	Industria, excluidas construcción y energía											Energía
		Total	Industria manufacturera	Bienes intermedios			Bienes de consumo						
				Total	Bienes intermedios	Bienes de equipo	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	
2008	114,4	6,1	4,8	3,4	3,9	2,1	3,9	2,8	4,1	14,2	3,8	1,9	
2009	108,6	-5,1	-5,4	-2,9	-5,3	0,4	-2,1	1,2	-2,5	-11,8	0,1	-3,2	
2010	111,7	2,9	3,4	1,6	3,5	0,3	0,4	0,9	0,3	6,4	1,9	1,1	
2011	118,3	5,9	5,5	3,8	5,9	1,4	3,1	2,1	3,3	11,9	3,3	1,0	
2010 IV	113,5	4,8	4,6	3,1	5,9	0,8	1,5	1,4	1,5	9,6	2,8	1,9	
2011 I	116,7	6,5	6,3	4,4	7,9	1,3	2,5	1,8	2,6	12,5	4,1	2,0	
II	118,5	6,3	5,8	4,3	6,8	1,3	3,4	1,9	3,7	11,9	3,0	1,1	
III	118,9	5,9	5,5	3,8	5,6	1,5	3,3	2,2	3,5	11,8	3,3	1,0	
IV	119,3	5,1	4,5	2,9	3,4	1,5	3,3	2,5	3,4	11,3	2,9	-0,2	
2011 Sep	119,0	5,8	5,3	3,5	5,0	1,5	3,4	2,5	3,5	12,2	-	-	
Oct	119,2	5,5	5,0	3,2	4,1	1,6	3,4	2,5	3,5	12,3	-	-	
Nov	119,5	5,4	4,7	3,0	3,5	1,4	3,4	2,5	3,6	12,3	-	-	
Dic	119,2	4,3	3,7	2,5	2,7	1,6	3,1	2,3	3,2	9,4	-	-	
2012 Ene	120,1	3,8	3,3	2,0	1,6	1,4	3,0	2,3	3,0	9,2	-	-	
Feb	120,9	3,6	3,0	1,7	1,1	1,4	2,8	2,4	2,9	9,3	-	-	

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

	Precios del petróleo <sup>3)</sup> (euros por barril)	Precios de las materias primas no energéticas						Total (d.; índice: 2005 = 100)	Total	Deflatores del PIB <sup>1)</sup>				Expor- taciones <sup>6)</sup>	Impor- taciones <sup>6)</sup>
		Ponderados <sup>4)</sup> por las importaciones			Ponderados <sup>5)</sup> 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		
		1	2	3	4	5	6			7	8	9	10		
% del total		100,0	35,0	65,0	100,0	45,0	55,0								
2008	65,9	2,0	18,4	-4,4	-1,7	9,7	-8,6	106,2	2,0	2,6	2,7	2,8	2,3	2,4	3,9
2009	44,6	-18,5	-8,9	-23,0	-18,0	-11,4	-22,8	107,1	0,9	-0,1	-0,4	2,0	-0,4	-3,4	-6,0
2010	60,7	44,6	21,4	57,9	42,1	27,1	54,5	107,9	0,7	1,5	1,7	0,9	1,0	2,8	5,0
2011	79,7	12,2	22,4	7,7	12,9	20,7	7,5	109,3	1,3	2,2	2,5	0,9	2,0	3,7	5,9
2011 I	77,3	42,9	46,1	41,4	41,0	47,2	36,6	108,8	1,2	2,2	2,5	0,7	2,3	5,1	7,9
II	81,3	11,6	28,8	4,6	13,3	26,2	5,1	109,2	1,3	2,1	2,5	0,8	1,9	3,7	5,7
III	79,3	3,8	16,7	-1,6	4,9	11,7	0,3	109,5	1,3	2,2	2,4	0,9	1,9	3,2	5,3
IV	80,7	-2,5	3,6	-5,2	-1,7	4,4	-6,0	109,7	1,4	2,1	2,4	1,3	1,8	2,7	4,5
2012 I	90,1	-5,9	-7,8	-4,9	-4,9	-4,0	-5,6	.	.	.	.	.	.	.	.
2011 Oct	78,9	1,6	10,7	-2,4	2,5	10,6	-3,2	-	-	-	-	-	-	-	-
Nov	81,4	-1,9	4,7	-4,9	-0,7	6,0	-5,5	-	-	-	-	-	-	-	-
Dic	81,7	-6,7	-3,6	-8,1	-6,3	-2,5	-9,0	-	-	-	-	-	-	-	-
2012 Ene	86,2	-4,6	-4,1	-4,8	-4,1	-1,9	-5,8	-	-	-	-	-	-	-	-
Feb	89,7	-7,5	-10,5	-6,0	-6,5	-6,5	-6,5	-	-	-	-	-	-	-	-
Mar	94,2	-5,4	-8,7	-3,8	-4,0	-3,3	-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)

### 4. Costes laborales unitarios, remuneración del factor trabajo y productividad del trabajo

(datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin ajustar)

	Total (índice: 2005 = 100)	Total	Por ramas de actividad									
			Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	Ind. manu- facturera, agua, gas y electricidad y otras energías	Construcción	Comercio, transporte y hostelería	Información y comuni- caciones	Actividades financieras y de seguros	Actividades inmobiliarias	Actividades profesionales, adminis- trativas y servicios auxiliares	Administra- ción pública, sanidad y educación	Actividades artísticas, recreativas y otros servicios
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Costes laborales unitarios <sup>1)</sup>												
2010	109,2	-0,8	-1,3	-6,0	1,2	-2,0	-1,3	0,1	2,7	1,8	1,1	1,5
2011	110,2	0,9	-1,7	-0,2	0,3	0,6	3,0	1,6	3,8	3,3	0,9	1,4
2011 I	109,6	0,0	0,2	-2,4	0,5	-1,2	1,8	2,5	4,6	3,3	0,8	0,8
II	110,2	1,1	-1,8	-0,4	1,7	0,4	3,3	3,3	4,0	3,5	0,8	1,9
III	110,1	1,2	-2,3	-0,2	0,6	1,8	3,5	0,5	2,0	2,9	1,0	1,5
IV	110,7	1,3	-2,8	1,6	-1,6	1,4	3,1	0,1	4,8	3,4	0,8	1,6
Remuneración por asalariado												
2010	111,5	1,6	1,5	3,7	0,8	1,3	2,4	2,2	3,5	1,5	0,8	1,1
2011	114,0	2,3	2,5	3,5	3,2	2,0	2,1	2,2	2,1	3,0	1,4	1,5
2011 I	113,3	2,2	3,6	4,0	3,8	1,7	1,8	1,8	2,2	2,9	1,0	0,7
II	113,9	2,3	2,1	4,4	2,7	1,6	1,9	3,2	2,4	3,0	1,3	1,4
III	114,2	2,3	2,4	3,4	2,9	2,3	2,4	2,5	1,8	2,9	1,5	1,6
IV	114,7	2,2	2,0	2,2	3,5	2,2	2,3	1,5	2,0	3,2	1,7	2,5
Productividad del trabajo por persona ocupada <sup>2)</sup>												
2010	102,1	2,4	2,8	10,3	-0,4	3,3	3,7	2,1	0,8	-0,3	-0,2	-0,3
2011	103,5	1,3	4,3	3,7	2,9	1,3	-0,8	0,6	-1,7	-0,3	0,5	0,1
2011 I	103,4	2,2	3,4	6,5	3,2	3,0	0,1	-0,7	-2,3	-0,4	0,1	-0,1
II	103,3	1,3	4,0	4,7	1,0	1,2	-1,3	-0,2	-1,5	-0,5	0,5	-0,5
III	103,7	1,1	4,8	3,6	2,3	0,4	-1,0	2,0	-0,2	0,0	0,5	0,0
IV	103,6	0,9	5,0	0,6	5,2	0,7	-0,8	1,4	-2,6	-0,2	0,9	0,9
Remuneración por hora trabajada												
2010	113,3	1,1	0,1	1,2	1,3	1,1	2,0	1,8	2,5	0,6	0,8	1,3
2011	115,6	2,1	0,3	2,5	3,2	2,0	2,4	1,8	2,4	2,4	1,4	1,8
2011 I	114,6	1,6	-1,1	1,6	2,7	2,0	1,9	1,6	1,5	2,1	1,0	1,1
II	115,8	2,5	1,4	3,7	3,4	2,1	3,1	3,0	3,6	2,8	1,6	2,1
III	115,6	2,2	0,4	2,8	3,0	2,0	2,1	1,9	1,4	2,3	1,7	1,9
IV	116,5	1,9	0,5	1,9	3,8	1,9	2,4	0,8	2,9	2,3	1,3	2,2
Productividad del trabajo por hora trabajada <sup>3)</sup>												
2010	104,1	1,9	2,8	7,7	-0,3	2,9	3,4	1,6	-0,2	-1,1	-0,3	-0,2
2011	105,4	1,2	3,5	3,0	2,7	1,4	-0,6	0,2	-1,2	-0,7	0,5	0,4
2011 I	105,1	1,8	0,4	4,5	2,2	3,4	0,2	-1,1	-2,3	-0,8	0,1	0,4
II	105,5	1,6	4,3	4,4	1,6	1,8	-0,4	-0,3	-0,1	-0,5	0,7	0,3
III	105,5	1,0	4,9	3,3	2,1	0,3	-1,4	1,4	-0,7	-0,5	0,6	0,0
IV	105,6	0,7	4,5	0,4	5,2	0,5	-0,7	0,9	-1,6	-0,8	0,5	0,7

### 5. Índices de costes laborales<sup>3)</sup>

	Total (d.; índice: 2008 = 100)	Total	Por componentes		Por algunas ramas de actividad			Pro memoria: Indicador de salarios negociados <sup>4)</sup>
			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	
2010	104,3	1,5	1,4	1,8	1,0	1,8	1,8	1,7
2011	107,2	2,8	2,6	3,5	3,2	2,4	2,6	2,0
2011 I	106,1	2,5	2,2	3,4	2,4	1,9	2,5	2,0
II	107,2	3,3	3,1	3,8	4,2	2,6	2,9	1,9
III	107,3	2,6	2,5	3,1	2,8	2,3	2,6	2,1
IV	108,1	2,8	2,6	3,5	3,3	2,6	2,6	2,0

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

(datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin ajustar)

### 1. PIB y componentes del gasto

	PIB								
	Total	Demanda interna				Saldo exterior <sup>1)</sup>			
		Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo	Variación de existencias <sup>2)</sup>	Total	Exportaciones <sup>1)</sup>	Importaciones <sup>1)</sup>
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
	<i>Precios corrientes (mm de euros)</i>								
2008	9.244,2	9.158,9	5.207,1	1.898,9	1.989,7	63,2	85,3	3.882,1	3.796,8
2009	8.922,9	8.804,8	5.126,5	1.986,5	1.741,4	-49,7	118,0	3.273,6	3.155,6
2010	9.158,0	9.043,8	5.262,2	2.013,5	1.749,7	18,4	114,2	3.746,1	3.631,9
2011	9.414,3	9.281,5	5.403,1	2.030,9	1.807,2	40,3	132,8	4.121,4	3.988,6
2010 IV	2.310,2	2.282,0	1.334,3	504,3	439,4	3,9	28,2	978,9	950,7
2011 I	2.338,3	2.316,2	1.343,2	506,8	450,6	15,6	22,0	1.008,5	986,5
II	2.350,9	2.322,7	1.346,1	507,9	452,2	16,6	28,2	1.023,8	995,6
III	2.361,8	2.323,2	1.354,4	507,7	452,1	9,0	38,6	1.044,5	1.005,9
IV	2.359,3	2.315,6	1.357,6	508,4	451,1	-1,5	43,6	1.041,8	998,1
	<i>porcentaje del PIB</i>								
2011	100,0	98,6	57,4	21,6	19,2	0,4	1,4	-	-
	<i>Volúmenes encadenados (precios del año anterior)</i>								
	<i>tasas de variación intertrimestral</i>								
2010 IV	0,3	0,3	0,4	0,1	-0,5	-	-	1,5	1,5
2011 I	0,7	0,4	0,0	0,0	1,6	-	-	1,3	0,7
II	0,1	-0,2	-0,5	0,0	-0,2	-	-	1,2	0,4
III	0,1	-0,2	0,2	-0,2	-0,2	-	-	1,4	0,7
IV	-0,3	-0,7	-0,5	-0,3	-0,5	-	-	-0,4	-1,4
	<i>tasas de variación interanual</i>								
2008	0,4	0,3	0,4	2,3	-1,1	-	-	1,0	0,9
2009	-4,3	-3,8	-1,2	2,5	-12,1	-	-	-12,7	-11,7
2010	1,9	1,2	0,9	0,5	-0,5	-	-	11,2	9,6
2011	1,5	0,5	0,2	0,0	1,3	-	-	6,2	3,8
2010 IV	2,1	1,7	1,2	-0,2	1,1	-	-	11,8	11,1
2011 I	2,4	1,6	0,9	0,3	3,2	-	-	9,9	8,1
II	1,6	0,7	0,3	0,1	1,1	-	-	6,4	4,2
III	1,3	0,4	0,2	-0,1	0,8	-	-	5,6	3,3
IV	0,7	-0,6	-0,7	-0,4	0,8	-	-	3,6	0,4
	<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del PIB; puntos porcentuales</i>								
2010 IV	0,3	0,3	0,3	0,0	-0,1	0,1	0,0	-	-
2011 I	0,7	0,4	0,0	0,0	0,3	0,1	0,3	-	-
II	0,1	-0,2	-0,3	0,0	0,0	0,1	0,4	-	-
III	0,1	-0,2	0,1	0,0	0,0	-0,2	0,3	-	-
IV	-0,3	-0,7	-0,3	-0,1	-0,1	-0,3	0,4	-	-
	<i>contribuciones a las tasas de variación interanual del PIB; puntos porcentuales</i>								
2008	0,4	0,3	0,2	0,5	-0,2	-0,1	0,1	-	-
2009	-4,3	-3,8	-0,7	0,5	-2,6	-1,0	-0,6	-	-
2010	1,9	1,2	0,5	0,1	-0,1	0,7	0,7	-	-
2011	1,5	0,5	0,1	0,0	0,2	0,1	1,0	-	-
2010 IV	2,1	1,6	0,7	0,0	0,2	0,8	0,5	-	-
2011 I	2,4	1,6	0,5	0,1	0,6	0,4	0,8	-	-
II	1,6	0,7	0,2	0,0	0,2	0,3	0,9	-	-
III	1,3	0,3	0,1	0,0	0,1	0,1	1,0	-	-
IV	0,7	-0,6	-0,4	-0,1	0,2	-0,3	1,3	-	-

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.

## 5.2 Producto y demanda

(datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin ajustar)

### 2. Valor añadido por ramas de actividad

	Valor añadido bruto (precios básicos)											Impuestos menos subven- ciones sobre los productos
	Total	Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	Ind. manu- facturera, agua, gas y electricidad y otras energías	Construcción	Comercio, transporte y hostelería	Información y comun- icaciones	Actividades financieras y de seguros	Actividades inmobiliarias	Actividades profesionales, administra- tivas y servicios auxiliares	Adminis- tración pública, sanidad y educación	Actividades artísticas recreativas y otros servicios	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<i>Precios corrientes (mm de euros)</i>												
2008	8.298,9	141,9	1.652,6	561,5	1.597,8	356,5	385,3	930,7	859,8	1.520,8	291,9	945,3
2009	8.029,5	125,8	1.466,1	536,4	1.517,0	359,6	428,0	905,0	810,2	1.582,0	299,4	893,4
2010	8.218,5	137,1	1.553,3	512,3	1.561,9	357,6	439,3	921,9	823,3	1.609,3	302,3	939,5
2011	8.443,3	144,3	1.636,0	518,2	1.614,7	354,9	437,4	957,0	845,6	1.628,0	307,3	970,9
2010 IV	2.072,9	35,1	396,6	126,8	395,4	89,0	109,4	234,1	208,1	402,2	76,0	237,3
2011 I	2.096,6	36,7	404,4	129,9	401,7	88,7	108,3	235,6	209,3	405,6	76,4	241,7
II	2.106,5	36,8	407,6	129,1	403,4	88,6	108,6	238,7	210,8	406,9	76,0	244,4
III	2.118,2	35,5	413,3	128,8	404,2	88,9	110,2	240,7	212,0	407,5	77,0	243,6
IV	2.118,0	35,3	408,4	130,1	404,5	88,6	110,2	242,1	213,2	407,9	77,8	241,3
<i>porcentaje del valor añadido</i>												
2011	100,0	1,7	19,4	6,1	19,1	4,2	5,2	11,3	10,0	19,3	3,6	-
<i>Volúmenes encadenados (precios del año anterior)</i>												
<i>tasas de variación intertrimestral</i>												
2010 IV	0,4	0,6	1,5	-1,5	0,4	0,9	-0,2	0,4	0,3	-0,1	0,0	-0,1
2011 I	0,7	1,7	1,4	0,9	1,0	-0,9	1,2	-0,2	0,9	0,3	-0,2	1,0
II	0,2	0,2	0,6	-0,5	-0,1	0,3	0,0	0,3	0,5	0,1	-0,8	0,1
III	0,2	-0,4	0,3	-0,7	0,1	0,3	0,8	0,3	0,4	0,2	0,8	-0,4
IV	-0,2	0,2	-1,7	0,3	-0,1	0,9	-0,6	0,5	-0,1	0,2	0,3	-1,0
<i>tasas de variación interanual</i>												
2008	0,6	1,8	-2,3	-1,1	1,1	2,8	1,2	1,2	1,6	1,9	1,7	-1,3
2009	-4,3	-0,5	-13,4	-6,8	-5,5	1,7	3,9	0,4	-6,7	1,3	0,7	-4,4
2010	2,0	1,8	6,9	-4,2	2,6	2,6	1,0	0,3	1,7	0,8	0,4	0,7
2011	1,5	1,6	3,6	-1,0	1,9	0,7	0,4	0,9	2,3	0,6	-0,2	1,3
2010 IV	2,2	1,7	7,4	-3,1	3,0	2,7	-0,2	0,7	2,4	0,2	0,0	1,1
2011 I	2,3	0,7	6,2	-0,2	3,3	1,1	-0,9	0,9	2,8	0,5	0,2	3,5
II	1,6	1,6	4,6	-2,0	2,3	0,7	-0,5	1,0	2,7	0,5	-0,9	1,5
III	1,4	2,2	3,8	-1,8	1,3	0,7	1,9	0,8	2,1	0,5	-0,1	0,6
IV	0,8	1,7	0,6	0,0	0,8	0,6	1,4	0,9	1,8	0,8	0,1	-0,3
<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del valor añadido; puntos porcentuales</i>												
2010 IV	0,4	0,0	0,3	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
2011 I	0,7	0,0	0,3	0,1	0,2	0,0	0,1	0,0	0,1	0,1	0,0	-
II	0,2	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-
III	0,2	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
IV	-0,2	0,0	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	-
<i>contribuciones a las tasas de variación interanual del valor añadido; puntos porcentuales</i>												
2008	0,6	0,0	-0,5	-0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,2	0,3	0,1	-
2009	-4,3	0,0	-2,7	-0,5	-1,1	0,1	0,2	0,0	-0,7	0,2	0,0	-
2010	2,0	0,0	1,2	-0,3	0,5	0,1	0,1	0,0	0,2	0,2	0,0	-
2011	1,5	0,0	0,7	-0,1	0,4	0,0	0,0	0,1	0,2	0,1	0,0	-
2010 IV	2,2	0,0	1,4	-0,2	0,6	0,1	0,0	0,1	0,2	0,0	0,0	-
2011 I	2,3	0,0	1,1	0,0	0,6	0,0	0,0	0,1	0,3	0,1	0,0	-
II	1,6	0,0	0,9	-0,1	0,4	0,0	0,0	0,1	0,3	0,1	0,0	-
III	1,4	0,0	0,7	-0,1	0,3	0,0	0,1	0,1	0,2	0,1	0,0	-
IV	0,8	0,0	0,1	0,0	0,2	0,0	0,1	0,1	0,2	0,1	0,0	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

