



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

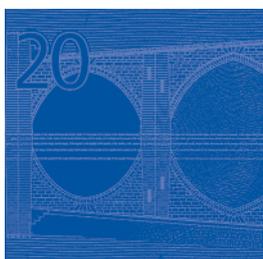
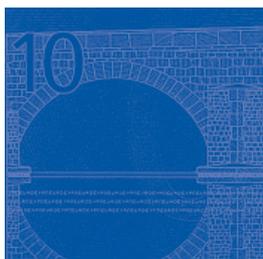
**BOLETÍN MENSUAL
MAYO**





BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA



BOLETÍN MENSUAL MAYO 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 2 de mayo de 2012.

ISSN 1725-2970 (edición electrónica)

Depósito legal: M. 1235 - 1999



ÍNDICE

EDITORIAL

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

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

Recuadros

1	Evolución reciente del mercado de la vivienda de Estados Unidos	
2	Relación entre la base monetaria, el agregado monetario amplio y los riesgos para la estabilidad de precios	
3	Resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro correspondiente al primer trimestre de 2012	30
4	Resultados de la «Encuesta sobre el acceso a la financiación de las pequeñas y medianas empresas de la zona del euro»: octubre 2011-marzo 2012	50
5	Cuentas integradas de la zona del euro del cuarto trimestre de 2011	54
6	Evolución reciente de los precios de la vivienda en la zona del euro	64
7	Resultados de la encuesta del BCE a expertos en previsión económica correspondiente al segundo trimestre de 2012	66
8	Acumulación de existencias: consideraciones teóricas y evolución reciente	72
9	Identificación de las señales cíclicas obtenidas de los indicadores económicos de la zona del euro	79

5 ARTÍCULOS

	Un pacto presupuestario para una unión económica y monetaria más fuerte	87
9	Comparación de la reciente crisis financiera de Estados Unidos y la zona del euro con la experiencia de Japón en los años noventa	105

ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO **SI**

II

ANEXOS

	Cronología de medidas de política monetaria del Eurosistema	I
21	Publicaciones del Banco Central Europeo	V
	Glosario	VII

ABREVIATURAS

PAÍSES

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

OTRAS

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

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



EDITORIAL

En su reunión celebrada el 3 de mayo 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. Es probable que la inflación se mantenga por encima del 2 % en 2012. No obstante, 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 disponibles para el primer trimestre siguen siendo consistentes con la estabilización de la actividad económica en niveles bajos. Los indicadores de las encuestas más recientes para la zona del euro señalan que se mantiene la incertidumbre. Respecto al futuro, se espera que la actividad económica se recupere gradualmente durante el año. Al mismo tiempo, las perspectivas económicas siguen sujetas a riesgos a la baja.

Las expectativas de inflación para la economía de la zona del euro siguen firmemente ancladas, en línea con el objetivo del Consejo de Gobierno de mantener las tasas de inflación en niveles inferiores, aunque próximos, 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 nuestra política monetaria. La evolución de estos factores seguirá vigilándose atentamente, teniendo en cuenta que todas las medidas de política monetaria no convencionales son de naturaleza temporal y que el Consejo de Gobierno dispone de todos los instrumentos necesarios para garantizar la estabilidad de precios a medio plazo actuando oportunamente y con firmeza.

Por lo que se refiere al análisis económico, los indicadores disponibles para el primer trimestre siguen siendo consistentes con la estabilización de la actividad económica en niveles bajos. Los indicadores más recientes de las encuestas para la zona del euro señalan que se mantiene la incertidumbre. Al mismo tiempo, existen indicadores de que la recuperación mundial sigue su curso. Más allá del corto plazo, el Consejo de Gobierno sigue

esperando que la economía de la zona del euro se recupere de forma gradual durante el año, con el respaldo de la demanda externa, los niveles muy bajos de los tipos de interés a corto plazo vigentes en la zona del euro y las diversas medidas adoptadas para promover el correcto funcionamiento de la economía de la zona del euro. Sin embargo, se espera que las tensiones que persisten en algunos mercados de deuda soberana de la zona del euro y su impacto en las condiciones crediticias, así como el proceso de ajuste de los balances en los sectores financiero y no financiero y las elevadas tasas de desempleo, sigan frenando el dinamismo subyacente del crecimiento.