## 5.2 Producto y demanda

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

### 3. Producción industrial

	Total		Industria, excluida construcción								Construcción	
	Total (d.; índice: 2005 = 100)	Total	Total	Industria, excluidas construcción y energía							Energía	
				Industria manufacturera	Total	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo				
								Total	Duradero	No duradero		
% del total en 2005	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
2009	-13,7	90,5	-14,9	-16,0	-16,1	-19,2	-20,9	-5,0	-17,4	-3,0	-5,5	-7,8
2010	4,0	97,0	7,3	7,6	7,7	10,0	9,0	3,0	2,6	3,1	3,9	-8,0
2011	2,5	100,5	3,5	4,7	4,8	4,3	8,8	0,6	0,6	0,6	-4,8	-1,0
2011 I	4,5	100,5	6,5	8,1	8,2	9,1	13,1	1,0	3,1	0,7	-2,2	-2,5
II	2,1	100,6	4,0	5,3	5,3	4,4	9,3	1,7	1,1	1,8	-5,4	-4,9
III	3,5	101,4	3,9	4,7	4,8	3,8	9,7	0,6	1,9	0,4	-3,2	1,8
IV	0,0	99,4	-0,2	1,1	1,0	0,0	3,9	-0,9	-3,2	-0,6	-8,2	1,9
2011 Ago	5,2	102,6	5,7	6,8	6,9	5,5	12,7	2,6	3,0	2,6	-2,1	2,6
Sep	1,9	100,0	2,1	2,7	2,8	2,1	5,8	0,1	-0,8	0,2	-3,3	0,9
Oct	0,2	100,0	0,9	1,8	1,7	0,2	4,8	0,1	-3,1	0,5	-4,9	-2,0
Nov	0,3	99,6	0,0	0,9	0,9	-0,3	4,7	-2,0	-3,2	-1,7	-6,4	1,2
Dic	0,1	98,7	-1,6	0,4	0,4	0,0	2,2	-0,9	-3,2	-0,6	-12,5	10,0
2012 Ene	-1,6	98,9	-1,5	-0,5	-0,7	-2,1	2,8	-2,4	-3,7	-2,2	-6,4	-2,8
<i>tasa de variación intermensual (d.)</i>												
2011 Ago	0,5	-	1,0	1,1	1,1	0,7	1,4	1,0	-2,3	1,4	1,2	1,0
Sep	-2,2	-	-2,5	-2,4	-2,8	-2,0	-3,6	-1,6	-3,7	-1,3	-1,9	-1,6
Oct	-0,2	-	0,0	0,0	0,1	-0,7	0,8	0,5	-1,2	0,5	-0,9	-0,9
Nov	0,2	-	-0,4	-0,4	-0,2	0,0	0,0	-1,4	0,0	-1,5	-0,1	1,9
Dic	-0,9	-	-0,9	-0,5	-0,5	-1,0	-0,9	0,1	-0,1	0,0	-2,3	-1,8
2012 Ene	0,3	-	0,2	0,1	-0,1	0,2	0,5	-0,6	0,4	-0,6	1,3	-0,5

### 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, incluido combustible para vehículos de motor								Matriculaciones de automóviles	
	Industria manufacturera <sup>1)</sup> (precios corrientes)		Industria manufacturera (precios corrientes)		Precios corrientes	Precios constantes							Total (d.; miles) <sup>2)</sup>	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		Com- bustible		
					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	38,4	51,0	9,0	12,8	10,6	13	14
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2009	87,3	-22,7	95,6	-18,3	-4,3	100,5	-2,4	-1,7	-2,4	-1,9	-4,2	-5,7	925	3,3
2010	102,8	17,7	105,2	10,2	2,1	101,5	0,9	0,5	1,8	2,2	1,1	-2,8	843	-8,5
2011	111,5	8,5	114,7	8,9	1,6	100,9	-0,6	-1,0	0,0	-1,4	0,0	-3,4	838	-1,1
2011 I	112,1	18,5	113,9	13,8	2,1	101,4	0,1	-1,0	1,2	-0,3	1,7	-1,4	868	-3,1
II	114,2	11,6	114,6	9,7	1,7	100,8	-0,5	-0,5	0,0	1,7	-1,2	-3,6	825	-1,8
III	110,8	5,3	115,7	8,8	1,7	101,2	-0,5	-0,8	0,1	-2,3	0,0	-4,4	824	2,9
IV	108,9	-0,4	114,6	4,1	1,0	100,1	-1,3	-1,7	-0,9	-4,1	-0,3	-4,0	835	-1,7
2011 Sep	107,4	1,5	114,1	6,6	1,5	100,8	-1,1	0,0	-1,9	-8,5	-0,4	-4,4	833	1,3
Oct	108,9	1,4	114,1	4,8	1,8	100,7	-0,7	-0,4	-0,9	-4,3	-0,4	-4,6	822	-0,6
Nov	107,0	-2,4	114,7	3,8	1,1	100,4	-1,4	-1,5	-1,0	-4,2	-1,3	-4,2	827	-3,3
Dic	110,8	-0,3	114,9	3,5	0,1	99,2	-1,7	-2,9	-0,7	-3,8	0,6	-3,2	856	-1,1
2012 Ene	107,4	-3,8	114,8	1,9	1,2	100,2	-1,1	-1,7	-0,5	0,3	-2,7	-3,5	751	-13,3
Feb	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	758	-14,8
<i>tasa de variación intermensual (d.)</i>														
2011 Oct	-	1,4	-	0,1	0,1	-	-0,1	0,0	0,2	2,9	0,2	-0,4	-	-1,3
Nov	-	-1,8	-	0,5	-0,1	-	-0,3	-0,7	-0,1	0,9	-0,9	-0,2	-	0,6
Dic	-	3,6	-	0,1	-0,6	-	-1,2	-1,4	-0,9	0,0	1,1	-0,9	-	3,5
2012 Ene	-	-3,1	-	-0,1	0,9	-	1,1	0,9	1,0	1,1	-1,4	1,4	-	-12,2
Feb	-	.	-	.	.	-	.	.	.	.	.	.	-	0,9

Fuentes: Eurostat, excepto columnas 13 y 14 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 <sup>1)</sup>, salvo indicación en contrario; datos desestacionalizados)

### 5. Encuestas de opinión de la Comisión Europea

	Indicador de clima económico <sup>2)</sup> (media a largo plazo = 100)	Industria manufacturera					Indicador de confianza de los consumidores				
		Indicador de confianza industrial				Utilización de la capacidad productiva (%) <sup>3)</sup>	Total <sup>4)</sup>	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 <sup>4)</sup>	Cartera de pedidos	Existencias de productos terminados	Expectativas de producción						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2008	93,5	-8,4	-13,4	10,8	-1,0	82,0	-18,4	-10,1	-25,4	23,9	-14,1
2009	80,2	-28,7	-56,7	14,8	-14,7	70,8	-24,8	-7,0	-26,1	55,3	-10,7
2010	100,5	-4,7	-24,7	0,8	11,4	76,7	-14,2	-5,3	-12,3	31,2	-8,1
2011	101,0	0,1	-6,9	2,3	9,4	80,4	-14,5	-7,5	-18,2	23,3	-9,2
2011 I	106,9	6,1	-2,1	-1,8	18,7	80,7	-11,0	-6,2	-10,0	20,1	-7,5
II	105,2	4,0	-2,0	-0,7	13,1	80,9	-10,7	-6,7	-12,6	15,2	-8,3
III	98,4	-2,8	-9,0	4,5	5,2	80,0	-15,9	-7,4	-21,8	24,1	-10,1
IV	93,6	-7,0	-14,6	7,0	0,6	79,8	-20,6	-9,7	-28,4	33,8	-10,8
2012 I	94,1	-6,6	-15,9	6,1	2,1	.	-20,0	-10,1	-24,2	34,7	-11,2
2011 Oct	94,4	-6,6	-13,5	6,5	0,2	79,6	-20,1	-9,1	-28,7	32,7	-10,0
Nov	93,5	-7,3	-14,2	7,1	-0,5	-	-20,5	-9,2	-28,8	33,9	-10,2
Dic	92,8	-7,2	-16,2	7,4	2,0	-	-21,3	-10,7	-27,7	34,8	-12,2
2012 Ene	93,4	-7,0	-16,4	6,5	1,9	80,0	-20,7	-10,9	-27,4	33,1	-11,6
Feb	94,5	-5,7	-14,2	5,9	3,0	-	-20,3	-10,0	-24,2	36,2	-10,7
Mar	94,4	-7,2	-17,1	5,8	1,4	-	-19,1	-9,4	-21,0	34,7	-11,3

	Indicador de confianza de la construcción			Indicador de confianza del comercio al por menor				Indicador de confianza de los servicios			
	Total <sup>4)</sup>	Cartera de pedidos	Expectativas de empleo	Total <sup>4)</sup>	Evolución actual de los negocios	Nivel de existencias	Evolución futura de los negocios	Total <sup>4)</sup>	Clima empresarial	Demanda en los últimos meses	Demanda en los próximos meses
2008	-14,2	-20,7	-7,7	-10,0	-11,0	15,8	-3,3	0,4	-3,8	0,5	4,7
2009	-33,1	-42,1	-24,1	-15,5	-21,4	9,8	-15,4	-15,8	-20,8	-18,2	-8,5
2010	-28,8	-39,3	-18,4	-4,1	-6,6	7,2	1,6	4,5	1,9	3,5	8,0
2011	-27,4	-34,9	-20,0	-5,5	-5,8	11,1	0,5	5,4	2,2	5,4	8,6
2011 I	-27,8	-38,2	-17,3	-0,9	-0,5	8,1	5,9	10,1	7,6	9,8	12,9
II	-26,9	-33,8	-20,0	-2,4	-1,6	9,7	4,1	9,5	7,1	9,7	11,6
III	-27,7	-35,0	-20,4	-7,5	-7,3	12,8	-2,3	3,5	0,3	3,7	6,5
IV	-27,4	-32,5	-22,3	-11,1	-13,6	14,0	-5,7	-1,6	-6,4	-1,7	3,3
2012 I	-26,4	-31,8	-21,0	-13,9	-14,8	16,3	-10,7	-0,6	-6,5	-0,4	5,0
2011 Oct	-27,3	-33,6	-21,1	-9,9	-12,3	13,7	-3,8	-0,2	-3,8	-0,7	3,9
Nov	-26,0	-30,5	-21,4	-11,2	-14,1	13,8	-5,8	-2,0	-7,0	-1,8	2,8
Dic	-28,9	-33,5	-24,4	-12,2	-14,5	14,4	-7,6	-2,6	-8,4	-2,6	3,3
2012 Ene	-28,1	-33,2	-22,9	-15,5	-18,3	16,3	-11,9	-0,7	-7,3	0,6	4,7
Feb	-24,6	-31,4	-17,9	-14,0	-14,3	16,8	-11,0	-0,9	-6,9	-1,3	5,4
Mar	-26,5	-30,7	-22,3	-12,2	-11,8	15,7	-9,1	-0,3	-5,4	-0,6	5,0

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 a partir de 1990.
- 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 <sup>1)</sup>

(datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin ajustar)

### 1. Empleo

	Por situación profesional			Por rama de actividad									
	Total	Asalariados	Autónomos	Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	Ind. manufacturera, agua, gas y electricidad y otras energías	Construcción	Comercio, transporte y hostelería	Información y comunicaciones	Actividades financieras y de seguros	Actividades inmobiliarias	Actividades profesionales, administrativas y servicios auxiliares	Administración pública, sanidad y educación	Actividades artísticas, recreativas y otros servicios
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Personas ocupadas</b>													
<i>nivel (miles)</i>													
2011	146.684	125.631	21.053	4.951	23.066	9.901	35.996	4.022	4.127	1.322	18.088	34.487	10.724
<i>porcentaje del total de personas ocupadas</i>													
2011	100,0	85,6	14,4	3,4	15,7	6,8	24,5	2,7	2,8	0,9	12,3	23,5	7,3
<i>tasas de variación interanual</i>													
2009	-1,8	-1,8	-1,8	-2,2	-5,0	-6,8	-1,7	-0,7	0,1	-2,8	-2,5	1,4	1,0
2010	-0,5	-0,5	-0,7	-0,9	-3,1	-3,8	-0,7	-1,1	-1,0	-0,4	2,0	1,0	0,8
2011	0,1	0,3	-1,0	-2,6	-0,1	-3,8	0,6	1,6	-0,2	2,6	2,6	0,1	-0,2
2011 I	0,2	0,4	-0,7	-2,6	-0,3	-3,3	0,3	1,1	-0,2	3,3	3,2	0,4	0,3
II	0,4	0,5	-0,7	-2,2	-0,2	-3,0	1,0	2,0	-0,4	2,6	3,2	0,0	-0,4
III	0,2	0,4	-1,1	-2,5	0,2	-4,0	0,9	1,7	-0,1	1,0	2,1	0,1	-0,1
IV	-0,2	0,0	-1,3	-3,1	0,0	-4,9	0,1	1,5	0,0	3,6	2,0	-0,1	-0,7
<i>tasas de variación intertrimestral</i>													
2011 I	0,0	0,0	0,1	-1,7	0,2	-1,2	0,0	1,3	0,3	2,4	0,9	0,0	-0,2
II	0,2	0,3	-0,5	0,4	0,0	-0,5	0,6	0,5	-0,3	-0,5	0,9	-0,1	-0,5
III	-0,2	-0,1	-0,5	-1,0	0,1	-1,6	-0,1	-0,3	0,1	-0,5	-0,2	0,1	0,0
IV	-0,2	-0,2	-0,4	-0,8	-0,3	-1,6	-0,4	0,0	0,0	2,2	0,4	-0,1	-0,1
<b>Horas trabajadas</b>													
<i>nivel (millones)</i>													
2011	231.690	186.577	45.113	10.305	36.637	17.590	60.292	6.436	6.519	2.011	27.723	49.073	15.103
<i>porcentaje del total de horas trabajadas</i>													
2011	100,0	80,5	19,5	4,4	15,8	7,6	26,0	2,8	2,8	0,9	12,0	21,2	6,5
<i>tasas de variación interanual</i>													
2009	-3,4	-3,6	-2,7	-3,0	-8,9	-7,8	-3,0	-1,2	-1,5	-3,6	-3,7	1,1	-0,6
2010	0,0	0,0	-0,3	-0,9	-0,8	-3,9	-0,3	-0,8	-0,6	0,6	2,8	1,1	0,6
2011	0,2	0,5	-1,0	-1,9	0,6	-3,6	0,4	1,4	0,2	2,1	3,0	0,1	-0,5
2011 I	0,6	0,9	-0,6	0,3	1,6	-2,3	-0,1	1,0	0,2	3,3	3,7	0,4	-0,2
II	0,0	0,3	-1,3	-2,5	0,1	-3,5	0,5	1,0	-0,2	1,2	3,2	-0,2	-1,3
III	0,3	0,6	-0,9	-2,6	0,5	-3,8	1,1	2,2	0,4	1,5	2,6	-0,1	-0,1
IV	0,0	0,3	-1,3	-2,7	0,2	-4,9	0,3	1,3	0,5	2,5	2,6	0,3	-0,6
<i>tasas de variación intertrimestral</i>													
2011 I	0,5	0,6	0,0	-0,4	0,4	0,1	0,4	1,7	1,1	1,2	1,5	0,4	0,0
II	-0,3	-0,1	-0,8	-0,9	-0,4	-1,3	0,2	-0,1	-0,5	-0,7	0,5	-0,3	-1,3
III	0,2	0,2	-0,1	-1,2	0,4	-1,1	0,5	0,4	0,2	0,8	0,1	0,1	1,0
IV	-0,4	-0,4	-0,4	-0,3	-0,2	-2,6	-0,8	-0,7	-0,3	1,2	0,5	0,1	-0,3
<b>Horas trabajadas por persona ocupada</b>													
<i>nivel (miles)</i>													
2011	1.580	1.485	2.143	2.081	1.588	1.777	1.675	1.600	1.580	1.521	1.533	1.423	1.408
<i>tasas de variación interanual</i>													
2009	-1,7	-1,8	-1,0	-0,8	-4,1	-1,0	-1,4	-0,5	-1,6	-0,8	-1,3	-0,3	-1,6
2010	0,5	0,5	0,4	0,0	2,4	-0,1	0,4	0,3	0,5	1,0	0,8	0,0	-0,2
2011	0,1	0,2	-0,1	0,8	0,6	0,2	-0,1	-0,2	0,4	-0,5	0,4	0,0	-0,3
2011 I	0,4	0,5	0,1	3,0	1,9	1,0	-0,3	-0,1	0,4	0,1	0,5	0,0	-0,5
II	-0,3	-0,2	-0,6	-0,3	0,3	-0,6	-0,6	-1,0	0,2	-1,4	0,0	-0,2	-0,8
III	0,1	0,2	0,2	0,0	0,2	0,2	0,2	0,4	0,5	0,5	0,5	-0,2	0,0
IV	0,2	0,3	0,0	0,4	0,2	-0,1	0,2	-0,1	0,5	-1,0	0,6	0,4	0,2
<i>tasas de variación intertrimestral</i>													
2011 I	0,5	0,8	-1,1	-0,9	0,3	0,0	0,4	1,1	1,8	0,2	0,2	1,6	0,3
II	-2,3	-3,1	1,3	3,9	-2,8	0,6	-1,9	-4,8	-4,1	-3,4	-3,7	-3,8	-1,8
III	-1,1	-0,9	-1,4	-0,6	-1,7	-0,7	-1,3	0,7	-0,8	1,2	-1,5	-1,0	-0,4
IV	2,8	3,2	0,9	-2,1	4,1	-0,3	2,6	2,7	3,2	1,0	5,4	3,3	1,9

Fuente: Cálculos del BCE basados en datos de Eurostat.

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

### 5.3 Mercado de trabajo

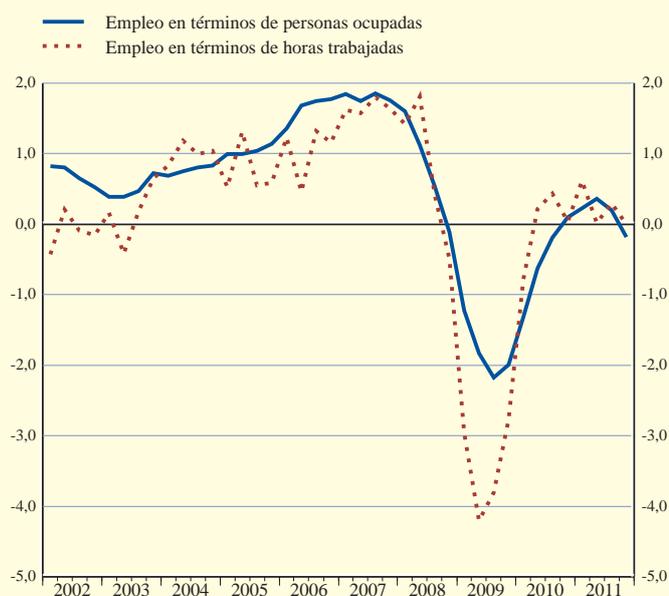
(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

#### 2. Desempleo y vacantes <sup>1)</sup>

	Desempleo										Tasa de vacantes <sup>2)</sup>
	Total		Por grupos de edad <sup>3)</sup>				Por sexo <sup>4)</sup>				
	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		54,0		46,0		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2008	11,968	7,6	9,293	6,6	2,675	16,0	6,045	7,0	5,923	8,5	1,9
2009	15,055	9,6	11,770	8,4	3,285	20,3	8,146	9,4	6,909	9,8	1,4
2010	15,920	10,1	12,651	8,9	3,269	20,9	8,589	10,0	7,331	10,3	1,5
2011	16,036	10,2	12,837	9,0	3,199	20,8	8,541	9,9	7,495	10,5	1,7
2010 IV	15,833	10,1	12,637	8,9	3,196	20,6	8,451	9,8	7,382	10,4	1,6
2011 I	15,680	10,0	12,502	8,8	3,179	20,6	8,344	9,7	7,337	10,3	1,8
II	15,727	10,0	12,564	8,8	3,162	20,5	8,378	9,7	7,349	10,3	1,7
III	16,094	10,2	12,903	9,0	3,190	20,8	8,535	9,9	7,559	10,5	1,6
IV	16,643	10,5	13,379	9,4	3,265	21,4	8,907	10,3	7,736	10,8	1,7
2011 Sep	16,277	10,3	13,063	9,2	3,213	21,0	8,644	10,0	7,633	10,6	-
Oct	16,456	10,4	13,220	9,3	3,237	21,2	8,797	10,2	7,659	10,7	-
Nov	16,681	10,5	13,388	9,4	3,293	21,5	8,902	10,3	7,779	10,8	-
Dic	16,793	10,6	13,528	9,4	3,265	21,4	9,023	10,4	7,770	10,8	-
2012 Ene	16,972	10,7	13,710	9,6	3,262	21,5	9,130	10,6	7,842	10,9	-
Feb	17,134	10,8	13,862	9,7	3,272	21,6	9,227	10,7	7,906	11,0	-

#### G28 Empleo – personas ocupadas y horas trabajadas

(tasas de variación interanual)



#### G29 Desempleo y tasas de vacantes <sup>2)</sup>



Fuente: Eurostat.

- 1) Los datos de desempleo se refieren a personas y siguen las recomendaciones de la OIT.
- 2) Industria, construcción y servicios (excluidos los hogares como empleadores y los organismos extraterritoriales); datos sin desestacionalizar.
- 3) 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.
- 4) Las tasas se expresan en porcentaje de la población activa para cada sexo.