Estas perspectivas económicas siguen estando sujetas a riesgos a la baja, relacionados, en particular, con una 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, así como 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 abril de 2012 en el 2,6 %, frente al 2,7 % registrado en los cuatro meses anteriores. Es probable que la inflación se mantenga por encima del 2 % en 2012, debido principalmente al incremento de los precios de la energía y de los impuestos indirectos. 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 se derivan de aumentos

de los precios de las materias primas y de los impuestos indirectos más elevados de lo previsto, mientras que los riesgos a la baja están relacionados con una evolución de la actividad económica más débil de lo esperado.

El análisis monetario indica que el ritmo subyacente de la expansión monetaria sigue siendo moderado, con tasas de crecimiento ligeramente por encima de las registradas en los meses anteriores. La tasa de crecimiento interanual de M3 fue del 3,2% en marzo de 2012, frente al 2,8% registrado en febrero. Desde enero se ha observado un fortalecimiento de las bases de depósitos de las entidades de crédito.

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 marzo en el 0,5% y el 1,7%, respectivamente, ambos ligeramente por debajo de los niveles registrados en febrero. 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 mes anterior.

Los datos monetarios y crediticios registrados hasta marzo confirman que se han estabilizado en general las condiciones financieras y que, como pretendían las medidas adoptadas por el Eurosistema, se ha evitado el ajuste brusco y desordenado de los balances de las entidades de crédito. En este contexto, la encuesta sobre préstamos bancarios de abril indica que el endurecimiento neto de los criterios de concesión de préstamos aplicados por las entidades de crédito de la zona del euro disminuyó sustancialmente en el primer trimestre de 2012 frente a los últimos meses de 2011, tanto en relación con los créditos concedidos a sociedades no financieras como los concedidos a hogares, debido también a las mejoras de las condiciones de financiación para estas entidades. Como también se indica en la encuesta sobre préstamos bancarios, la demanda de crédito siguió siendo débil en el primer trimestre de 2012, a consecuencia del bajo nivel 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 operación de financiación a plazo más largo a tres años no se liquidó hasta el 1 de marzo de 2012.

Respecto al futuro, 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.

Resulta de suma importancia garantizar la sostenibilidad presupuestaria y el crecimiento sostenible en la zona del euro. La mayoría de los países de la zona del euro han realizado progresos en relación con el saneamiento de las finanzas públicas en 2011. Aunque el exhaustivo ajuste fiscal necesario está incidiendo en el crecimiento económico a corto plazo, su adecuada aplicación contribuirá a la sostenibilidad de las finanzas públicas y, por tanto, al descenso de las primas de riesgo soberano. En un entorno de mayor confianza en los balances presupuestarios, la actividad del sector privado debería también verse reforzada, respaldando la inversión privada y el crecimiento a medio plazo.

Al mismo tiempo, además de la consolidación fiscal, es necesario reforzar el crecimiento y el potencial de crecimiento en la zona del euro mediante la aplicación de reformas estructurales decididas. En este contexto es esencial facilitar las actividades empresariales, el establecimiento de nuevas empresas y la creación de empleo. Las políticas destinadas a fomentar la competencia en los mercados de productos y a incrementar la capacidad de ajuste de salarios y de empleo de las empresas fomentarán la innovación, promoverán la creación de empleo y mejorarán las perspectivas de crecimiento

a largo plazo. Las reformas en estos ámbitos son particularmente importantes en los países que han sufrido pérdidas significativas de competitividad de costes y necesitan estimular la productividad y mejorar los resultados de la balanza comercial.

En lo que concierne al proceso de ajuste en la zona del euro, como demuestra la experiencia de otras grandes zonas monetarias, las divergencias regionales en la evolución económica son una característica normal. No obstante, en varios países de la zona del euro se han acumulado desequilibrios considerables durante la última década y actualmente están en el proceso de corrección.

En lo que se refiere a la orientación de la política monetaria del BCE, ha de centrarse en la zona del euro. El objetivo prioritario de la política monetaria del BCE sigue siendo mantener la estabilidad de precios a medio plazo. Esta es la mejor contribución de la política monetaria para fomentar el crecimiento y la creación de empleo en la zona del euro.