## FINANZAS PÚBLICAS

### 6.1 Recursos, empleos y déficit/superávit <sup>1)</sup>

(porcentaje del PIB)

#### 1. Zona del euro – Recursos

	Total	Recursos corrientes										Recursos de capital		Pro memoria: carga fiscal <sup>2)</sup>
		Impuest. directos	Hogares	Empresas	Impuest. indirectos	Recibidos por inst. de la UE	Cotizaciones sociales	Empleadores	Asalariados	Ventas	Impuest. sobre el capital			
												1	2	
2002	44,9	44,6	11,9	9,0	2,8	13,2	0,4	15,6	8,1	4,6	2,2	0,3	0,3	40,9
2003	44,9	44,2	11,5	8,8	2,7	13,2	0,4	15,7	8,2	4,6	2,2	0,6	0,5	40,9
2004	44,5	44,0	11,5	8,5	2,9	13,2	0,3	15,5	8,1	4,5	2,2	0,5	0,4	40,6
2005	44,8	44,3	11,7	8,6	3,0	13,3	0,3	15,4	8,1	4,5	2,3	0,5	0,3	40,7
2006	45,3	44,9	12,3	8,8	3,4	13,4	0,3	15,3	8,0	4,5	2,3	0,4	0,3	41,3
2007	45,3	45,0	12,7	8,9	3,6	13,3	0,3	15,1	8,0	4,4	2,3	0,3	0,3	41,3
2008	45,1	44,8	12,5	9,1	3,2	12,9	0,3	15,3	8,1	4,5	2,3	0,3	0,3	40,9
2009	44,8	44,5	11,6	9,2	2,3	12,8	0,3	15,8	8,3	4,5	2,5	0,4	0,4	40,5
2010	44,7	44,4	11,6	8,9	2,5	12,9	0,3	15,6	8,2	4,5	2,5	0,3	0,3	40,4

#### 2. Zona del euro – Empleos

	Total	Empleos corrientes							Empleos de capital			Pro memoria: empleos primarios <sup>3)</sup>		
		Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Intereses	Transf. corrientes	Prestaciones sociales	Subvenciones	Inversión	Transf. de capital	Pagadas por inst. de la UE			
													1	2
2002	47,6	43,8	10,5	4,9	3,5	24,9	22,0	1,9	0,5	3,9	2,4	1,4	0,1	44,1
2003	48,0	44,1	10,6	4,9	3,3	25,2	22,3	1,8	0,5	4,0	2,5	1,4	0,1	44,7
2004	47,4	43,5	10,5	5,0	3,1	24,9	22,1	1,7	0,5	3,9	2,5	1,5	0,1	44,3
2005	47,3	43,4	10,5	5,0	3,0	24,9	22,1	1,7	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	44,3
2006	46,7	42,8	10,3	5,0	2,9	24,6	21,8	1,6	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	43,8
2007	46,0	42,2	10,1	5,0	3,0	24,2	21,4	1,6	0,4	3,8	2,6	1,2	0,0	43,1
2008	47,2	43,3	10,3	5,2	3,0	24,8	21,9	1,6	0,4	3,9	2,6	1,3	0,0	44,2
2009	51,2	46,9	11,0	5,7	2,9	27,4	24,2	1,8	0,4	4,3	2,8	1,4	0,0	48,4
2010	50,9	46,6	10,8	5,6	2,8	27,3	24,2	1,8	0,4	4,4	2,5	1,9	0,0	48,1

#### 3. Zona del euro – Déficit/superávit, déficit/superávit primario y consumo público

	Déficit (-)/superávit (+)					Déficit (-)/superávit (+) primario	Consumo público <sup>4)</sup>							
	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	-2,7	-2,3	-0,5	-0,3	0,3	0,8	20,2	10,5	4,9	5,1	1,9	2,2	8,1	12,1
2003	-3,1	-2,5	-0,5	-0,2	0,1	0,2	20,5	10,6	4,9	5,2	1,9	2,2	8,1	12,3
2004	-2,9	-2,5	-0,4	-0,3	0,2	0,2	20,4	10,5	5,0	5,1	1,9	2,2	8,1	12,3
2005	-2,5	-2,2	-0,3	-0,2	0,2	0,5	20,4	10,5	5,0	5,1	1,9	2,3	8,0	12,4
2006	-1,4	-1,5	-0,1	-0,2	0,4	1,5	20,3	10,3	5,0	5,2	1,9	2,3	7,9	12,4
2007	-0,7	-1,2	0,0	-0,1	0,6	2,3	20,0	10,1	5,0	5,1	1,9	2,3	7,7	12,3
2008	-2,1	-2,3	-0,2	-0,2	0,5	0,9	20,5	10,3	5,2	5,3	2,0	2,3	8,0	12,6
2009	-6,4	-5,2	-0,5	-0,3	-0,4	-3,5	22,2	11,0	5,7	5,8	2,1	2,5	8,6	13,6
2010	-6,2	-5,1	-0,7	-0,3	-0,1	-3,4	22,0	10,8	5,6	5,8	2,1	2,5	8,4	13,6

#### 4. Países de la zona del euro – Déficit (-)/superávit (+) <sup>5)</sup>

	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	0,2	2,4	0,1	-6,5	1,9	-2,7	-1,6	3,5	3,7	-2,4	0,2	-0,9	-3,1	0,0	-1,8	5,3
2008	-1,3	-0,1	-2,9	-7,3	-9,8	-4,5	-3,3	-2,7	0,9	3,0	-4,6	0,5	-0,9	-3,6	-1,9	-2,1	4,3
2009	-5,8	-3,2	-2,0	-14,2	-15,8	-11,2	-7,5	-5,4	-6,1	-0,9	-3,7	-5,6	-4,1	-10,1	-6,1	-8,0	-2,5
2010	-4,1	-4,3	0,2	-31,3	-10,6	-9,3	-7,1	-4,6	-5,3	-1,1	-3,6	-5,1	-4,4	-9,8	-5,8	-7,7	-2,5

Fuentes: BCE, para los agregados de la zona del euro; Comisión Europea, para los datos relativos al déficit/superávit por países.

- Los datos se refieren al Euro-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.
- La carga fiscal incluye impuestos y cotizaciones sociales.
- Incluye el total de empleos, excepto intereses.
- Se corresponde con el gasto en consumo final (P3) de las Administraciones Públicas del SEC 95.
- Incluye los ingresos por venta de licencias UMTS y las liquidaciones de swaps y de acuerdos sobre tipos de interés futuros.

## 6.2 Deuda <sup>1)</sup>

(porcentaje del PIB)

### 1. Zona del euro – Por instrumento financiero y sector tenedor

	Total	Instrumentos financieros				Sectores tenedores				Otros acreedores <sup>3)</sup>
		Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores a corto plazo	Valores a largo plazo	Acreedores residentes <sup>2)</sup>				
						Total	IFM	Otras sociedades financieras	Resto de sectores	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
2001	68,2	2,8	12,4	4,0	48,9	42,7	20,8	11,2	10,7	25,4
2002	68,0	2,7	11,8	4,6	48,9	41,0	19,6	10,8	10,5	27,0
2003	69,1	2,1	12,4	5,1	49,6	40,3	19,8	11,3	9,2	28,9
2004	69,5	2,2	12,1	5,0	50,3	38,8	18,9	11,1	8,8	30,7
2005	70,4	2,4	12,2	4,7	51,2	37,1	18,1	11,2	7,7	33,3
2006	68,6	2,5	11,9	4,1	50,2	35,0	18,3	9,3	7,4	33,6
2007	66,3	2,2	11,2	4,2	48,7	32,7	17,1	8,5	7,1	33,6
2008	70,1	2,3	11,5	6,7	49,6	33,1	17,8	7,8	7,6	36,9
2009	79,8	2,5	12,6	8,6	56,2	37,3	20,6	8,9	7,8	42,5
2010	85,3	2,4	15,3	7,7	60,0	40,5	23,4	9,6	7,5	44,8

### 2. Zona del euro – Por emisor, plazo y moneda

	Total	Emitido por <sup>4)</sup>				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	68,2	56,6	6,0	4,7	0,8	7,0	61,1	5,3	13,7	26,6	27,9	66,8	1,3
2002	68,0	56,3	6,2	4,7	0,8	7,6	60,4	5,2	15,5	25,3	27,2	66,8	1,1
2003	69,1	56,6	6,5	5,0	1,0	7,8	61,3	5,0	14,9	26,0	28,2	68,3	0,9
2004	69,5	56,5	6,6	5,1	1,3	7,8	61,7	4,6	14,8	26,2	28,5	68,4	1,1
2005	70,4	57,1	6,7	5,2	1,4	7,8	62,6	4,6	14,9	25,7	29,8	69,2	1,2
2006	68,6	55,4	6,5	5,4	1,4	7,4	61,2	4,3	14,4	24,2	30,0	67,8	0,8
2007	66,3	53,5	6,2	5,3	1,4	7,4	58,9	4,3	15,0	23,4	27,8	65,9	0,4
2008	70,1	56,9	6,6	5,3	1,3	10,2	59,9	4,9	18,7	23,1	28,3	69,4	0,7
2009	79,8	64,7	7,6	5,8	1,7	12,3	67,5	5,0	21,1	26,7	32,0	79,1	0,7
2010	85,3	69,3	8,3	5,9	1,9	13,1	72,2	5,2	24,0	28,1	33,3	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	84,1	65,2	3,7	24,8	107,4	36,2	64,2	103,1	58,8	6,7	62,1	45,3	60,2	68,3	23,1	29,6	35,2
2008	89,3	66,7	4,5	44,2	113,0	40,1	68,2	105,8	48,9	13,7	62,2	58,5	63,8	71,6	21,9	27,8	33,9
2009	95,9	74,4	7,2	65,2	129,3	53,8	79,0	115,5	58,5	14,8	67,8	60,8	69,5	83,0	35,3	35,5	43,3
2010	96,2	83,2	6,7	92,5	144,9	61,0	82,3	118,4	61,5	19,1	69,0	62,9	71,8	93,3	38,8	41,0	48,3

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 <sup>1)</sup>

(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 <sup>2)</sup>	Efectos de valoración <sup>3)</sup>	Otras variaciones en volumen <sup>4)</sup>	Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores a corto plazo	Valores a largo plazo	Acreedores residentes <sup>5)</sup>	IFM	Otras sociedades financieras	Otros acreedores <sup>6)</sup>
2002	2,1	2,7	-0,5	-0,1	0,0	-0,2	0,7	1,6	-0,3	-0,5	0,0	2,4
2003	3,1	3,3	-0,2	0,0	-0,6	0,9	0,6	2,1	0,5	0,8	0,8	2,6
2004	3,2	3,3	-0,1	0,0	0,2	0,1	0,1	2,7	0,1	-0,2	0,3	3,0
2005	3,3	3,1	0,2	0,0	0,3	0,5	-0,1	2,6	-0,4	-0,1	0,5	3,6
2006	1,7	1,4	0,1	0,1	0,2	0,3	-0,3	1,5	-0,3	1,1	-1,4	2,0
2007	1,2	1,2	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,3	1,0	-0,5	-0,3	-0,3	1,6
2008	5,3	5,2	0,1	0,0	0,1	0,5	2,6	2,0	1,1	1,0	-0,6	4,2
2009	7,2	7,5	-0,2	0,0	0,1	0,7	1,6	4,8	3,0	2,3	0,8	4,3
2010	7,6	7,7	-0,1	0,0	0,0	3,0	-0,7	5,2	4,2	3,3	1,0	3,3

### 2. Zona del euro – Ajuste entre déficit y deuda

Variaciones de la deuda	Déficit (-)/superávit (+) <sup>7)</sup>	Ajuste entre déficit y deuda <sup>8)</sup>												
		Total	Operaciones en los principales instrumentos financieros mantenidos por las AAPP							Efectos de valoración	Efectos tipo de cambio	Otras variaciones en volumen	Otros <sup>9)</sup>	
			Total	Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores <sup>10)</sup>	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	-2,7	-0,6	0,1	0,1	0,0	0,0	-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	3,2	-2,9	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	0,0	0,1	0,1	-0,3	0,2	0,2	0,0	0,0	-0,1
2006	1,7	-1,4	0,3	0,2	0,3	-0,1	0,2	-0,2	-0,4	0,1	0,1	0,0	0,1	-0,1
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	-2,1	3,2	3,0	0,8	0,7	0,7	0,9	-0,1	0,7	0,1	0,0	0,0	0,0
2009	7,2	-6,4	0,8	1,0	0,3	0,0	0,3	0,5	-0,3	0,5	-0,2	0,0	0,0	0,1
2010	7,6	-6,2	1,3	1,7	0,0	0,5	1,1	0,1	0,0	0,2	-0,1	0,0	0,0	-0,3

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 <sup>1)</sup>

(porcentaje del PIB)

### 1. Zona del euro – Recursos (datos trimestrales)

	Total		Recursos corrientes					Recursos de capital		Pro memoria: carga fiscal <sup>2)</sup>
	1	2	Impuestos directos	Impuestos indirectos	Cotizaciones sociales	Ventas	Rentas de la propiedad	8	Impuestos sobre el capital	
2005 III	43,4	42,7	11,2	12,5	15,1	2,2	0,7	0,7	0,3	39,2
IV	48,6	47,8	13,6	14,0	16,1	2,4	0,8	0,8	0,3	44,0
2006 I	42,6	42,1	10,4	12,8	15,1	2,2	0,8	0,4	0,3	38,6
II	45,6	45,2	12,5	13,1	15,1	2,3	1,4	0,5	0,3	40,9
III	43,6	43,1	11,8	12,4	15,1	2,2	0,8	0,5	0,3	39,5
IV	49,0	48,4	14,4	14,1	15,8	2,4	0,9	0,6	0,3	44,5
2007 I	42,3	41,9	10,4	12,8	14,7	2,2	0,9	0,4	0,3	38,3
II	45,8	45,4	13,0	13,0	15,0	2,3	1,4	0,4	0,3	41,2
III	43,6	43,1	12,3	12,3	14,8	2,2	0,8	0,5	0,3	39,6
IV	49,2	48,6	14,8	13,9	15,7	2,4	1,0	0,6	0,3	44,6
2008 I	42,5	42,2	10,9	12,3	14,8	2,3	1,1	0,3	0,2	38,2
II	45,2	44,9	12,9	12,3	15,0	2,3	1,5	0,4	0,3	40,5
III	43,3	43,0	12,2	12,0	15,0	2,2	0,8	0,4	0,3	39,5
IV	48,8	48,2	13,9	13,4	16,4	2,5	1,1	0,5	0,3	44,0
2009 I	42,5	42,4	10,4	12,0	15,5	2,5	1,1	0,1	0,2	38,2
II	45,2	44,6	11,8	12,5	15,7	2,5	1,4	0,6	0,5	40,4
III	42,7	42,3	11,0	11,9	15,5	2,4	0,7	0,4	0,3	38,7
IV	48,4	47,6	13,0	13,6	16,4	2,6	0,9	0,8	0,5	43,5
2010 I	42,2	42,0	10,1	12,1	15,5	2,5	0,9	0,2	0,3	38,0
II	45,1	44,7	11,9	12,7	15,4	2,6	1,3	0,4	0,3	40,3
III	42,9	42,5	11,0	12,4	15,2	2,4	0,7	0,3	0,3	38,9
IV	48,3	47,5	13,1	13,4	16,4	2,7	1,0	0,7	0,3	43,2
2011 I	42,8	42,5	10,5	12,4	15,3	2,5	1,0	0,3	0,3	38,5
II	45,0	44,7	12,0	12,5	15,3	2,6	1,4	0,3	0,3	40,1
III	43,7	43,4	11,4	12,6	15,3	2,4	0,8	0,3	0,3	39,6

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

	Total		Empleos corrientes					Empleos de capital			Déficit (-)/ superávit (+)	Déficit (-)/ superávit (+) primario	
	1	2	Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Intereses	Transf. corrientes	Prestaciones sociales	Subven- ciones	Inversión			Transf. de capital
2005 III	45,8	42,3	10,0	4,8	3,0	24,6	21,2	1,2	3,5	2,6	1,0	-2,4	0,6
IV	49,6	45,0	11,3	5,8	2,7	25,2	21,6	1,3	4,6	2,9	1,7	-1,0	1,8
2006 I	45,9	42,6	10,1	4,6	3,0	24,9	21,4	1,1	3,3	2,1	1,3	-3,3	-0,4
II	45,8	42,5	10,3	4,9	3,1	24,1	21,1	1,1	3,4	2,4	1,0	-0,2	2,9
III	45,3	41,8	9,8	4,7	2,9	24,3	20,9	1,2	3,6	2,6	1,0	-1,7	1,2
IV	49,4	44,3	10,8	5,8	2,7	25,1	21,3	1,3	5,1	2,9	2,2	-0,5	2,2
2007 I	44,9	41,5	9,9	4,5	2,9	24,1	20,7	1,1	3,4	2,2	1,2	-2,7	0,3
II	45,1	41,7	10,0	4,9	3,2	23,6	20,6	1,1	3,4	2,5	0,9	0,8	4,0
III	44,6	41,1	9,6	4,7	3,0	23,8	20,6	1,1	3,6	2,6	0,9	-1,0	1,9
IV	49,2	44,5	10,8	5,8	2,8	25,1	21,2	1,5	4,7	3,0	1,7	0,0	2,8
2008 I	45,5	42,0	9,9	4,7	3,0	24,4	20,8	1,2	3,5	2,2	1,2	-3,0	0,0
II	45,9	42,4	10,2	5,0	3,3	23,9	20,8	1,1	3,5	2,5	1,0	-0,6	2,6
III	45,7	42,1	9,7	4,9	3,1	24,4	21,2	1,1	3,6	2,6	1,0	-2,4	0,7
IV	51,3	46,4	11,2	6,2	2,8	26,3	22,2	1,4	4,8	3,2	1,7	-2,5	0,3
2009 I	49,6	45,9	10,7	5,4	2,9	26,9	22,9	1,3	3,7	2,5	1,2	-7,1	-4,2
II	50,6	46,5	11,1	5,5	3,0	26,8	23,3	1,3	4,1	2,8	1,3	-5,4	-2,4
III	49,9	45,9	10,5	5,3	2,9	27,1	23,5	1,3	4,1	2,8	1,2	-7,2	-4,3
IV	54,4	49,3	11,8	6,5	2,6	28,4	24,0	1,5	5,1	3,1	1,9	-5,9	-3,3
2010 I	50,5	46,7	10,7	5,2	2,8	27,9	23,6	1,4	3,8	2,3	1,5	-8,3	-5,5
II	49,6	46,1	10,9	5,5	2,9	26,7	23,2	1,3	3,5	2,5	1,2	-4,5	-1,6
III	50,4	45,2	10,2	5,3	2,8	26,9	23,2	1,3	5,2	2,5	2,7	-7,5	-4,7
IV	53,1	48,3	11,4	6,4	2,7	27,7	23,7	1,5	4,9	2,8	2,1	-4,8	-2,1
2011 I	48,7	45,7	10,4	5,2	2,9	27,1	23,1	1,3	3,0	2,1	0,9	-5,9	-2,9
II	48,6	45,4	10,6	5,4	3,1	26,2	22,8	1,2	3,2	2,4	0,9	-3,6	-0,5
III	47,8	44,7	10,0	5,2	3,0	26,5	23,0	1,2	3,1	2,3	0,8	-4,1	-1,1

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 <sup>1)</sup>

(porcentaje del PIB)

### 1. Zona del euro – Deuda según los criterios de Maastricht por instrumento financiero <sup>2)</sup>

	Total 1	Instrumentos financieros			
		Efectivo y depósitos 2	Préstamos 3	Valores a corto plazo 4	Valores a largo plazo 5
2008 IV	70,1	2,3	11,5	6,7	49,6
2009 I	73,8	2,3	11,8	7,9	51,8
II	77,0	2,4	12,2	8,4	54,0
III	78,9	2,4	12,4	9,2	54,9
IV	79,8	2,5	12,6	8,6	56,2
2010 I	81,5	2,4	12,8	8,4	57,9
II	82,8	2,4	13,4	8,1	59,0
III	83,0	2,4	13,3	8,2	59,1
IV	85,3	2,4	15,3	7,7	60,0
2011 I	86,3	2,4	15,1	7,7	61,0
II	87,2	2,4	14,9	7,8	62,0
III	86,8	2,4	15,1	8,0	61,4

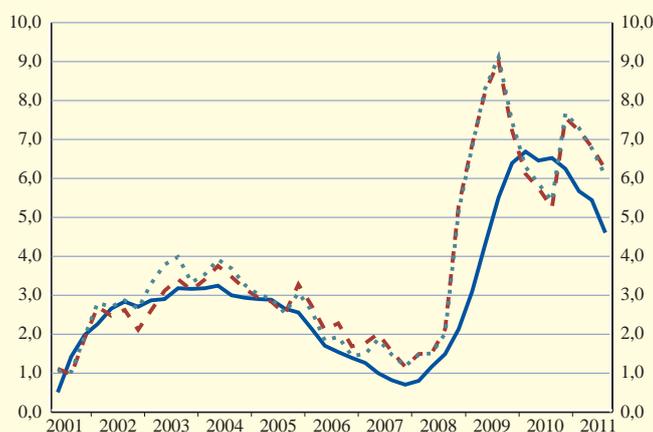
### 2. Zona del euro – Ajuste entre déficit y deuda

	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 IV	9,2	-2,5	6,7	5,5	0,6	2,5	0,4	2,1	0,2	1,0	9,0
2009 I	12,8	-7,1	5,7	6,7	5,2	-0,1	0,9	0,7	-0,5	-0,5	13,3
II	9,1	-5,4	3,7	3,2	2,3	-0,6	0,3	1,2	-0,4	0,9	9,5
III	5,0	-7,2	-2,3	-2,8	-3,1	0,6	-0,1	-0,3	0,2	0,3	4,7
IV	2,4	-5,9	-3,5	-2,8	-2,9	-0,1	0,1	0,1	-0,2	-0,5	2,6
2010 I	8,1	-8,3	-0,1	0,7	0,8	0,0	-0,4	0,3	-0,3	-0,5	8,5
II	7,6	-4,5	3,2	3,2	2,0	1,1	-0,2	0,4	-0,1	0,0	7,7
III	3,0	-7,5	-4,5	-3,0	-2,3	-0,6	-0,1	0,1	0,0	-1,5	3,0
IV	11,3	-4,8	6,5	5,9	-0,3	1,7	4,7	-0,2	0,0	0,6	11,3
2011 I	6,8	-5,9	0,9	0,9	2,0	-0,4	-0,4	-0,3	-0,2	0,2	7,0
II	6,0	-3,6	2,3	2,9	2,9	0,5	-0,4	-0,1	0,3	-0,8	5,7
III	0,8	-4,1	-3,3	-4,2	-3,8	-0,7	-0,2	0,6	0,5	0,3	0,3

### G30 Déficit, necesidad de financiación y variaciones de la deuda

(suma móvil de cuatro trimestres en porcentaje del PIB)

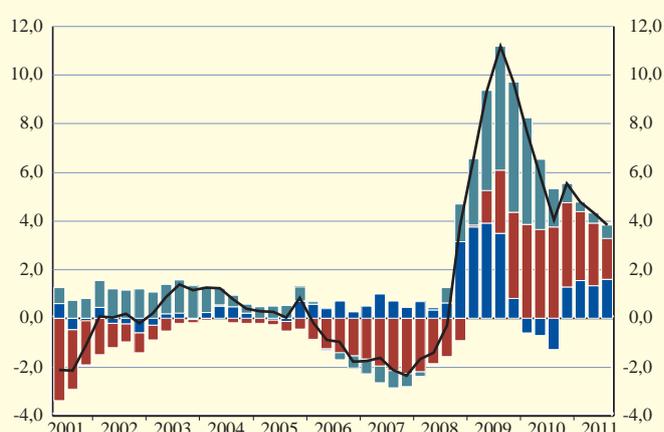
— Déficit  
- - - Variaciones de la deuda  
... Necesidad de financiación



### 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

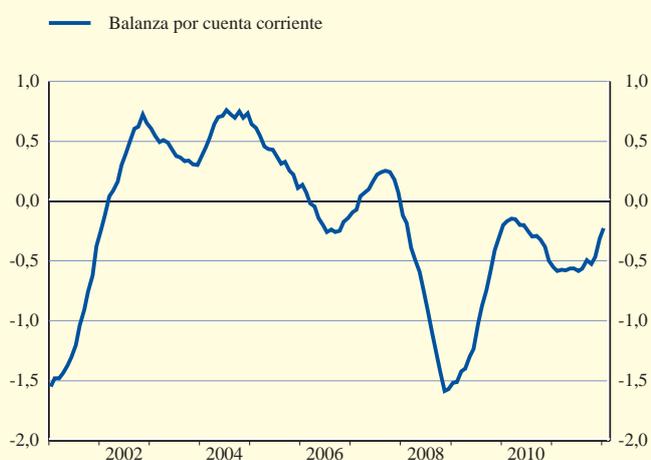
### 7.1 Resumen de la balanza de pagos <sup>1)</sup>

(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
2009	-25,9	36,0	35,1	-5,8	-91,2	7,3	-18,6	14,0	-102,8	261,4	21,1	-170,2	4,6	4,6
2010	-42,2	12,9	45,9	2,3	-103,3	5,5	-36,7	44,1	-49,9	148,0	17,4	-61,2	-10,3	-7,4
2011	-29,5	5,0	60,3	10,2	-104,9	9,9	-19,6	10,1	-71,1	296,0	-23,4	-181,4	-10,0	9,5
2010 IV	3,4	5,5	10,5	4,3	-16,8	1,3	4,7	9,5	79,5	19,5	8,9	-96,8	-1,6	-14,2
2011 I	-30,2	-13,0	7,0	10,2	-34,5	2,4	-27,8	15,7	-9,9	128,5	-2,2	-89,1	-11,6	12,1
II	-21,0	-3,0	17,9	-14,0	-21,8	0,6	-20,4	18,4	-29,0	150,2	1,6	-108,9	4,5	2,0
III	-1,2	3,1	21,0	4,2	-29,5	1,8	0,6	9,8	-16,5	37,7	-15,4	0,3	3,8	-10,4
IV	22,8	17,9	14,4	9,7	-19,2	5,1	27,9	-33,9	-15,7	-20,4	-7,3	16,3	-6,7	5,9
2011 Ene	-19,9	-14,7	2,6	1,1	-8,9	0,4	-19,6	13,5	11,7	-28,9	-1,0	37,7	-6,0	6,0
Feb	-9,3	-0,8	2,6	4,2	-15,2	2,1	-7,1	2,2	-27,9	93,6	0,8	-65,3	1,0	5,0
Mar	-1,0	2,5	1,8	5,0	-10,3	-0,1	-1,1	0,0	6,3	63,9	-2,1	-61,5	-6,6	1,1
Abr	-4,9	-3,9	4,2	1,7	-6,9	-0,1	-5,0	-4,0	-29,8	13,6	2,6	3,6	6,0	8,9
May	-15,9	0,3	5,6	-15,3	-6,6	0,4	-15,5	15,4	-5,0	45,1	-2,3	-19,4	-3,1	0,2
Jun	-0,2	0,5	8,1	-0,4	-8,3	0,3	0,1	7,0	5,8	91,5	1,2	-93,2	1,6	-7,1
Jul	1,4	3,8	7,4	1,2	-11,0	-0,1	1,3	-3,8	-17,2	-24,6	-0,8	40,1	-1,2	2,5
Ago	-3,6	-4,2	5,5	3,4	-8,3	2,0	-1,5	1,4	7,7	25,6	-6,5	-28,7	3,4	0,1
Sep	1,0	3,6	8,1	-0,3	-10,3	-0,1	0,9	12,2	-7,0	36,7	-8,1	-11,0	1,6	-13,1
Oct	2,6	1,7	5,3	3,2	-7,6	1,5	4,1	-5,0	-7,6	-26,4	-0,9	31,0	-1,1	0,9
Nov	1,9	6,7	3,0	1,8	-9,5	2,2	4,1	-6,7	-8,0	1,5	0,6	-0,5	-0,2	2,5
Dic	18,3	9,5	6,1	4,7	-2,1	1,4	19,7	-22,2	-0,1	4,6	-7,1	-14,2	-5,4	2,5
2012 Ene	-12,3	-10,1	1,6	3,5	-7,3	0,1	-12,1	12,6	-6,2	-46,9	-3,2	69,5	-0,5	-0,5
<i>transacciones acumuladas de 12 meses</i>														
2012 Ene	-21,8	9,7	59,3	12,6	-103,4	9,6	-12,2	9,2	-89,1	278,0	-25,6	-149,6	-4,6	3,0
<i>transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB</i>														
2012 Ene	-0,2	0,1	0,6	0,1	-1,1	0,1	-0,1	0,1	-0,9	3,0	-0,3	-1,6	0,0	0,0

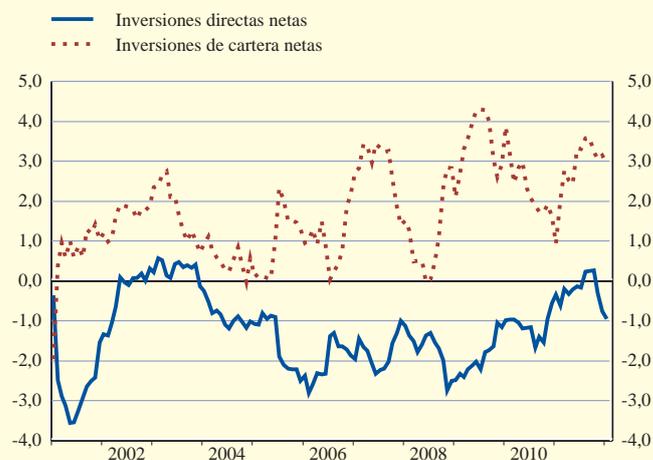
### G32 Balanza de pagos de la zona del euro: cuenta corriente

(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

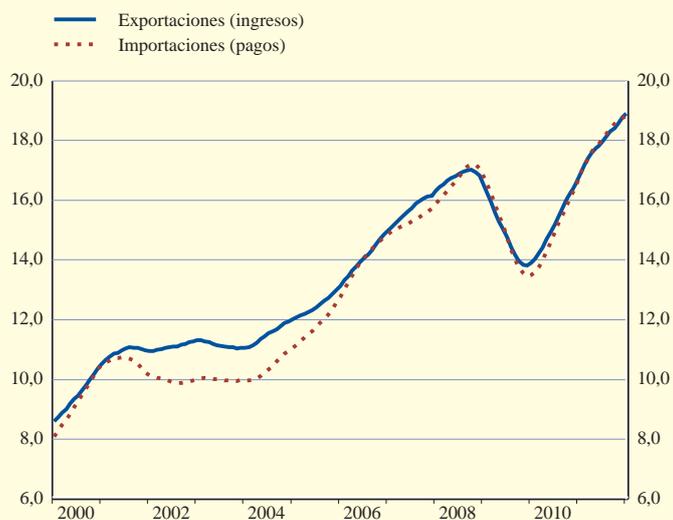
(mm de euros; transacciones)

### 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	Rembesas de trabajadores			Rembesas de trabajadores
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2009	2.292,4	2.318,3	-25,9	1.302,5	1.266,5	473,9	438,8	421,5	427,3	94,5	6,4	185,7	22,5	20,6	13,4
2010	2.617,1	2.659,3	-42,2	1.560,0	1.547,1	518,8	472,9	450,7	448,4	87,6	6,3	190,9	22,3	21,2	15,7
2011	2.884,7	2.914,2	-29,5	1.770,3	1.765,3	543,1	482,8	482,8	472,7	88,5	.	193,5	.	23,3	13,4
2010 IV	705,7	702,2	3,4	421,7	416,2	135,7	125,2	117,3	113,0	31,0	1,6	47,8	6,0	7,1	5,9
2011 I	684,5	714,7	-30,2	423,3	436,4	123,0	116,0	113,5	103,3	-24,7	1,5	59,1	5,4	5,0	2,6
II	719,5	740,4	-21,0	438,7	441,8	134,1	116,2	127,7	141,8	18,9	1,6	40,7	5,6	3,7	3,1
III	723,1	724,2	-1,2	444,5	441,4	146,1	125,1	115,8	111,6	16,6	1,8	46,1	5,7	5,2	3,4
IV	757,7	734,8	22,8	463,6	445,8	140,0	125,5	125,8	116,1	28,3	.	47,5	.	9,4	4,4
2011 Nov	247,7	245,8	1,9	159,5	152,9	43,3	40,3	39,1	37,3	5,8	.	15,3	.	3,1	0,9
Dic	266,3	248,0	18,3	151,7	142,2	50,0	43,9	49,7	45,0	14,9	.	16,9	.	3,9	2,5
2012 Ene	234,5	246,7	-12,3	142,3	152,4	41,0	39,4	41,6	38,0	9,6	.	16,9	.	1,0	0,9
	Datos desestacionalizados														
2011 II	713,5	726,8	-13,3	437,0	441,9	133,5	118,7	121,2	118,2	21,9	.	47,9	.	.	.
III	727,5	729,2	-1,7	443,4	441,5	138,0	120,5	122,1	118,7	23,9	.	48,4	.	.	.
IV	733,3	737,4	-4,0	452,4	445,1	137,3	122,4	122,6	121,6	21,1	.	48,3	.	.	.
2011 Nov	244,9	245,8	-0,9	152,7	147,6	45,1	40,4	41,8	41,2	5,3	.	16,6	.	.	.
Dic	247,2	243,8	3,4	152,6	146,4	45,9	40,9	41,8	40,5	7,0	.	16,0	.	.	.
2012 Ene	252,6	248,1	4,5	154,4	149,5	44,0	40,1	45,1	42,1	9,1	.	16,3	.	.	.
	transacciones acumuladas de 12 meses														
2012 Ene	2.900,5	2.921,7	-21,2	1.778,6	1.769,9	541,3	482,3	489,7	475,9	91,0	.	193,6	.	.	.
	transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB														
2012 Ene	30,8	31,0	-0,2	18,9	18,8	5,8	5,1	5,2	5,1	1,0	.	2,1	.	.	.

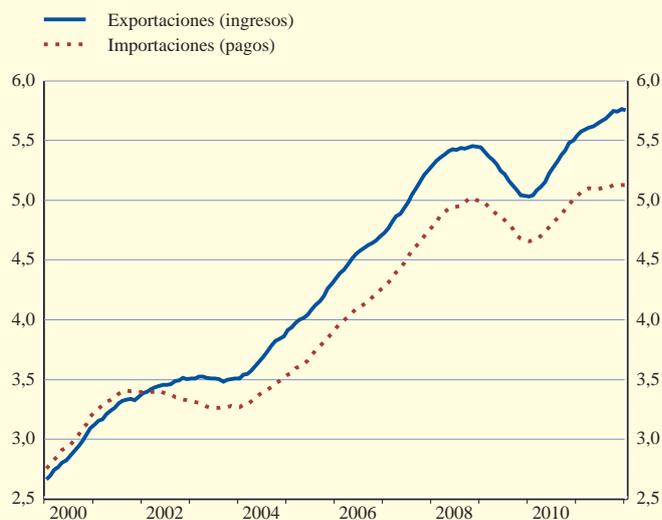
### G34 Balanza de pagos de la zona del euro: bienes

(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	502,5	577,3	140,5	-7,8	117,4	20,5	31,3	26,7	39,3	111,2	119,1	128,7	172,3	193,3
2009	21,7	13,8	399,9	413,5	148,8	16,1	100,4	14,9	24,7	23,5	24,5	77,3	101,0	122,1	100,8	90,2
2010	23,3	14,2	427,3	434,2	195,6	20,1	139,6	38,4	24,0	19,9	29,1	86,3	99,3	122,7	79,3	65,6
2010 III	5,6	4,1	104,1	103,1	46,5	14,6	35,0	12,5	5,7	4,6	7,4	16,8	25,4	31,1	19,1	15,6
IV	6,4	4,1	111,0	108,9	51,2	-2,0	36,0	6,4	6,7	6,2	6,4	18,5	25,5	30,0	21,2	18,2
2011 I	5,7	2,7	107,8	100,6	47,7	11,1	33,8	21,5	6,5	4,3	7,4	14,2	25,4	30,8	20,9	17,5
II	5,8	3,3	121,9	138,5	57,8	9,7	38,5	10,7	5,7	4,8	12,3	46,3	25,2	31,0	20,9	17,8
III	5,8	4,0	110,0	107,6	47,7	18,0	34,8	17,9	6,5	4,8	9,0	18,4	25,1	32,2	21,8	17,3

### 3. Desagregación geográfica (transacciones acumuladas)

	Total	Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro						Brasil	Canadá	China	India	Japón	Rusia	Suiza	Estados Unidos	Otros
		Total	Dina-marca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE	Instituciones de la UE									
IV 2010 a III 2011	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
<b>Ingresos</b>																
<b>Cuenta corriente</b>	2.832,7	936,1	52,2	89,6	430,4	304,4	59,4	55,0	39,0	136,7	40,2	62,0	107,1	218,5	354,4	883,9
Bienes	1.728,3	553,6	33,4	59,4	224,2	236,3	0,2	29,1	20,0	110,8	30,5	38,2	78,7	117,7	193,9	555,9
Servicios	538,9	168,3	11,0	15,1	104,1	31,5	6,6	8,7	8,4	17,5	7,1	13,3	17,9	55,0	78,5	164,3
Rentas	474,4	152,6	6,7	13,4	91,4	32,7	8,3	16,8	9,8	7,8	2,4	9,7	9,9	37,6	76,0	151,7
Rentas de la inversión	450,7	146,0	6,6	13,3	89,9	32,1	4,0	16,8	9,8	7,8	2,4	9,6	9,9	26,3	74,2	148,0
Transferencias corrientes	91,2	61,6	1,2	1,7	10,6	3,8	44,4	0,4	0,7	0,6	0,2	0,9	0,6	8,2	6,0	12,0
<b>Cuenta de capital</b>	21,0	17,8	0,0	0,0	1,1	0,4	16,3	0,1	0,0	0,0	0,0	0,2	0,1	0,4	0,4	1,8
<b>Pagos</b>																
<b>Cuenta corriente</b>	2.881,6	878,1	44,6	86,1	373,5	269,8	104,2	-	31,8	-	-	93,9	-	185,6	367,4	-
Bienes	1.735,7	479,6	29,6	51,7	179,6	218,6	0,0	31,1	14,4	213,5	27,9	52,9	126,4	96,0	140,5	553,5
Servicios	482,5	137,8	7,9	12,9	81,8	35,0	0,2	5,2	6,4	13,0	5,9	9,5	10,1	43,0	98,8	152,8
Rentas	469,6	144,4	6,4	20,0	100,5	11,7	5,8	-	9,2	-	-	31,0	-	39,2	121,6	-
Rentas de la inversión	455,5	136,3	6,3	19,9	99,0	5,3	5,8	-	9,0	-	-	30,8	-	38,8	120,3	-
Transferencias corrientes	193,8	116,4	0,7	1,5	11,6	4,4	98,1	1,5	1,8	3,6	0,7	0,5	0,7	7,4	6,6	54,6
<b>Cuenta de capital</b>	15,0	1,6	0,0	0,1	0,9	0,4	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,1	0,1	0,6	1,2	10,3
<b>Neto</b>																
<b>Cuenta corriente</b>	-48,9	58,0	7,7	3,5	56,8	34,6	-44,7	-	7,2	-	-	-32,0	-	32,9	-13,0	-
Bienes	-7,4	74,0	3,8	7,7	44,6	17,7	0,2	-2,0	5,6	-102,7	2,6	-14,8	-47,7	21,7	53,5	2,4
Servicios	56,4	30,5	3,1	2,2	22,3	-3,5	6,3	3,5	2,0	4,5	1,2	3,8	7,7	12,1	-20,3	11,6
Rentas	4,7	8,2	0,3	-6,5	-9,1	21,0	2,6	-	0,7	-	-	-21,3	-	-1,6	-45,6	-
Rentas de la inversión	-4,8	9,7	0,3	-6,6	-9,1	26,8	-1,7	-	0,8	-	-	-21,2	-	-12,5	-46,2	-
Transferencias corrientes	-102,6	-54,7	0,5	0,1	-1,0	-0,6	-53,7	-1,1	-1,1	-3,1	-0,5	0,4	-0,1	0,7	-0,5	-42,6
<b>Cuenta de capital</b>	6,0	16,2	0,0	-0,1	0,2	0,0	16,1	-0,1	-0,2	-0,3	-0,2	0,1	0,1	-0,2	-0,8	-8,5

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 y otros flujos en el período)

### 1. Resumen de la cuenta financiera

	Total <sup>b)</sup>			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
<b>Saldos vivos (posición de inversión internacional)</b>														
2008	13.377,1	14.961,4	-1.584,3	144,7	161,8	-17,1	3.878,4	3.247,8	3.834,9	5.976,8	-0,5	5.290,0	5.736,7	374,2
2009	13.764,1	15.170,3	-1.406,2	154,3	170,0	-15,8	4.287,2	3.403,0	4.341,3	6.781,9	0,2	4.675,9	4.985,4	459,6
2010	15.234,8	16.461,7	-1.226,9	166,4	179,8	-13,4	4.798,2	3.714,8	4.907,5	7.442,9	-61,6	5.002,9	5.304,0	587,8
2011 I	15.135,4	16.377,3	-1.241,9	163,8	177,2	-13,4	4.801,9	3.739,5	4.811,3	7.469,7	-31,6	4.977,1	5.168,1	576,6
II	15.278,0	16.592,6	-1.314,6	164,1	178,2	-14,1	4.905,2	3.801,7	4.762,6	7.641,6	-48,6	5.077,8	5.149,4	581,0
III	15.432,1	16.725,3	-1.293,2	164,6	178,4	-13,8	4.960,3	3.850,3	4.574,8	7.511,6	-46,0	5.296,3	5.363,3	646,7
<b>Variaciones de los saldos vivos</b>														
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	-615,7	-305,5	-310,3	-6,7	-3,3	-3,4	151,7	25,9	-796,2	-561,3	28,4	-26,7	229,9	27,0
2009	387,1	208,9	178,1	4,3	2,3	2,0	408,8	155,2	506,4	805,1	0,7	-614,1	-751,4	85,4
2010	1.470,7	1.291,5	179,3	16,1	14,1	2,0	511,0	311,8	566,2	661,0	-61,7	327,1	318,7	128,2
2011 II	142,7	215,4	-72,7	6,0	9,1	-3,1	103,3	62,2	-48,7	171,9	-17,0	100,7	-18,7	4,4
III	154,0	132,7	21,4	6,6	5,7	0,9	55,1	48,7	-187,8	-129,9	2,6	218,5	214,0	65,7
<b>Transacciones</b>														
2008	429,9	551,3	-121,3	4,7	6,0	-1,3	336,6	105,5	5,0	266,4	84,5	0,5	179,4	3,4
2009	-128,9	-114,9	-14,0	-1,4	-1,3	-0,2	334,7	231,9	94,0	355,3	-21,1	-531,9	-702,1	-4,6
2010	490,0	534,1	-44,1	5,4	5,8	-0,5	174,9	125,0	145,6	293,6	-17,4	176,7	115,5	10,3
2011	383,2	393,2	-10,1	4,1	4,2	-0,1	238,3	167,1	-60,6	235,4	23,4	172,1	-9,3	10,0
2011 II	198,2	216,6	-18,4	8,4	9,2	-0,8	55,9	26,9	33,0	183,2	-1,6	115,3	6,4	-4,5
III	114,7	124,5	-9,8	4,9	5,3	-0,4	40,7	24,1	-64,6	-27,0	15,4	127,0	127,3	-3,8
IV	-146,9	-180,8	33,9	-6,1	-7,5	1,4	52,3	36,6	-56,1	-76,5	7,3	-157,2	-140,9	6,7
2011 Sep	49,2	61,4	-12,2	.	.	.	21,5	14,5	-9,8	26,9	8,1	31,0	19,9	-1,6
Oct	-62,9	-67,9	5,0	.	.	.	18,3	10,6	-36,0	-62,5	0,9	-47,1	-16,1	1,1
Nov	-47,5	-54,1	6,7	.	.	.	13,2	5,2	-23,2	-21,7	-0,6	-37,1	-37,6	0,2
Dic	-36,6	-58,8	22,2	.	.	.	20,8	20,7	3,1	7,7	7,1	-73,0	-87,2	5,4
2012 Ene	66,3	78,9	-12,6	.	.	.	23,6	17,3	28,7	-18,2	3,2	10,3	79,8	0,5
<b>Otros flujos</b>														
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	-1.045,7	-856,7	-188,9	-11,3	-9,3	-2,0	-184,9	-79,5	-801,2	-827,7	-56,0	-27,2	50,5	23,7
2009	515,9	323,8	192,2	5,8	3,6	2,2	74,1	-76,7	412,4	449,7	21,7	-82,2	-49,3	89,9
2010	980,7	757,4	223,3	10,7	8,3	2,4	336,1	186,8	420,6	367,4	-44,3	150,4	203,1	117,9
<b>Otros flujos debidos a variaciones de tipo de cambio</b>														
2007	-522,0	-339,7	-182,3	-5,8	-3,8	-2,0	-104,2	-17,1	-217,4	-146,8	.	-186,6	-175,8	-13,7
2008	-49,8	27,9	-77,7	-0,5	0,3	-0,8	-25,0	-34,0	6,6	41,9	.	-40,7	20,1	9,3
2009	-49,6	-55,2	5,5	-0,6	-0,6	0,1	-4,6	5,7	-30,5	-32,9	.	-11,9	-28,0	-2,7
2010	535,0	323,6	211,3	5,8	3,5	2,3	160,3	57,4	179,4	101,6	.	182,2	164,6	13,0
<b>Otros flujos debidos a variaciones de los precios</b>														
2007	78,7	113,4	-34,6	0,9	1,3	-0,4	45,2	5,8	77,3	107,6	-75,1	.	.	31,3
2008	-1.002,7	-975,7	-27,1	-10,8	-10,6	-0,3	-159,2	-60,7	-809,5	-915,0	-56,0	.	.	22,0
2009	635,3	483,4	151,9	7,1	5,4	1,7	142,5	28,4	425,3	455,0	21,7	.	.	45,8
2010	295,0	153,7	141,3	3,2	1,7	1,5	50,1	2,2	187,3	151,5	-44,3	.	.	102,0
<b>Otros flujos debidos a otros ajustes</b>														
2007	110,9	142,0	-31,0	1,2	1,6	-0,3	118,8	75,6	-40,7	64,3	.	34,1	2,0	-1,3
2008	6,8	91,0	-84,1	0,1	1,0	-0,9	-0,7	15,2	1,8	45,4	.	13,4	30,4	-7,7
2009	-69,7	-104,4	34,7	-0,8	-1,2	0,4	-63,9	-110,8	17,6	27,7	.	-70,3	-21,3	46,8
2010	150,8	280,1	-129,3	1,6	3,1	-1,4	125,7	127,2	53,9	114,4	.	-31,8	38,5	2,9
<b>Tasas de crecimiento de los saldos vivos</b>														
2007	15,6	14,3	.	.	.	.	15,8	15,1	10,0	9,4	.	20,2	20,2	1,6
2008	3,0	3,6	.	.	.	.	9,2	3,3	-0,2	4,2	.	0,0	3,3	1,0
2009	-1,0	-0,8	.	.	.	.	8,6	7,3	2,4	5,9	.	-10,1	-12,2	-1,2
2010	3,5	3,4	.	.	.	.	3,9	3,5	3,2	4,2	.	3,7	2,3	2,0
2011 II	3,8	3,8	.	.	.	.	3,7	4,5	3,1	6,3	.	4,9	-0,2	2,3
III	3,8	3,9	.	.	.	.	3,5	5,2	0,8	5,2	.	7,2	1,2	0,8
IV	2,5	2,4	.	.	.	.	5,0	4,5	-1,4	3,2	.	3,5	-0,1	1,6

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	
<b>Saldos vivos (posición de inversión internacional)</b>														
2009	4.287,2	3.305,5	236,2	3.069,3	981,7	14,8	966,9	3.403,0	2.501,9	74,2	2.427,7	901,1	18,1	883,0
2010	4.798,2	3.667,1	277,9	3.389,2	1.131,1	17,8	1.113,3	3.714,8	2.820,2	83,2	2.737,0	894,6	12,7	881,9
2011 II	4.905,2	3.775,8	281,0	3.494,8	1.129,4	14,5	1.114,9	3.801,7	2.896,3	85,4	2.810,9	905,4	9,5	895,8
III	4.960,3	3.807,6	283,5	3.524,1	1.152,7	13,2	1.139,5	3.850,3	2.952,7	86,5	2.866,2	897,6	8,5	889,2
<b>Transactions</b>														
2008	336,6	193,8	9,3	184,5	142,8	-0,3	143,1	105,5	64,3	-8,2	72,5	41,1	1,6	39,6
2009	334,7	257,5	20,1	237,3	77,2	2,6	74,6	231,9	236,7	7,5	229,2	-4,8	-0,6	-4,2
2010	174,9	51,1	12,6	38,5	123,8	1,2	122,6	125,0	176,7	7,2	169,5	-51,7	-7,5	-44,2
2011 II	55,9	51,2	9,4	41,8	4,7	-2,6	7,3	26,9	24,8	1,7	23,2	2,1	-1,5	3,6
III	40,7	27,7	2,2	25,5	13,0	-1,7	14,7	24,1	41,2	1,3	39,9	-17,0	-0,8	-16,2
IV	52,3	46,1	0,1	45,9	6,3	1,0	5,3	36,6	17,5	1,1	16,4	19,1	-0,1	19,2
2011 Sep	21,5	10,9	0,8	10,1	10,6	-0,2	10,9	14,5	11,4	0,5	11,0	3,1	0,0	3,1
Oct	18,3	14,1	0,1	14,0	4,2	0,2	4,0	10,6	5,1	0,1	5,1	5,5	-0,1	5,6
Nov	13,2	16,2	-0,8	17,0	-3,0	0,3	-3,2	5,2	2,1	0,7	1,4	3,1	0,0	3,1
Dic	20,8	15,8	0,9	14,9	5,0	0,5	4,6	20,7	10,3	0,3	10,0	10,5	0,0	10,5
2012 Ene	23,6	26,7	2,3	24,4	-3,2	0,2	-3,3	17,3	23,6	0,2	23,4	-6,2	-0,5	-5,7
<b>Growth rates</b>														
2009	8,6	8,6	9,2	8,5	8,8	20,5	8,6	7,3	10,4	11,6	10,4	-0,5	-3,2	-0,5
2010	3,9	1,5	5,3	1,2	12,5	7,8	12,6	3,5	6,8	9,4	6,8	-5,7	-41,3	-5,0
2011 II	3,7	3,4	5,6	3,2	4,9	-12,7	5,2	4,5	5,0	8,0	5,0	2,9	-47,9	3,9
III	3,5	2,9	5,9	2,7	5,4	-24,0	5,9	5,2	5,2	6,6	5,2	5,5	-52,3	6,7
IV	5,0	5,6	5,7	5,5	3,2	-19,7	3,5	4,5	5,5	5,8	5,4	1,6	-31,6	2,0

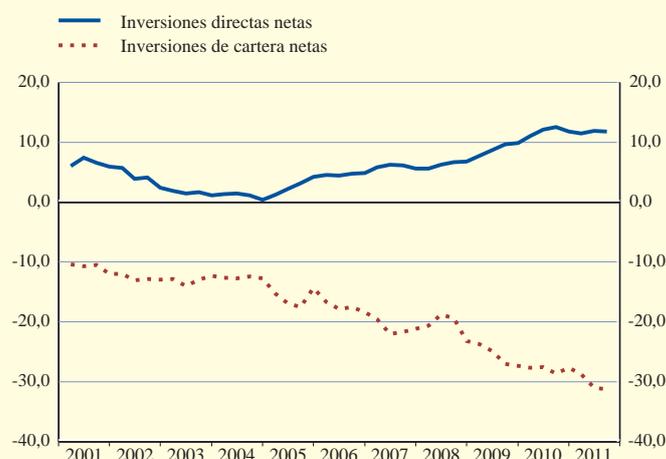
#### G36 Posición de inversión internacional de la zona del euro

(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)



### 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	7	8	9	10	11	12	13	Euro-sistema	15	16
				4										6		
Saldos vivos (posición de inversión internacional)																
2009	4.341,3	1.514,5	80,8	3,4	1.433,6	36,6	2.426,6	924,6	17,1	1.502,0	36,6	400,2	330,2	44,9	69,9	2,0
2010	4.907,5	1.914,2	93,8	3,6	1.820,5	47,6	2.588,8	810,7	15,6	1.778,1	75,7	404,5	314,9	41,7	89,6	0,2
2011 II	4.762,6	1.838,4	94,4	3,5	1.744,0	41,6	2.552,7	761,1	17,6	1.791,6	91,3	371,6	278,8	45,7	92,8	0,4
III	4.574,8	1.621,8	76,4	3,4	1.545,4	38,6	2.551,7	749,4	17,7	1.802,4	93,9	401,3	301,8	54,9	99,5	0,5
Transacciones																
2008	5,0	-93,7	-34,3	0,7	-59,4	-0,1	72,1	37,7	3,2	34,4	2,7	26,5	49,6	13,1	-23,0	0,4
2009	94,0	53,4	-1,3	0,0	54,8	2,5	45,7	-93,2	-3,8	138,9	17,5	-5,2	1,0	-12,9	-6,2	0,9
2010	145,6	76,5	5,6	-0,2	70,9	1,7	109,3	-124,5	-0,8	233,8	52,8	-40,3	-55,5	-11,7	15,3	-1,9
2011 II	33,0	18,0	3,2	0,1	14,8	-2,3	28,0	-4,4	0,4	32,4	-1,2	-12,9	-12,3	4,8	-0,5	-0,5
III	-64,6	-53,3	-12,9	0,0	-40,4	-1,9	-19,9	-21,6	-0,2	1,6	0,1	8,6	8,2	3,5	0,4	0,0
IV	-56,1	-26,6	-4,0	-0,3	-22,6	.	-27,6	-26,5	0,6	-1,1	.	-1,9	-7,0	-0,8	5,1	.
2011 Sep	-9,8	-11,9	-2,3	0,0	-9,6	.	-14,9	-7,9	-0,1	-7,0	.	17,1	23,0	0,4	-5,9	.
Oct	-36,0	-6,5	-3,2	-0,1	-3,2	.	-12,6	-6,7	0,6	-5,9	.	-17,0	-22,4	-6,3	5,4	.
Nov	-23,2	-14,1	-0,7	0,0	-13,4	.	-12,1	-14,6	0,4	2,5	.	3,0	0,6	-1,1	2,4	.
Dic	3,1	-6,1	-0,1	-0,2	-6,0	.	-3,0	-5,3	-0,4	2,3	.	12,2	14,9	6,6	-2,7	.
2012 Ene	28,7	3,7	-0,6	0,0	4,3	.	20,0	1,2	0,8	18,8	.	5,0	2,8	-7,2	2,2	.
Tasas de crecimiento																
2009	2,4	3,9	-2,4	-0,6	4,3	8,5	1,9	-9,5	-19,0	10,7	93,4	-2,0	-0,8	-22,3	-7,9	67,2
2010	3,2	4,8	7,0	-5,2	4,7	4,8	4,4	-13,5	-4,9	14,9	127,8	-9,5	-16,0	-25,4	21,1	-91,9
2011 II	3,1	3,4	4,8	-9,8	3,4	-14,1	3,6	-12,4	9,7	12,2	125,5	-0,8	-4,4	9,2	13,8	93,4
III	0,8	0,3	-7,3	-8,7	0,7	-15,7	0,6	-15,2	9,1	8,8	133,2	5,9	0,7	0,9	28,8	-7,4
IV	-1,4	-3,6	-15,3	-17,6	-3,0	.	-0,6	-8,3	16,3	2,9	.	4,3	1,9	23,2	12,1	.

#### 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	8	9	10	11	12
Saldos vivos (posición de inversión internacional)												
2009	6.781,9	2.781,9	686,2	2.095,7	3.493,1	1.093,2	2.399,9	1.481,2	506,9	66,2	440,7	409,3
2010	7.442,9	3.150,7	658,0	2.492,7	3.823,0	1.165,4	2.657,5	1.680,3	469,2	77,2	392,0	352,6
2011 II	7.641,6	3.123,9	637,8	2.486,1	3.965,7	1.166,9	2.798,8	1.785,7	551,9	140,3	411,6	359,9
III	7.511,6	2.795,1	618,2	2.176,8	4.153,2	1.223,1	2.930,2	1.848,7	563,3	139,3	424,0	376,6
Transacciones												
2008	266,4	-108,6	78,1	-186,7	175,5	-15,6	191,0	159,4	199,5	-25,0	224,6	191,0
2009	355,3	121,6	10,7	110,9	143,2	-15,6	158,8	103,7	90,5	-18,3	108,9	144,3
2010	293,6	128,9	-14,2	143,1	174,2	57,3	116,9	189,2	-9,5	28,9	-38,4	-34,8
2011 II	183,2	-20,1	-7,3	-12,7	175,2	44,6	130,5	97,9	28,2	21,6	6,6	-0,2
III	-27,0	-31,3	-11,3	-19,9	11,0	14,6	-3,7	-16,8	-6,6	-10,3	3,7	17,9
IV	-76,5	-4,5	8,8	-13,3	-24,4	-16,6	-7,8	.	-47,6	-6,6	-41,0	.
2011 Sep	26,9	-18,2	-1,7	-16,5	34,6	6,2	28,4	.	10,6	1,0	9,5	.
Oct	-62,5	-10,0	2,1	-12,2	-39,2	-23,8	-15,4	.	-13,3	-4,8	-8,5	.
Nov	-21,7	-5,8	9,8	-15,6	-2,5	-4,1	1,7	.	-13,5	7,4	-20,8	.
Dic	7,7	11,4	-3,1	14,5	17,2	11,3	5,9	.	-20,9	-9,3	-11,7	.
2012 Ene	-18,2	8,7	4,2	4,5	-34,2	-6,9	-27,3	.	7,3	-3,3	10,6	.
Tasas de crecimiento												
2009	5,9	5,2	1,6	6,6	4,2	-1,3	7,2	7,4	23,0	-28,7	33,0	53,5
2010	4,2	4,5	-2,1	6,7	4,9	5,0	4,8	12,6	-1,9	42,9	-8,9	-8,7
2011 II	6,3	5,9	1,1	7,2	5,5	9,9	3,6	7,5	17,1	150,5	-1,3	3,3
III	5,2	2,8	-2,9	4,4	6,7	10,3	5,2	8,6	8,7	60,5	-1,0	5,9
IV	3,2	1,0	-0,5	1,3	4,9	6,5	4,2	.	4,7	54,1	-5,0	.

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)

**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
<b>Saldos vivos (posición de inversión internacional)</b>															
2009	4.675,9	30,2	29,8	0,4	2.834,7	2.804,2	30,5	122,1	8,4	74,9	15,9	1.688,9	201,4	1.344,7	402,6
2010	5.002,9	32,6	32,0	0,7	2.972,3	2.939,9	32,4	166,3	7,6	117,6	21,0	1.831,8	214,4	1.468,5	428,6
2011 II	5.077,8	40,5	40,3	0,2	3.042,6	2.992,9	49,7	147,3	7,5	99,4	19,2	1.847,5	223,6	1.478,2	441,1
III	5.296,3	42,4	42,1	0,3	3.206,2	3.148,7	57,5	142,7	7,4	94,6	17,5	1.905,0	229,0	1.516,0	454,6
<b>Transacciones</b>															
2008	0,5	-9,5	-9,5	0,0	-42,6	-59,2	16,6	-5,7	-1,1	-5,9	-4,7	58,3	-1,1	48,0	-22,0
2009	-531,9	0,1	0,0	0,1	-420,5	-399,9	-20,5	10,7	-0,4	9,3	1,2	-122,2	7,5	-128,0	-34,6
2010	176,7	-2,9	-2,9	0,0	8,5	-0,4	8,9	40,0	-0,3	39,4	4,9	131,2	7,0	100,9	46,3
2011 II	115,3	4,6	4,6	0,0	60,8	54,2	6,6	0,9	0,0	0,5	2,4	49,0	-1,1	47,9	17,2
III	127,0	-2,8	-2,9	0,1	82,7	68,2	14,4	-6,6	-0,1	-6,5	-1,6	53,7	4,2	36,8	16,9
IV	-157,2	-8,7	.	.	-171,1	.	.	16,5	.	.	12,9	6,1	.	.	9,2
2011 Sep	31,0	-3,3	.	.	4,1	.	.	2,8	.	.	3,2	27,4	.	.	13,9
Oct	-47,1	-3,4	.	.	-72,7	.	.	6,7	.	.	7,6	22,3	.	.	20,0
Nov	-37,1	-3,4	.	.	-47,4	.	.	9,4	.	.	6,8	4,3	.	.	6,7
Dic	-73,0	-1,9	.	.	-51,0	.	.	0,4	.	.	-1,5	-20,4	.	.	-17,6
2012 Ene	10,3	1,8	.	.	5,3	.	.	-1,5	.	.	0,5	4,8	.	.	-2,8
<b>Tasas de crecimiento</b>															
2009	-10,1	-0,4	-1,4	23,4	-12,8	-12,4	-36,9	9,8	-3,5	15,3	7,9	-6,7	3,8	-8,6	-8,1
2010	3,7	-13,1	-13,0	-9,9	0,4	0,1	27,8	31,9	-3,1	50,8	30,6	7,6	3,4	7,3	11,1
2011 II	4,9	65,6	67,1	-1,3	2,8	2,4	37,7	18,1	-3,2	27,5	3,7	6,5	6,0	6,2	13,5
III	7,2	45,4	45,7	62,4	6,0	5,1	84,3	16,2	-3,6	25,0	9,1	8,0	7,4	7,6	13,3
IV	3,5	-7,2	.	.	1,3	.	.	2,2	.	.	45,9	7,6	.	.	10,8

**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
<b>Saldos vivos (posición de inversión internacional)</b>															
2009	4.985,4	251,7	251,3	0,4	3.399,7	3.360,7	39,0	85,2	0,0	80,8	4,4	1.248,8	177,8	929,3	141,7
2010	5.304,0	268,8	265,7	3,1	3.508,6	3.462,6	46,0	153,9	0,0	147,2	6,6	1.372,8	200,8	1.016,2	155,8
2011 II	5.149,4	278,0	275,1	2,8	3.325,3	3.269,4	55,9	187,1	0,0	181,3	5,8	1.359,0	209,5	1.000,2	149,3
III	5.363,3	315,2	312,3	2,9	3.403,7	3.340,5	63,3	210,8	0,0	204,9	5,9	1.433,6	214,0	1.044,5	175,0
<b>Transacciones</b>															
2008	179,4	280,9	280,9	0,0	-174,7	-186,0	11,3	9,5	0,0	10,9	-1,3	63,6	9,4	44,4	9,8
2009	-702,1	-233,2	-233,4	0,2	-352,7	-341,5	-11,2	17,8	0,0	17,8	0,0	-134,0	0,8	-126,1	-8,7
2010	115,5	8,9	6,3	2,6	-10,8	-16,8	6,0	64,6	0,0	63,8	0,8	52,8	15,5	13,5	23,8
2011 II	6,4	7,2	4,9	2,4	-17,9	-19,2	1,3	12,6	0,0	12,3	0,3	4,5	-1,1	3,9	1,7
III	127,3	29,8	29,8	0,0	21,3	5,7	15,6	23,4	0,0	23,3	0,1	52,8	3,2	30,4	19,1
IV	-140,9	90,3	.	.	-259,6	.	.	4,7	.	.	.	23,7	.	.	.
2011 Sep	19,9	8,6	.	.	-17,3	.	.	19,0	.	.	.	9,7	.	.	.
Oct	-16,1	-7,4	.	.	-34,0	.	.	2,8	.	.	.	22,6	.	.	.
Nov	-37,6	-2,8	.	.	-38,8	.	.	-0,2	.	.	.	4,2	.	.	.
Dic	-87,2	100,6	.	.	-186,8	.	.	2,1	.	.	.	-3,1	.	.	.
2012 Ene	79,8	-35,8	.	.	106,3	.	.	6,3	.	.	.	3,1	.	.	.
<b>Tasas de crecimiento</b>															
2009	-12,2	-48,1	-48,2	.	-9,3	-9,2	-19,8	25,7	.	27,4	-0,9	-9,4	0,3	-11,5	-5,8
2010	2,3	3,4	2,4	.	-0,2	-0,4	15,8	74,2	.	78,3	11,7	4,0	8,6	1,2	15,8
2011 II	-0,2	12,6	11,8	.	-5,2	-5,6	23,3	89,4	.	96,4	-12,6	4,2	8,1	1,2	18,6
III	1,2	25,9	25,6	.	-4,4	-5,4	72,7	102,8	.	110,0	-9,8	3,3	9,6	0,1	18,3
IV	-0,1	51,4	.	.	-9,2	.	.	45,1	.	.	.	7,8	.	.	.

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 <sup>1)</sup>

	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	
<b>Saldos vivos (posición de inversión internacional)</b>																	
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	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 I	576,6	351,5	346,987	51,1	21,6	152,4	5,6	18,2	128,2	0,5	108,6	19,0	0,4	0,0	21,3	-24,5	52,6
II	580,9	361,4	346,988	50,5	22,4	146,5	5,1	13,0	128,2	0,5	108,3	19,3	0,2	0,0	20,4	-18,1	52,2
III	646,6	416,3	346,989	52,9	26,0	151,4	5,5	11,1	135,1	0,6	120,5	14,0	-0,4	0,0	31,4	-24,5	54,5
2012 Ene	702,4	459,1	346,845	53,5	29,7	159,8	4,7	9,0	146,3	-	-	-	-0,2	0,2	95,5	-79,3	55,5
Feb	696,4	456,7	346,846	52,5	30,6	156,4	5,1	6,9	144,2	-	-	-	0,2	0,3	97,4	-83,7	-
<b>Transacciones</b>																	
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	10,3	0,0	-	-0,1	4,9	5,4	-5,4	6,7	4,1	0,0	10,6	-6,5	0,0	0,0	-	-	-
2011 II	-4,5	0,0	-	-0,2	0,9	-5,2	-0,5	-5,4	0,8	0,0	0,4	0,4	-0,1	0,0	-	-	-
III	-3,8	0,0	-	0,2	2,3	-6,3	0,3	-2,9	-3,8	0,0	3,0	-6,7	0,0	0,0	-	-	-
IV	6,7	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Tasas de crecimiento</b>																	
2007	1,6	-1,7	-	7,3	-18,3	6,3	15,0	6,4	5,7	1,1	18,6	-27,6	-	-	-	-	-
2008	1,0	-1,3	-	-2,5	105,5	1,7	67,8	-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	46,4	3,6	-43,3	76,2	3,4	-5,2	10,3	-25,5	-	-	-	-	-
2011 II	2,3	0,0	-	-2,4	49,9	4,5	-36,6	5,3	7,3	1,9	12,4	-16,1	-	-	-	-	-
III	0,8	0,0	-	-2,1	65,5	-3,1	-29,3	-36,8	3,0	1,9	9,9	-42,1	-	-	-	-	-
IV	1,6	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

#### 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
<b>Saldos vivos (posición de inversión internacional)</b>											
2008	10.914,5	5.340,8	398,1	3.377,9	184,1	211,8	1.401,7	1.747,0	482,7	5.006,5	2.276,5
2009	10.391,3	4.622,0	506,9	3.493,1	177,8	185,6	1.405,9	1.975,7	251,7	4.559,1	2.198,9
2010	11.016,4	4.891,7	469,2	3.823,0	200,8	211,5	1.420,2	2.186,8	268,8	4.751,3	2.389,4
2011 I	10.855,2	4.735,4	502,8	3.760,6	207,6	225,1	1.423,7	2.232,3	272,3	4.588,4	2.338,5
II	11.108,1	4.726,0	551,9	3.965,7	209,5	213,8	1.441,0	2.332,7	278,0	4.632,5	2.423,9
III	11.526,7	4.902,2	563,3	4.153,2	214,1	247,1	1.446,8	2.436,1	315,2	4.766,1	2.562,5
<b>Saldos vivos en porcentaje del PIB</b>											
2008	118,2	57,8	4,3	36,6	2,0	2,3	15,2	18,9	5,2	54,2	24,6
2009	116,5	51,8	5,7	39,2	2,0	2,1	15,8	22,1	2,8	51,1	24,6
2010	120,4	53,5	5,1	41,8	2,2	2,3	15,5	23,9	2,9	51,9	26,1
2011 I	117,6	51,3	5,4	40,7	2,2	2,4	15,4	24,2	2,9	49,7	25,3
II	119,5	50,8	5,9	42,6	2,3	2,3	15,5	25,1	3,0	49,8	26,1
III	123,1	52,4	6,0	44,4	2,3	2,6	15,5	26,0	3,4	50,9	27,4

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
<b>2010</b>	<b>Saldos vivos (posición de inversión internacional)</b>														
<b>Inversiones directas</b>	1.083,3	116,9	3,8	-6,6	-170,8	291,8	-1,3	50,4	57,1	-3,9	178,9	-23,2	42,7	-0,3	664,8
En el exterior	4.798,2	1.490,8	36,2	141,7	994,2	318,7	0,0	154,7	61,5	87,2	479,5	899,7	586,7	0,0	1.037,9
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	3.667,1	1.114,0	32,2	88,8	733,5	259,4	0,0	121,4	49,5	65,8	374,0	637,1	501,8	0,0	803,6
Otro capital	1.131,1	376,8	4,0	52,9	260,7	59,2	0,0	33,3	12,0	21,4	105,6	262,7	85,0	0,0	234,3
En la zona del euro	3.714,8	1.374,0	32,5	148,4	1.165,0	26,9	1,3	104,3	4,4	91,1	300,6	922,9	544,1	0,4	373,1
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	2.820,2	1.121,1	22,5	133,9	958,4	4,9	1,3	91,7	3,4	73,5	201,8	702,5	387,3	0,1	238,8
Otro capital	894,6	252,9	10,0	14,4	206,6	21,9	0,0	12,6	1,0	17,6	98,8	220,4	156,7	0,2	134,3
<b>Inversiones de cartera: Activos</b>	4.907,5	1.550,5	84,0	189,3	1.054,9	103,5	118,9	110,8	59,5	203,6	134,6	1.557,4	460,8	30,8	799,6
Acc. y participaciones	1.914,2	379,4	13,7	46,0	300,5	18,1	1,1	44,6	57,2	106,3	117,5	574,9	243,0	1,4	390,1
Valores distintos de acciones	2.993,3	1.171,1	70,3	143,3	754,4	85,3	117,8	66,3	2,2	97,3	17,1	982,5	217,8	29,4	409,6
Bonos y obligaciones	2.588,8	1.031,4	63,0	121,3	646,1	83,8	117,2	61,8	1,4	44,3	11,7	836,1	208,6	29,0	364,5
Instrum. mercado monetario	404,5	139,7	7,3	21,9	108,3	1,6	0,6	4,5	0,8	53,0	5,5	146,4	9,2	0,4	45,1
Otras inversiones	-301,1	-241,1	54,8	1,5	-202,0	85,9	-181,2	-7,3	-8,0	19,9	-34,4	-94,6	-5,0	-25,2	94,7
Activos	5.002,9	2.295,1	112,6	96,9	1.869,7	198,5	17,4	28,5	38,7	103,7	275,2	713,1	588,7	48,8	911,2
AAPP	166,3	55,0	0,8	6,5	34,6	2,1	11,0	1,9	3,2	2,6	1,2	13,7	3,6	31,8	53,2
IFM	3.004,9	1.576,0	90,7	52,9	1.268,2	160,9	3,3	15,6	12,1	72,6	136,3	375,8	367,6	16,5	432,4
Otros sectores	1.831,8	664,0	21,1	37,5	566,9	35,5	3,1	11,0	23,4	28,5	137,7	323,6	217,4	0,6	425,5
Pasivos	5.304,0	2.536,1	57,9	95,4	2.071,7	112,6	198,6	35,8	46,7	83,8	309,6	807,8	593,6	74,0	816,5
AAPP	153,9	92,1	0,2	0,5	57,1	0,2	34,1	0,1	0,1	0,1	0,8	27,3	1,7	27,6	4,1
IFM	3.777,4	1.855,6	45,5	63,8	1.555,6	84,5	106,1	27,6	22,1	50,4	233,4	491,5	475,5	43,4	577,9
Otros sectores	1.372,8	588,4	12,2	31,1	458,9	27,9	58,3	8,2	24,6	33,2	75,4	289,0	116,5	3,0	234,5
<b>IV 2010 a III 2011</b>	<b>Transacciones acumuladas</b>														
<b>Inversiones directas</b>	-24,1	23,4	2,6	-11,2	13,6	18,4	0,0	-27,8	8,7	7,6	-16,6	-46,1	-13,3	-0,1	39,9
En el exterior	166,3	49,5	4,1	-6,5	31,0	21,0	0,0	-4,1	8,9	1,7	4,8	31,1	-2,9	0,0	77,3
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	107,0	34,2	3,5	-3,4	13,1	21,0	0,0	-1,6	3,2	1,5	4,4	24,4	-18,1	0,0	59,1
Otro capital	59,3	15,4	0,6	-3,1	17,9	0,0	0,0	-2,5	5,7	0,3	0,4	6,7	15,2	0,0	18,2
En la zona del euro	190,4	26,1	1,5	4,7	17,4	2,5	0,0	23,7	0,2	-5,9	21,3	77,2	10,4	0,1	37,3
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	145,5	37,3	1,0	2,5	34,0	-0,2	0,0	29,0	0,2	0,3	4,2	40,7	7,2	0,0	26,7
Otro capital	44,9	-11,2	0,5	2,2	-16,6	2,8	0,0	-5,3	0,0	-6,2	17,2	36,5	3,2	0,1	10,7
<b>Inversiones de cartera: Activos</b>	41,6	26,9	4,2	18,9	-18,6	1,8	20,5	-4,9	5,5	-3,2	-6,6	23,7	-17,3	3,3	14,3
Acc. y participaciones	4,4	-2,7	-0,1	1,5	-3,6	-0,8	0,4	4,0	4,3	2,2	-7,0	0,8	0,5	-0,4	2,7
Valores distintos de acciones	37,2	29,6	4,4	17,5	-15,0	2,6	20,1	-8,9	1,2	-5,4	0,5	22,8	-17,8	3,7	11,6
Bonos y obligaciones	14,2	19,1	5,2	10,0	-15,4	3,1	16,2	-9,6	1,0	-4,2	2,6	6,9	-23,9	3,8	18,5
Instrum. mercado monetario	23,0	10,5	-0,8	7,5	0,4	-0,4	3,9	0,7	0,1	-1,2	-2,1	15,9	6,1	-0,1	-6,9
Otras inversiones	294,5	-3,3	2,0	-12,8	61,7	-4,0	-50,2	1,3	-1,4	-3,0	17,0	184,8	178,0	-52,3	-26,6
Activos	354,3	88,2	3,7	13,6	70,3	0,7	-0,2	1,4	9,1	-2,8	37,0	74,3	111,0	-11,9	48,1
AAPP	21,4	8,3	0,8	-0,6	7,0	1,0	0,1	0,8	0,0	2,2	0,7	7,0	0,9	0,5	1,0
IFM	189,7	27,4	2,2	10,9	18,7	-3,0	-1,4	0,4	6,8	-6,8	17,8	57,6	82,2	-12,5	16,8
Otros sectores	143,2	52,5	0,7	3,3	44,6	2,7	1,1	0,2	2,3	1,9	18,5	9,6	27,9	0,1	30,3
Pasivos	59,8	91,4	1,7	26,5	8,6	4,7	50,0	0,1	10,5	0,3	20,1	-110,5	-67,1	40,3	74,7
AAPP	108,7	62,3	0,0	0,0	38,0	0,0	24,3	0,0	0,0	-0,2	-0,8	15,7	1,1	30,5	0,1
IFM	-95,7	-2,3	-0,1	23,4	-47,4	2,6	19,3	-1,6	7,8	0,7	13,9	-120,1	-70,9	9,8	67,0
Otros sectores	46,8	31,4	1,8	3,1	17,9	2,1	6,5	1,7	2,7	-0,2	7,0	-6,0	2,7	-0,1	7,5

Fuente: BCE.

## 7.4 Presentación monetaria de la balanza de pagos <sup>1)</sup>

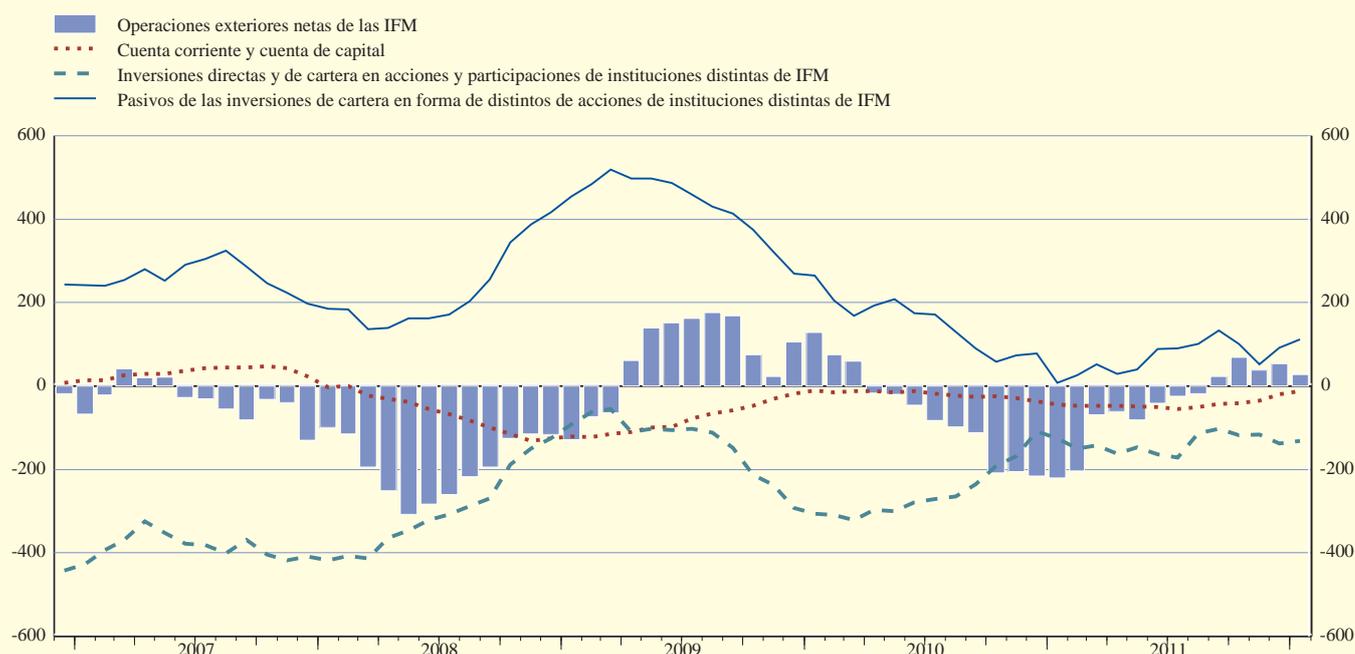
(mm de euros; transacciones)

### Balanza de pagos: Contrapartidas de las operaciones exteriores netas de las IFM

	Total	Cuenta corriente y cuenta de capital	Operaciones de instituciones distintas de IFM								Derivados financieros	Errores y omisiones
			Inversiones directas		Inversiones de cartera				Otras inversiones			
			Por residentes en el exterior	Por no residentes en la zona del euro	Activos		Pasivos		Activos	Pasivos		
					Acciones y participaciones	Valores distintos de acciones	Acciones y participaciones	Valores distintos de acciones				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2009	105,7	-19,1	-311,9	224,8	-54,8	-132,8	111,0	268,8	111,5	-115,9	21,1	3,0
2010	-216,3	-37,3	-161,3	125,2	-70,7	-249,1	143,2	77,8	-170,3	117,2	17,4	-8,4
2011	54,1	-19,6	-226,0	166,3	49,2	-61,9	35,4	91,4	-139,7	172,8	-23,4	9,5
2010 IV	-57,3	4,2	20,2	63,1	-37,6	-113,2	54,6	-7,4	-46,9	11,1	8,9	-14,4
2011 I	69,3	-27,8	-85,5	80,2	1,0	-24,0	81,4	3,2	-20,0	51,1	-2,2	12,1
II	5,7	-20,4	-49,2	26,8	-14,8	-31,8	-12,7	137,1	-49,9	17,1	1,6	2,0
III	5,8	0,6	-40,2	23,7	40,4	-2,0	-19,9	0,0	-47,2	76,2	-15,4	-10,4
IV	-26,7	27,9	-51,2	35,7	22,6	-4,1	-13,3	-48,8	-22,6	28,4	-7,3	5,9
2011 Ene	-23,6	-19,6	-29,4	37,4	0,2	-12,3	10,3	-37,0	-21,4	43,2	-1,0	6,0
Feb	3,2	-7,1	-25,6	0,5	-1,1	-12,2	43,8	10,6	0,8	-12,3	0,8	5,0
Mar	89,7	-1,1	-30,4	42,2	1,9	0,5	27,2	29,6	0,6	20,2	-2,1	1,1
Abr	-25,6	-5,0	-42,3	18,1	-7,4	-14,6	-2,7	18,9	-7,6	5,3	2,6	8,9
May	-5,3	-15,5	-4,7	0,0	-1,4	-18,5	-15,4	69,1	-32,2	15,5	-2,3	0,2
Jun	36,7	0,1	-2,2	8,6	-6,0	1,3	5,4	49,1	-10,1	-3,7	1,2	-7,1
Jul	-18,2	1,3	-26,9	8,1	3,6	-16,4	14,9	-22,1	-3,7	21,4	-0,8	2,5
Ago	8,6	-1,5	7,8	1,5	27,2	1,4	-18,4	-15,9	-13,2	26,1	-6,5	0,1
Sep	15,4	0,9	-21,0	14,1	9,6	13,0	-16,5	37,9	-30,2	28,7	-8,1	-13,1
Oct	-39,1	4,1	-17,9	10,7	3,2	0,5	-12,2	-23,9	-29,0	25,4	-0,9	0,9
Nov	-38,0	4,1	-13,8	4,5	13,4	-5,0	-15,6	-19,2	-13,7	4,0	0,6	2,5
Dic	50,3	19,7	-19,5	20,5	6,0	0,4	14,5	-5,8	20,1	-1,0	-7,1	2,5
2012 Ene	-50,6	-12,1	-21,0	17,6	-4,3	-21,0	4,5	-16,7	-3,3	9,3	-3,2	-0,5
<i>transacciones acumuladas de 12 meses</i>												
2012 Ene	27,0	-12,2	-217,6	146,5	44,7	-70,6	29,5	111,7	-121,6	139,0	-25,6	3,0

## G38 Balanza de pagos: Principales contrapartidas de las operaciones exteriores netas de las IFM <sup>1)</sup>

(mm de euros; transacciones acumuladas de 12 meses)



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 <sup>1)</sup>

(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)													
2010	20,0	22,5	1.533,6	764,0	311,5	419,8	1.268,7	1.547,8	947,8	229,9	348,3	1.019,7	250,1
2011	12,7	12,3	1.735,8	.	.	.	1.421,7	1.742,3	.	.	.	1.095,4	.
2011 I	21,5	24,0	426,3	215,0	85,5	115,9	350,2	435,3	277,0	59,3	91,6	277,3	74,8
II	13,0	12,8	429,4	215,7	87,4	116,0	350,4	436,2	280,3	59,0	90,0	275,7	78,0
III	9,4	9,6	436,4	219,1	87,5	118,7	358,0	440,3	283,0	59,2	91,6	275,2	81,3
IV	8,3	4,5	443,6	.	.	.	363,1	430,5	.	.	.	267,2	.
2011 Ago	13,9	12,8	147,5	74,2	29,9	40,3	122,3	149,5	95,8	20,4	31,3	93,6	27,0
Sep	9,9	8,8	146,8	73,6	29,2	40,0	119,3	145,2	93,2	19,2	30,4	90,9	27,4
Oct	5,8	8,2	144,3	72,5	27,8	39,5	116,7	144,0	91,8	19,6	30,2	89,4	27,2
Nov	10,2	4,2	149,0	74,0	31,1	40,2	121,9	143,6	91,6	19,4	30,1	88,6	27,4
Dic	8,9	0,9	150,3	.	.	.	124,5	143,0	.	.	.	89,3	.
2012 Ene	10,9	3,6	152,3	.	.	.	.	146,4	.	.	.	.	.
En términos reales (2000 = 100; tasas de variación interanual para las columnas 1 y 2)													
2009	-16,5	-13,7	119,6	115,0	118,9	128,1	115,9	109,9	101,1	116,4	136,8	111,2	108,0
2010	14,9	10,7	136,8	132,3	138,5	143,5	133,9	121,1	113,3	131,9	143,3	128,1	104,7
2010 IV	15,1	10,3	143,1	137,5	150,4	148,5	139,7	124,1	116,6	134,2	145,4	132,8	109,3
2011 I	13,3	7,7	145,8	141,6	148,6	152,2	143,2	125,3	118,3	132,5	144,8	133,8	100,3
II	8,3	2,7	146,9	140,7	153,0	153,8	143,9	124,0	116,6	135,0	143,8	134,5	96,3
III	5,3	2,6	147,9	142,3	152,1	155,3	145,9	125,0	118,2	135,9	143,1	133,6	102,5
2011 Jun	0,2	-4,4	143,0	137,3	147,3	147,5	140,0	120,2	113,1	127,1	140,7	130,9	97,8
Jul	1,5	1,4	144,7	139,2	148,4	151,1	142,5	124,7	118,4	135,4	141,0	132,5	101,9
Ago	9,3	4,7	149,9	144,1	156,0	158,1	149,3	126,5	119,2	140,4	144,9	135,7	101,8
Sep	5,6	1,9	149,1	143,6	151,9	156,6	146,0	123,9	116,9	132,0	143,3	132,5	103,9
Oct	0,2	0,4	145,5	139,9	144,4	153,1	141,2	122,0	114,6	133,8	140,3	129,5	102,2
Nov	4,8	-4,6	150,8	144,6	159,7	156,0	148,3	121,4	114,1	131,5	139,6	128,8	101,6

### 2. Precios <sup>2)</sup>

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Precios industriales de exportación (FOB) <sup>3)</sup>							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
2010	106,2	4,1	4,8	1,4	2,2	26,4	4,1	108,8	9,8	9,7	1,4	2,9	26,1	5,8
2011	110,5	4,0	5,8	1,4	2,2	23,3	4,0	118,7	9,1	4,6	-0,1	3,8	26,1	4,2
2011 II	110,4	3,6	6,0	0,8	1,8	22,0	3,5	118,7	8,6	4,6	-0,7	3,3	25,3	3,7
III	110,8	3,4	5,0	0,9	1,8	25,5	3,4	118,9	8,1	3,0	-1,5	2,9	26,4	3,0
IV	111,1	3,5	3,8	1,8	2,3	20,3	3,4	119,8	7,6	0,4	0,6	3,4	24,0	2,8
2011 Sep	111,0	3,5	4,7	1,1	1,8	27,2	3,5	119,4	8,6	2,5	-1,1	3,3	28,6	3,1
Oct	110,8	3,9	4,4	1,7	2,4	24,4	3,8	119,4	9,0	1,5	0,5	4,0	28,1	3,6
Nov	111,1	3,7	3,8	1,8	2,4	22,3	3,6	119,9	8,2	0,8	0,5	3,4	26,6	3,0
Dic	111,4	3,1	3,1	1,8	2,2	14,7	3,0	120,2	5,7	-1,0	0,7	2,8	17,8	1,8
2012 Ene	112,6	3,2	2,3	1,9	2,5	17,7	3,1	122,2	5,5	-1,3	1,2	2,3	17,7	1,8
Feb	112,9	3,0	1,7	2,0	2,2	18,8	3,0	.	.	.	0,0	.	.	0,8

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
<b>Exportaciones (fob)</b>															
2010	1.533,6	30,2	52,6	194,7	208,2	63,0	93,2	47,4	180,6	356,5	94,8	34,6	104,0	73,4	129,7
2011	1.735,8	32,8	60,2	212,4	240,5	79,8	109,0	56,6	197,5	406,1	115,3	39,4	111,0	84,5	145,4
2010 III	397,2	7,5	13,4	50,0	53,7	16,9	24,0	12,1	47,9	92,3	24,0	8,9	26,4	19,3	33,5
IV	405,7	8,2	14,2	50,3	55,9	17,3	25,0	13,3	46,2	93,3	25,5	9,0	27,1	19,3	35,5
2011 I	426,3	8,0	14,9	52,8	59,0	18,7	25,8	15,3	49,7	100,1	28,9	9,3	28,0	20,0	34,1
II	429,4	8,2	15,5	52,3	60,2	19,8	26,5	14,3	48,1	98,4	27,3	9,5	26,8	20,7	38,6
III	436,4	8,3	15,6	53,4	61,0	20,6	28,8	13,6	48,6	101,6	28,6	10,2	27,8	21,5	35,7
IV	443,6	8,3	14,3	53,9	60,3	20,7	28,0	13,5	51,1	106,0	30,5	10,5	28,4	22,2	37,0
2011 Ago	147,5	2,8	5,3	18,4	20,9	6,9	10,1	4,5	17,1	34,6	9,9	3,5	9,2	7,4	10,5
Sep	146,8	2,8	5,1	17,9	20,4	7,0	10,0	4,5	15,8	34,0	9,6	3,4	9,5	7,1	12,6
Oct	144,3	2,7	4,8	17,7	19,7	6,6	9,1	4,4	15,7	34,4	10,2	3,6	9,2	6,9	13,1
Nov	149,0	2,8	4,7	18,2	20,3	7,0	9,4	4,4	17,4	35,5	10,2	3,5	9,6	7,3	12,3
Dic	150,3	2,8	4,8	18,0	20,2	7,2	9,5	4,7	18,0	36,0	10,1	3,4	9,7	8,0	11,6
2012 Ene	152,3	.	.	.	.	7,1	9,9	4,7	18,3	35,8	10,4	3,5	9,6	7,7	.
<b>Porcentaje del total de exportaciones</b>															
2011	100,0	1,9	3,5	12,2	13,9	4,6	6,3	3,3	11,4	23,4	6,6	2,3	6,4	4,9	8,4
<b>Importaciones (cif)</b>															
2010	1.547,8	27,4	47,3	147,8	195,4	112,2	72,8	30,7	129,9	494,7	208,6	51,4	118,8	75,2	95,5
2011	1.742,3	29,7	53,0	165,3	226,2	137,5	80,1	34,8	139,3	547,3	216,8	52,5	128,2	90,4	110,5
2010 III	400,5	6,9	12,4	37,5	50,0	28,2	18,6	7,7	34,3	130,4	55,8	13,2	29,9	19,4	25,2
IV	408,0	7,0	12,5	38,6	52,4	30,2	17,9	8,1	34,2	128,6	54,3	13,0	32,3	20,9	25,2
2011 I	435,3	7,2	13,2	40,7	55,6	35,6	19,1	9,0	35,3	135,9	54,8	13,7	35,0	21,5	27,1
II	436,2	7,5	13,4	41,0	56,4	34,1	19,3	8,8	34,2	139,7	55,8	12,7	30,7	21,9	29,3
III	440,3	7,4	13,8	42,2	57,1	32,7	22,0	8,5	34,4	138,9	54,6	13,2	31,1	23,4	28,7
IV	430,5	7,6	12,6	41,4	57,2	35,0	19,8	8,5	35,4	132,8	51,7	12,8	31,4	23,5	25,4
2011 Ago	149,5	2,4	4,7	14,1	19,2	10,3	8,3	3,1	11,6	47,5	19,1	4,5	10,8	8,1	9,4
Sep	145,2	2,5	4,5	14,2	19,2	10,4	7,0	2,6	11,8	44,7	17,2	4,3	10,6	7,6	10,0
Oct	144,0	2,5	4,2	13,8	18,8	12,0	6,6	2,9	11,9	44,8	17,5	4,3	10,6	7,7	8,2
Nov	143,6	2,6	4,3	13,9	19,2	11,7	6,8	2,7	11,7	44,2	17,0	4,2	10,3	7,7	8,4
Dic	143,0	2,5	4,2	13,7	19,1	11,3	6,4	2,9	11,8	43,8	17,2	4,3	10,5	8,0	8,7
2012 Ene	146,4	.	.	.	.	11,4	6,7	2,7	12,0	44,3	17,6	4,1	11,8	7,7	.
<b>Porcentaje del total de importaciones</b>															
2011	100,0	1,7	3,0	9,5	13,0	7,9	4,6	2,0	8,0	31,4	12,4	3,0	7,4	5,2	6,3
<b>Saldo</b>															
2010	-14,2	2,7	5,3	47,0	12,7	-49,1	20,4	16,7	50,7	-138,2	-113,8	-16,8	-14,8	-1,8	34,2
2011	-6,5	3,1	7,2	47,1	14,2	-57,7	28,8	21,9	58,2	-141,2	-101,5	-13,0	-17,1	-5,9	34,9
2010 III	-3,3	0,6	0,9	12,5	3,8	-11,3	5,5	4,5	13,6	-38,1	-31,7	-4,3	-3,4	-0,2	8,3
IV	-2,3	1,3	1,7	11,6	3,6	-12,8	7,1	5,2	12,1	-35,3	-28,8	-4,0	-5,3	-1,6	10,2
2011 I	-9,0	0,9	1,7	12,1	3,4	-17,0	6,7	6,3	14,3	-35,9	-25,9	-4,5	-7,0	-1,5	7,0
II	-6,7	0,7	2,1	11,4	3,9	-14,3	7,2	5,5	13,9	-41,2	-28,5	-3,2	-3,9	-1,2	9,3
III	-3,9	0,9	1,8	11,2	3,9	-12,1	6,8	5,1	14,1	-37,2	-25,9	-3,1	-3,3	-1,9	7,0
IV	13,1	0,7	1,7	12,4	3,1	-14,3	8,2	5,0	15,7	-26,8	-21,2	-2,3	-3,0	-1,2	11,6
2011 Ago	-2,0	0,3	0,6	4,3	1,6	-3,5	1,8	1,5	5,5	-12,9	-9,2	-1,0	-1,7	-0,8	1,1
Sep	1,6	0,2	0,6	3,7	1,1	-3,4	3,0	1,9	4,0	-10,7	-7,7	-0,8	-1,1	-0,5	2,5
Oct	0,3	0,3	0,6	3,9	0,9	-5,4	2,5	1,5	3,8	-10,4	-7,3	-0,7	-1,5	-0,8	4,9
Nov	5,4	0,1	0,4	4,3	1,1	-4,7	2,7	1,7	5,7	-8,7	-6,8	-0,8	-0,7	-0,4	3,9
Dic	7,4	0,3	0,7	4,3	1,1	-4,2	3,0	1,8	6,2	-7,8	-7,1	-0,9	-0,8	0,0	2,9
2012 Ene	5,9	.	.	.	.	-4,4	3,2	2,0	6,3	-8,6	-7,2	-0,6	-2,1	0,0	.

Fuente: Eurostat.



## TIPOS DE CAMBIO

### 8.1 Tipos de cambio efectivos <sup>1)</sup>

(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	
2009	110,6	109,2	104,3	104,9	118,7	104,8	119,7	106,8	
2010	103,6	101,6	98,1	96,8	107,8	97,2	111,4	98,1	
2011	103,4	100,7	97,6	95,1	107,4	95,8	112,1	97,6	
2011 I	102,7	100,1	97,1	94,9	105,7	95,3	110,7	96,7	
II	105,2	102,6	99,3	97,1	109,0	97,7	113,5	99,0	
III	103,5	100,6	97,6	95,1	108,1	95,7	112,5	97,7	
IV	102,1	99,5	96,3	93,3	106,9	94,5	111,6	97,0	
2012 I	99,5	96,9	94,3	.	.	.	108,3	94,0	
2011 Mar	104,1	101,6	98,5	-	-	-	112,3	98,1	
Abr	105,9	103,3	100,0	-	-	-	114,0	99,6	
May	104,9	102,2	98,8	-	-	-	113,2	98,6	
Jun	105,0	102,2	99,0	-	-	-	113,4	98,8	
Jul	104,0	101,0	98,1	-	-	-	112,4	97,7	
Ago	103,9	100,8	97,9	-	-	-	112,9	98,0	
Sep	102,8	100,0	96,8	-	-	-	112,0	97,4	
Oct	103,0	100,3	97,0	-	-	-	112,6	97,9	
Nov	102,6	99,9	96,7	-	-	-	112,1	97,4	
Dic	100,8	98,2	95,1	-	-	-	110,3	95,8	
2012 Ene	98,9	96,3	93,6	-	-	-	108,0	93,7	
Feb	99,6	97,2	94,5	-	-	-	108,4	94,1	
Mar	99,8	97,4	94,8	-	-	-	108,6	94,3	
	<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>								
2012 Mar	0,2	0,2	0,4	-	-	-	0,3	0,2	
	<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>								
2012 Mar	-4,1	-4,2	-3,8	-	-	-	-3,3	-3,8	

### G39 Tipos de cambio efectivos

(medias mensuales; índice: I 1999 = 100)

- TCE-20 nominal
- TCE-20 real deflactado por el IPC



### G40 Tipos de cambio bilaterales

(medias mensuales; índice: I 1999 = 100)

- USD/EUR
- JPY/EUR
- - - GBP/EUR



Fuente: BCE.

1) Véanse las Notas Generales para una definición de los grupos de socios comerciales y otras informaciones.

## 8.2 Tipos de cambio bilaterales

(medias del período; unidades de moneda nacional por euro)

	Lev búlgaro	Corona checa	Corona danesa	Lats letón	Litas lituano	Forint húngaro	Zloty polaco	Nuevo leu rumano	Corona sueca	Libra esterlina	Kuna croata	Nueva lira turca
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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
2011	1,9558	24,590	7,4506	0,7063	3,4528	279,37	4,1206	4,2391	9,0298	0,86788	7,4390	2,3378
2011 III	1,9558	24,387	7,4506	0,7093	3,4528	275,10	4,1527	4,2587	9,1451	0,87760	7,4629	2,4535
2011 IV	1,9558	25,276	7,4398	0,7017	3,4528	303,47	4,4207	4,3365	9,0910	0,85727	7,4968	2,4759
2012 I	1,9558	25,084	7,4350	0,6985	3,4528	296,85	4,2329	4,3533	8,8529	0,83448	7,5568	2,3556
2011 Sep	1,9558	24,556	7,4462	0,7093	3,4528	285,05	4,3379	4,2838	9,1343	0,87172	7,4936	2,4736
2011 Oct	1,9558	24,841	7,4442	0,7061	3,4528	296,79	4,3516	4,3244	9,1138	0,87036	7,4849	2,5089
2011 Nov	1,9558	25,464	7,4412	0,7015	3,4528	309,15	4,4324	4,3560	9,1387	0,85740	7,4923	2,4565
2011 Dic	1,9558	25,514	7,4341	0,6975	3,4528	304,19	4,4774	4,3282	9,0184	0,84405	7,5136	2,4632
2012 Ene	1,9558	25,531	7,4353	0,6990	3,4528	307,33	4,3760	4,3417	8,8503	0,83210	7,5543	2,3759
2012 Feb	1,9558	25,042	7,4341	0,6988	3,4528	290,68	4,1835	4,3513	8,8196	0,83696	7,5815	2,3264
2012 Mar	1,9558	24,676	7,4354	0,6977	3,4528	292,26	4,1370	4,3668	8,8873	0,83448	7,5358	2,3631
	<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>											
2012 Mar	0,0	-1,5	0,0	-0,2	0,0	0,5	-1,1	0,4	0,8	-0,3	-0,6	1,6
	<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>											
2012 Mar	0,0	1,2	-0,3	-1,3	0,0	7,9	3,1	4,9	0,0	-3,7	2,0	6,9
	Dólar australiano	Real brasileño	Dólar canadiense	Yuan renminbi chino	Dólar de Hong Kong	Corona islandesa <sup>1)</sup>	Rupia india <sup>2)</sup>	Rupia indonesia	Shequel israelí	Yen japonés	Ringgit malasio	
	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	
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	
2011	1,3484	2,3265	1,3761	8,9960	10,8362	-	64,8859	12,206,51	4,9775	110,96	4,2558	
2011 III	1,3459	2,3063	1,3841	9,0653	11,0105	-	64,7000	12,181,09	5,0174	109,77	4,2666	
2011 IV	1,3316	2,4240	1,3788	8,5682	10,4879	-	68,5352	12,111,94	5,0172	104,22	4,2458	
2012 I	1,2425	2,3169	1,3128	8,2692	10,1725	-	65,8991	11,901,67	4,9431	103,99	4,0121	
2011 Sep	1,3458	2,3946	1,3794	8,7994	10,7333	-	65,5964	12,118,49	5,0788	105,75	4,2456	
2011 Oct	1,3525	2,4336	1,3981	8,7308	10,6616	-	67,5519	12,150,54	5,0253	105,06	4,2963	
2011 Nov	1,3414	2,4210	1,3897	8,6154	10,5495	-	68,8330	12,214,99	5,0521	105,02	4,2756	
2011 Dic	1,3003	2,4175	1,3481	8,3563	10,2496	-	69,2066	11,965,40	4,9725	102,55	4,1639	
2012 Ene	1,2405	2,3084	1,3073	8,1465	10,0187	-	66,0601	11,709,25	4,9141	99,33	4,0151	
2012 Feb	1,2327	2,2729	1,3193	8,3314	10,2553	-	65,0589	11,913,82	4,9474	103,77	3,9978	
2012 Mar	1,2538	2,3674	1,3121	8,3326	10,2474	-	66,5399	12,082,50	4,9679	108,88	4,0229	
	<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>											
2012 Mar	1,7	4,2	-0,5	0,0	-0,1	-	2,3	1,4	0,4	4,9	0,6	
	<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>											
2012 Mar	-9,5	2,0	-4,0	-9,3	-6,1	-	5,7	-1,5	-0,4	-4,8	-5,3	
	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	
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	
2011	17,2877	1,7600	7,7934	60,260	40,8846	1,7489	10,0970	1,541,23	1,2326	42,429	1,3920	
2011 III	17,3908	1,6976	7,7652	60,371	41,1734	1,7309	10,0898	1,532,60	1,1649	42,574	1,4127	
2011 IV	18,3742	1,7353	7,7602	58,566	42,0737	1,7348	10,9209	1,542,87	1,2293	41,791	1,3482	
2012 I	17,0195	1,6030	7,5868	56,421	39,5496	1,6573	10,1730	1,482,75	1,2080	40,630	1,3108	
2011 Sep	17,9370	1,6932	7,7243	59,322	42,3239	1,7229	10,3956	1,544,04	1,2005	41,902	1,3770	
2011 Oct	18,4315	1,7361	7,7474	59,412	42,8569	1,7493	10,9188	1,578,17	1,2295	42,297	1,3706	
2011 Nov	18,5646	1,7584	7,7868	58,743	41,8082	1,7476	11,0547	1,537,42	1,2307	41,969	1,3556	
2011 Dic	18,1174	1,7102	7,7451	57,537	41,5686	1,7070	10,7829	1,513,26	1,2276	41,099	1,3179	
2012 Ene	17,3140	1,6132	7,6752	56,208	40,4394	1,6510	10,3405	1,474,96	1,2108	40,718	1,2905	
2012 Feb	16,9159	1,5845	7,5522	56,419	39,4232	1,6585	10,1289	1,485,58	1,2071	40,614	1,3224	
2012 Mar	16,8239	1,6104	7,5315	56,634	38,7804	1,6624	10,0475	1,487,83	1,2061	40,557	1,3201	
	<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>											
2012 Mar	-0,5	1,6	-0,3	0,4	-1,6	0,2	-0,8	0,2	-0,1	-0,1	-0,2	
	<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>											
2012 Mar	0,1	-14,7	-3,8	-7,0	-2,6	-6,4	3,7	-5,1	-6,3	-4,6	-5,7	

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
<b>IAPC</b>										
2010	3,0	1,2	2,2	-1,2	1,2	4,7	2,7	6,1	1,9	3,3
2011	3,4	2,1	2,7	4,2	4,1	3,9	3,9	5,8	1,4	4,5
2011 III	3,1	2,0	2,6	4,4	4,6	3,4	3,7	4,2	1,6	4,7
2011 IV	2,5	2,8	2,5	4,1	4,0	4,1	4,2	3,4	0,9	4,7
2011 Dic	2,0	2,8	2,4	3,9	3,5	4,1	4,5	3,2	0,4	4,2
2012 Ene	1,9	3,8	2,8	3,4	3,4	5,6	4,1	2,8	0,7	3,6
2012 Feb	2,0	4,0	2,7	3,3	3,7	5,8	4,4	2,7	1,0	3,4
<b>Déficit (-)/superávit (+) de las AAPP en porcentaje del PIB</b>										
2008	1,7	-2,2	3,2	-4,2	-3,3	-3,7	-3,7	-5,7	2,2	-5,0
2009	-4,3	-5,8	-2,7	-9,7	-9,5	-4,6	-7,3	-9,0	-0,7	-11,5
2010	-3,1	-4,8	-2,6	-8,3	-7,0	-4,2	-7,8	-6,9	0,2	-10,3
<b>Deuda bruta de las AAPP en porcentaje del PIB</b>										
2008	13,7	28,7	34,5	19,8	15,5	72,9	47,1	13,4	38,8	54,8
2009	14,6	34,4	41,8	36,7	29,4	79,7	50,9	23,6	42,7	69,6
2010	16,3	37,6	43,7	44,7	38,0	81,3	54,9	31,0	39,7	79,9
<b>Rendimientos de la deuda pública a largo plazo en porcentaje; media del período</b>										
2011 Sep	5,30	3,00	2,07	5,60	5,09	7,64	5,74	7,43	1,83	2,41
2011 Oct	5,27	3,14	2,23	5,62	5,06	7,88	5,71	7,48	1,90	2,52
2011 Nov	5,27	3,67	2,01	5,73	5,25	8,53	5,80	7,43	1,69	2,29
2011 Dic	5,23	3,70	1,86	5,93	5,75	8,97	5,84	7,21	1,68	2,12
2012 Ene	5,30	3,39	1,74	5,74	5,35	9,51	5,68	7,02	1,70	1,47
2012 Feb	5,31	3,12	1,84	5,45	5,15	8,60	5,46	6,99	1,89	1,48
<b>Tipo de interés a tres meses en porcentaje; media del período</b>										
2011 Sep	3,67	1,17	1,44	0,87	1,85	6,19	4,75	5,77	2,53	0,92
2011 Oct	3,68	1,17	1,40	0,99	1,88	6,18	4,80	5,96	2,52	0,97
2011 Nov	3,64	1,15	1,29	1,27	1,87	7,25	4,94	6,01	2,62	1,01
2011 Dic	3,64	1,16	1,08	1,86	1,78	6,50	4,98	6,05	2,69	1,06
2012 Ene	3,34	1,17	1,01	1,79	1,48	8,54	4,99	5,26	2,61	1,09
2012 Feb	3,19	1,20	1,00	1,31	1,43	8,83	4,97	4,79	2,44	1,07
<b>PIB real</b>										
2010	0,4	2,7	1,3	-0,3	1,4	1,3	3,9	-1,7	6,1	2,1
2011	1,7	1,7	1,0	5,5	5,9	1,7	4,3	2,5	3,9	0,7
2011 II	2,2	2,1	1,4	5,2	6,4	1,7	4,6	1,4	4,8	0,4
2011 III	1,6	1,3	0,0	5,9	6,7	1,5	4,2	3,4	4,4	0,3
2011 IV	1,6	0,6	0,5	5,9	5,4	1,5	4,3	2,2	1,2	0,5
<b>Cuenta corriente y de capital en porcentaje del PIB</b>										
2010	-0,2	-3,0	5,6	4,9	4,2	3,0	-2,8	-4,2	6,7	-3,1
2011	2,2	-2,5	6,7	0,9	0,9	3,6	-2,1	-4,1	7,1	-1,7
2011 II	0,6	-5,9	7,0	-0,7	-2,1	3,2	-2,1	-7,5	6,7	-0,3
2011 III	11,9	-5,7	8,4	0,8	5,7	4,4	-3,3	-4,3	8,6	-3,1
2011 IV	-4,1	-0,6	5,9	2,6	-1,7	3,2	-1,4	-1,8	5,3	-1,6
<b>Deuda externa bruta en porcentaje del PIB</b>										
2009	108,3	51,6	188,5	156,5	87,0	144,9	59,4	68,5	210,5	416,9
2010	102,8	56,5	190,7	165,4	87,4	144,0	66,0	75,8	191,3	413,9
2011 II	95,9	55,6	181,4	154,6	85,3	137,2	68,7	76,5	188,2	416,8
2011 III	93,3	57,9	182,9	151,4	81,9	146,9	73,6	76,9	196,4	434,2
2011 IV	92,0	58,4	.	145,9	80,8	145,3	72,2	73,5	194,7	426,0
<b>Costes laborales unitarios</b>										
2010	5,6	-0,7	-1,0	-9,8	-7,3	-3,2	2,2	7,9	-1,9	1,7
2011	1,1	0,2	0,3	2,1	-0,3	4,4	.	1,7	-0,9	1,6
2011 II	-0,1	0,4	-0,8	3,1	-1,0	5,8	0,1	1,9	-1,0	1,1
2011 III	3,1	0,0	0,9	2,1	-1,2	6,0	2,0	3,9	-0,9	2,4
2011 IV	4,8	0,4	1,5	2,1	2,2	3,4	.	0,3	0,4	3,3
<b>Tasa de paro normalizada en porcentaje de la población activa (d.)</b>										
2010	10,2	7,3	7,5	18,7	17,8	11,1	9,6	7,3	8,4	7,8
2011	11,2	6,7	7,6	15,4	15,4	10,9	9,7	7,4	7,5	8,0
2011 III	11,1	6,6	7,5	14,8	15,3	10,9	9,7	7,5	7,3	8,2
2011 IV	11,6	6,6	7,8	14,6	14,3	10,9	10,0	7,5	7,5	8,3
2011 Dic	11,8	6,7	7,8	14,6	14,3	11,0	10,1	7,5	7,5	8,3
2012 Ene	12,2	6,7	7,9	.	.	11,3	10,1	7,2	7,6	.
2012 Feb	12,4	6,8	7,9	.	.	11,0	10,2	7,1	7,5	.

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

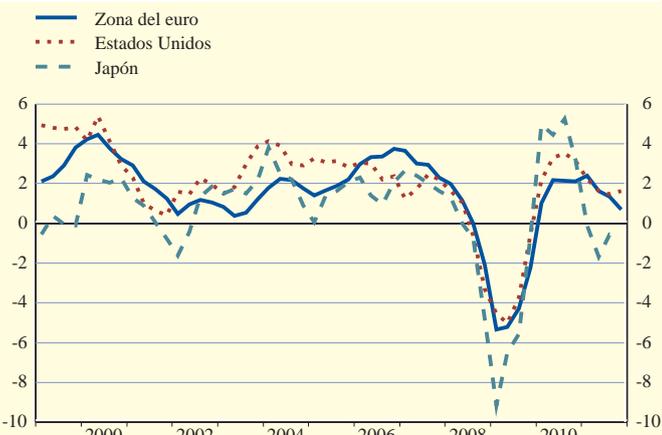
## 9.2 Evolución económica y financiera en Estados Unidos y Japón

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Índice de precios de consumo	Costes laborales unitarios <sup>1)</sup>	PIB a precios constantes	Índice de producción industrial (manufacturas)	Tasa de desempleo en % de la población activa (d.) <sup>2)</sup>	Agregado monetario amplio <sup>3)</sup>	Tipos de depósitos interbancarios a 3 meses <sup>4)</sup>	Rendimiento de la deuda pública a 10 años (cupón cero); <sup>4)</sup> fin de período	Tipo de cambio en moneda nacional por euro <sup>5)</sup>	Déficit (-)/superávit (+) presupuestario en % del PIB	Deuda pública bruta en % del PIB <sup>6)</sup>
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Estados Unidos</b>											
2008	3,8	2,8	-0,3	-4,8	5,8	7,1	2,93	2,70	1,4708	-6,6	61,5
2009	-0,4	-0,6	-3,5	-13,8	9,3	7,9	0,69	4,17	1,3948	-11,6	74,1
2010	1,6	-2,0	3,0	6,3	9,6	2,3	0,34	3,57	1,3257	-10,7	82,4
2011	3,2	1,9	1,7	4,8	9,0	7,2	0,34	2,10	1,3920	.	.
2011 I	2,1	1,3	2,2	6,8	9,0	4,6	0,31	3,76	1,3680	-9,9	83,2
II	3,4	1,0	1,6	4,0	9,0	5,4	0,26	3,46	1,4391	-10,2	83,0
III	3,8	2,0	1,5	3,9	9,1	9,1	0,30	2,18	1,4127	-9,7	84,9
IV	3,3	3,1	1,6	4,4	8,7	9,5	0,48	2,10	1,3482	.	.
2012 I	.	.	.	.	.	.	0,51	2,38	1,3108	.	.
2011 Nov	3,4	-	-	4,1	8,7	9,6	0,48	2,30	1,3556	-	-
Dic	3,0	-	-	4,6	8,5	9,6	0,56	2,10	1,3179	-	-
2012 Ene	2,9	-	-	5,3	8,3	10,2	0,57	1,97	1,2905	-	-
Feb	2,9	-	-	5,4	8,3	9,9	0,50	2,15	1,3224	-	-
Mar	.	-	-	.	.	.	0,47	2,38	1,3201	-	-
<b>Japón</b>											
2008	1,4	1,3	-1,1	-3,4	4,0	2,1	0,93	1,21	152,45	-1,9	162,9
2009	-1,3	2,9	-5,5	-21,9	5,1	2,7	0,47	1,42	130,34	-8,8	180,0
2010	-0,7	-2,8	4,5	16,6	5,1	2,8	0,23	1,18	116,24	-8,4	188,4
2011	-0,3	.	-0,7	-3,6	4,6	2,8	0,19	1,00	110,96	.	.
2011 I	-0,5	0,4	-0,1	-2,6	4,8	2,5	0,19	1,33	112,57	.	.
II	-0,4	1,6	-1,7	-6,9	4,6	2,7	0,20	1,18	117,41	.	.
III	0,1	0,6	-0,5	-2,1	4,4	2,8	0,19	1,04	109,77	.	.
IV	-0,3	.	-0,6	-2,9	4,5	3,0	0,20	1,00	104,22	.	.
2012 I	.	.	.	.	.	.	0,20	1,05	103,99	.	.
2011 Nov	-0,5	-	-	-4,2	4,4	3,0	0,20	1,10	105,02	-	-
Dic	-0,2	-	-	-4,4	4,5	3,2	0,20	1,00	102,55	-	-
2012 Ene	0,1	-	-	-1,3	4,7	3,1	0,20	0,98	99,33	-	-
Feb	0,3	-	-	1,5	.	3,0	0,20	1,01	103,77	-	-
Mar	.	-	-	.	.	.	0,20	1,05	108,88	-	-

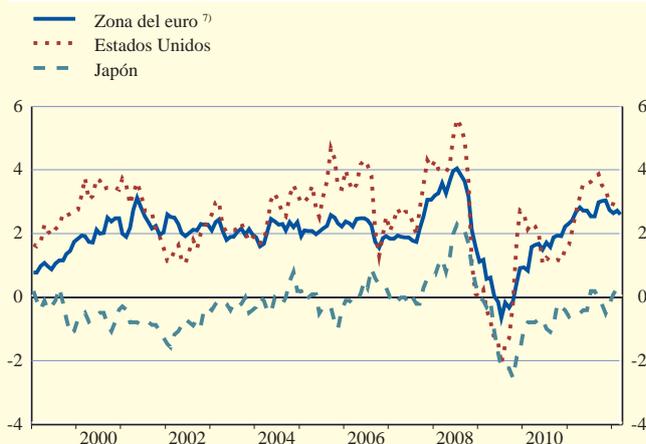
### G41 Producto interior bruto a precios constantes

(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) Los datos de marzo a agosto de 2011 relativos a Japón excluyen las tres prefecturas que se vieron más afectadas por el terremoto, pero estos datos se reincorporan a partir de septiembre de 2011.

3) Medias del período; M2 para Estados Unidos y M2+certificados de depósito para Japón.

4) En porcentaje. Para más información sobre los tipos de interés de los depósitos interbancarios a tres meses, véase la sección 4.6.

5) Para más información, véase sección 8.2.

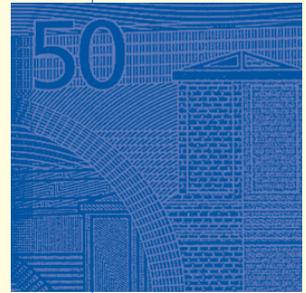
6) Deuda bruta consolidada del sector Administraciones Públicas (fin de período).

7) 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 saldos

ajustados están disponibles en el apartado «Monetary and financial statistics», de la sección «Statistics», de la dirección del BCE en Internet ([www.ecb.europa.eu](http://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 EURO<sup>1</sup>

El procedimiento se basa en una descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12-ARIMA<sup>2</sup>. 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 ajustados<sup>3</sup>. 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](http://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 VALORES<sup>4</sup>

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 IAPC<sup>4</sup>

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 HIPC for the euro area», BCE (agosto de 2000), y la dirección del BCE en Internet ([www.ecb.europa.eu](http://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](http://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](mailto: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 3 de abril de 2012.

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 1999<sup>1</sup> 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

<sup>1</sup> 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>).

cifra una franquicia de 100.000 euros. Las reservas mínimas resultantes se agregan a nivel de la zona del euro (columna 1). Los saldos en cuentas corrientes (columna 2) son los saldos diarios medios agregados de las entidades de crédito, incluidos aquellos que sirven para cumplir las reservas mínimas. El exceso de reservas (columna 3) corresponde a los saldos medios en cuentas corrientes durante el período de mantenimiento que exceden las reservas obligatorias. Los incumplimientos (columna 4) son los saldos medios en cuentas corrientes durante el período de mantenimiento inferiores a las reservas obligatorias, calculados sobre la base de aquellas entidades de crédito que no han cumplido con las exigencias de reservas. El tipo de interés de las reservas mínimas (columna 5) es igual a la media, durante el período de mantenimiento, del tipo aplicado por el BCE (ponderado según el número de días naturales) a las OPF del Eurosistema (véase sección 1.3).

El cuadro 3 de la sección 1.4 muestra la liquidez del sistema bancario, que se define como los saldos en cuentas corrientes de las entidades de crédito de la zona del euro con el Eurosistema, en euros. Todos los importes se obtienen a partir del estado financiero consolidado del Eurosistema. Las otras operaciones de absorción de liquidez (columna 7) excluyen la emisión de certificados de deuda iniciada por los BCN en la segunda fase de la UEM. El saldo de otros factores (columna 10) representa las partidas restantes, en cifras netas, del estado financiero consolidado del Eurosistema. Las cuentas corrientes de entidades de crédito (columna 11) equivalen a la diferencia entre la suma de los factores de inyección de liquidez (columnas 1 a 5) y la suma de los factores de absorción de liquidez (columnas 6 a 10). La base monetaria (columna 12) se calcula como la suma de la facilidad de depósito (columna 6), los billetes en circulación (columna 8) y los saldos en cuentas corrientes de las entidades de crédito (columna 11).

## DINERO, SISTEMA BANCARIO Y 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/2008/32<sup>2</sup>. 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/2007/8<sup>3</sup>, 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/2008/30<sup>4</sup> 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 (euríbor); 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 Svensson<sup>5</sup>. 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 coyunturales<sup>6</sup>. 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 específicos<sup>7</sup>. 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

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

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

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

industria, excluida la construcción (NACE Revisión 2, secciones B a E), en grandes sectores industriales definida en el Reglamento (CE) nº 656/2007 de la Comisión, de 14 de junio de 2007<sup>8</sup>. 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 laborales<sup>9</sup>, y en el Reglamento de aplicación (CE) nº 1216/2003 de la Comisión, de 7 de julio de 2003<sup>10</sup>. 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<sup>11</sup>. El SEC 95 fue modificado por el Reglamento (UE) nº 715/2010 de la Comisión, de 10 de agosto de 2010<sup>12</sup> que implantó la NACE Revisión 2, la Clasificación Nacional de Actividades Económicas actualizada. La publicación de las cuentas nacionales de la zona del euro con esta nueva clasificación se inició en diciembre de 2011.

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.

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.

11 DO L 310, de 30.11.1996, p.1.

12 DO L 210, de 11.8.2010, p.1.

Los datos cualitativos de las encuestas de opinión (cuadro 5 de la sección 5.2) se basan en las encuestas de la Comisión Europea realizadas a empresas y consumidores.

Las tasas de desempleo (cuadro 4 de la sección 5.3), que se adecuan a las pautas de la Organización Internacional del Trabajo, se refieren a personas que buscan empleo activamente en porcentaje de la población activa y utilizan criterios y definiciones armonizados. Las estimaciones de población activa en las que se basa la tasa de desempleo son distintas de la suma de las cifras de parados y ocupados que figuran en la sección 5.3.

## FINANZAS PÚBLICAS

Las secciones 6.1 a 6.5 muestran la situación de las finanzas públicas de la zona del euro. Los datos son, en su mayor parte, consolidados y se basan en la metodología del SEC 95. Los agregados anuales de la zona del euro que figuran en las secciones 6.1 a 6.3 son datos obtenidos por el BCE a partir de los datos armonizados facilitados por los BCN, que se actualizan regularmente. Por tanto, los datos relativos al déficit y a la deuda de los países de la zona del euro pueden diferir de los utilizados por la Comisión Europea en el procedimiento de déficit excesivo. Los agregados trimestrales de la zona del euro que aparecen en las secciones 6.4 y 6.5 son datos obtenidos por el BCE a partir de datos nacionales y de Eurostat.

En la sección 6.1 se presentan los datos anuales sobre los recursos y los empleos de las Administraciones Públicas, basados en las definiciones establecidas en el Reglamento (CE) n° 1500/2000 de la Comisión, de 10 de julio de 2000<sup>13</sup>, 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 activos financieros y por los efectos de tipo de cambio. En la sección 6.4 se presentan los datos trimestrales sobre los recursos y los empleos de las Administraciones Públicas, basados en las definiciones establecidas en el Reglamento (CE) n° 1221/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 10 de junio de 2002, sobre cuentas no financieras trimestrales de las Administraciones Públicas<sup>14</sup>. 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 FRENTA 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)<sup>15</sup>, modificada por la Orientación del BCE de 31 de mayo de 2007 (BCE/2007/3)<sup>16</sup>. 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

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

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

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

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

de cartera (junio de 2002), renta de inversiones de cartera (agosto de 2003) e inversión exterior directa (marzo de 2004), que pueden descargarse del sitio web del BCE, se encuentra información adicional sobre las metodologías y los recursos utilizados en las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional de la zona del euro. Por otra parte, en el sitio web del Comité de Estadísticas Monetarias, Financieras y de Balanza de Pagos ([www.cmfb.org](http://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 ac-

tivos). 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 laborales. El detalle por grupos de productos que figura

en las columnas 4 a 6 y 9 a 11 del cuadro 1 de la sección 7.5 sigue la Clasificación por destino económico de los bienes y se corresponde con las categorías básicas de bienes del Sistema de Cuentas Nacionales. Las manufacturas (columnas 7 y 12) y el petróleo (columna 13) se detallan conforme a las definiciones de la CUCI Rev. 4. El detalle por área geográfica (cuadro 3 de la sección 7.5) presenta los principales socios comerciales, individualmente o por grupos regionales. Los datos de China no incluyen Hong Kong. Al existir diferencias en las definiciones, clasificaciones, cobertura y momento de registro, los datos de comercio exterior, en particular las importaciones, no son totalmente comparables con la rúbrica de bienes de las estadísticas de balanza de pagos (secciones 7.1 y 7.2). Parte de la diferencia tiene su origen en que los seguros y los fletes están incluidos en la rúbrica de importaciones de bienes de los datos de comercio exterior.

Los precios industriales de importación y de exportación (o precios de producción en el mercado no interior) que figuran en el cuadro 2 de la sección 7.5 fueron introducidos por el Reglamento (CE) nº 1158/2005 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 6 de julio de 2005, por el que se modifica el Reglamento (CE) nº 1165/98 del Consejo, que es la principal base legal para las estadísticas coyunturales. El índice de precios industriales de importación incluye los productos industriales importados de países de fuera de la zona del euro tal como se definen en las secciones B a E de la Clasificación estadística de productos por actividades en la Comunidad Económica Europea (CPA) y todos los sectores institucionales importadores, salvo los hogares, los Gobiernos y las instituciones sin fines de lucro. Este índice refleja el precio CIF (coste, seguro y fletes), excluidos los impuestos a las importaciones, y se refiere a las operaciones reales en euros registradas en el punto donde se transfiere la propiedad de los bienes. Los precios industriales de exportación 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 mayo-

ristas 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) nº 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 EUROSISTEMA<sup>1</sup>



### 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 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

<sup>1</sup> La cronología de las medidas de política monetaria adoptadas por el Eurosistema entre 1999 y 2009 puede consultarse en el Informe Anual del BCE de los respectivos años.

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.

#### 4 DE AGOSTO 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 1,50 %, 2,25 % y 0,75 %, respectivamente. También ha decidido adoptar varias medidas para hacer frente a las nuevas tensiones en algunos mercados financieros. Concretamente, ha decidido que el Eurosistema lleve a cabo una operación de financiación a plazo más largo complementaria con vencimiento de aproximadamente seis meses aplicando un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena. También ha adoptado una decisión sobre los detalles relativos a los procedimientos y a las modalidades de subasta que se aplicarán en sus operaciones de financiación hasta el 17 de enero de 2012, en particular, continuar con los procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena.

#### 8 DE SEPTIEMBRE 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 1,5 %, 2,25 % y 0,75 %, respectivamente.

#### 6 DE OCTUBRE 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 1,5 %, 2,25 % y 0,75 %, respectivamente. También ha acordado los detalles de las operaciones de financiación que se realizarán entre octubre de 2011 y julio de 2012, concretamente ejecutará dos operaciones de financiación a plazo más largo —una en octubre de 2011, con un vencimiento aproximado de 12 meses, y otra en diciembre de 2011, con un vencimiento aproximado de 13 meses— y continuará aplicando un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación

plena a todas sus operaciones de financiación. Además, el Consejo de Gobierno ha decidido iniciar un nuevo programa de bonos garantizados en noviembre de 2011.

#### 3 DE NOVIEMBRE DE 2011

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 9 de noviembre de 2011. Asimismo, decide reducir 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 0,5 %, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 9 de noviembre de 2011.

#### 8 DE DICIEMBRE DE 2011

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 14 de diciembre de 2011. Asimismo, decide reducir los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 1,75 % y el 0,25 %, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 14 de diciembre de 2011. También acuerda adoptar nuevas medidas no convencionales, concretamente: i) realizar dos operaciones de financiación a plazo más largo con vencimiento aproximado a tres años; ii) aumentar la disponibilidad de activos de garantía; iii) reducir el coeficiente de reservas hasta el 1 %, y iv) interrumpir, por el momento, las operaciones de ajuste llevadas a cabo el último día de cada período de mantenimiento.

#### 12 DE ENERO DE 2012

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.

#### **9 DE FEBRERO DE 2012**

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 ha aprobado los criterios de admisión y las medidas de control de riesgos específicos a cada país para la aceptación temporal de otros créditos como activos de garantía en las operaciones de crédito del Eurosistema.

#### **8 DE MARZO DE 2012**

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 ABRIL DE 2012**

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.



## 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](mailto: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](http://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 de transferencias corrientes:** Cuenta de la balanza de pagos en la que se registra el valor de recursos reales o financieros cuando se transfieren sin recibir ninguna contrapartida. Las transferencias corrientes incluyen todas las transferencias que no son de capital.

**Cuenta de rentas:** Cuenta de la balanza de pagos que incluye dos tipos de transacciones con no residentes: i) las que suponen el pago/cobro de remuneración de asalariados no residentes/residentes, y ii) las que suponen el cobro/pago de rentas de la inversión derivadas de la propiedad de activos/pasivos financieros exteriores y que incluyen rentas de inversión directa, inversión de cartera y otra inversión, y también ingresos procedentes de activos de reserva.

**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 significativo y persistente de los precios de un amplio conjunto de bienes y servicios de consumo 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 indexada 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:** Sociedades y cuasi sociedades no financieras que se dedican principalmente a la intermediación financiera 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.

**Euríbor (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 euríbor 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 i) el Eurosistema, ii) las entidades de crédito residentes en la zona (definidas con arreglo al derecho de la UE), iii) las instituciones financieras 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), así como entidades de dinero electrónico que se dedican principalmente a la intermediación financiera emitiendo dinero electrónico, y iv) fondos del mercado monetario, esto es, instituciones de inversión colectiva que invierten en instrumentos a corto plazo y de bajo riesgo.

**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 36 meses, 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.

**Sociedad instrumental:** Entidad cuya actividad principal es llevar a cabo operaciones de titulización. Suele emitir valores negociables que se ofrecen para su compra por el público en general o se venden en forma de colocaciones privadas, y que están respaldados por una cartera de activos (habitualmente préstamos) que mantiene la sociedad instrumental. En algunos casos, en la operación de titulización pueden participar varias sociedades instrumentales, de modo que una sociedad mantiene los activos titulizados y otra emite los valores respaldados por dichos activos.

**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.