Afrontar las divergencias entre los distintos países de la zona del euro es tarea de los Gobiernos nacionales, que deben adoptar políticas decididas para corregir desequilibrios y vulnerabilidades importantes en los ámbitos presupuestario, financiero y estructural. El Consejo de Gobierno toma nota de que en muchos países se están realizando progresos, si bien algunos Gobiernos han de ser más ambiciosos. Garantizar el saneamiento de las finanzas públicas, la estabilidad financiera y la competitividad en todos los países de la zona del euro redundará en el interés común.

La presente edición del Boletín Mensual contiene dos artículos. En el primer artículo se analizan y se valoran los principales elementos del pacto presupuestario, como parte del nuevo Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza en la Unión Económica y Monetaria. En el segundo, se presenta una comparación de la reciente crisis financiera de Estados Unidos y de la zona del euro con la experiencia de Japón de los años noventa.

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

La economía mundial sigue mostrando señales de una tímida recuperación. Los indicadores procedentes de las encuestas de opinión se mantienen en territorio expansivo. La inflación mundial se ha moderado en los últimos meses, debido en parte al descenso de la tasa de variación interanual del componente energético de los índices de precios de consumo.

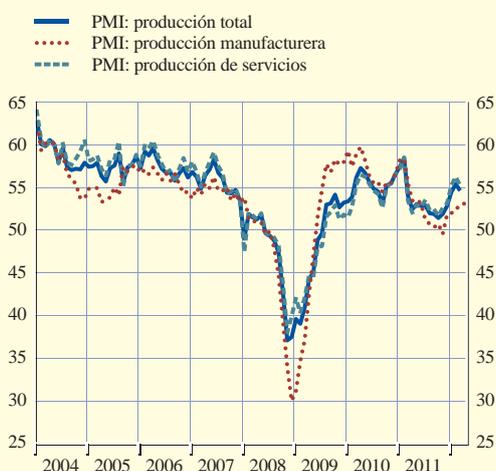
I.1 EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

La economía mundial sigue mostrando señales de una tímida recuperación. Tras la publicación de una serie de datos muy positivos en los primeros meses del año, atribuibles, en parte, a factores transitorios, los datos más recientes han sido dispares. En algunas economías avanzadas persisten los obstáculos para el crecimiento, relacionados con las deficiencias de los mercados de trabajo y de la vivienda, así como con la necesidad de sanear en mayor medida los balances tanto del sector público como del sector privado. Si bien se está progresando en el proceso de reequilibrio, el endeudamiento de los hogares se mantiene en niveles elevados en varias de las principales economías avanzadas. En las economías emergentes, el crecimiento también experimentó una ligera desaceleración, pero siguió siendo, en general, mucho más sólido que en las economías avanzadas y, por consiguiente, contribuyó de forma importante al crecimiento de la economía mundial.

Los datos de las encuestas más recientes son coherentes con una gradual recuperación de la economía mundial. No obstante, pese al ligero debilitamiento que ha experimentado recientemente, el índice PMI global de producción, que se situó en 54,7 en el primer trimestre, se mantuvo muy por encima del nivel de 52 observado en el cuarto trimestre del pasado año y también ligeramente por encima de la media registrada desde 1999. El descenso del índice general de producción se debió a un debilitamiento del índice de actividad en el sector servicios. En abril, el índice PMI de producción manufacturera aumentó hasta 53,1, en comparación con los 52,7 puntos de marzo.

Gráfico 1 PMI: producción mundial

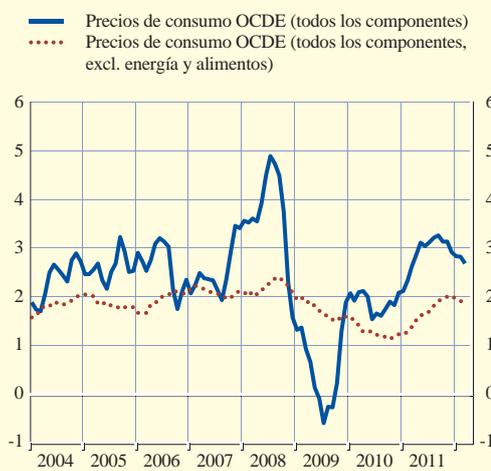
(índice de difusión; datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Markit.

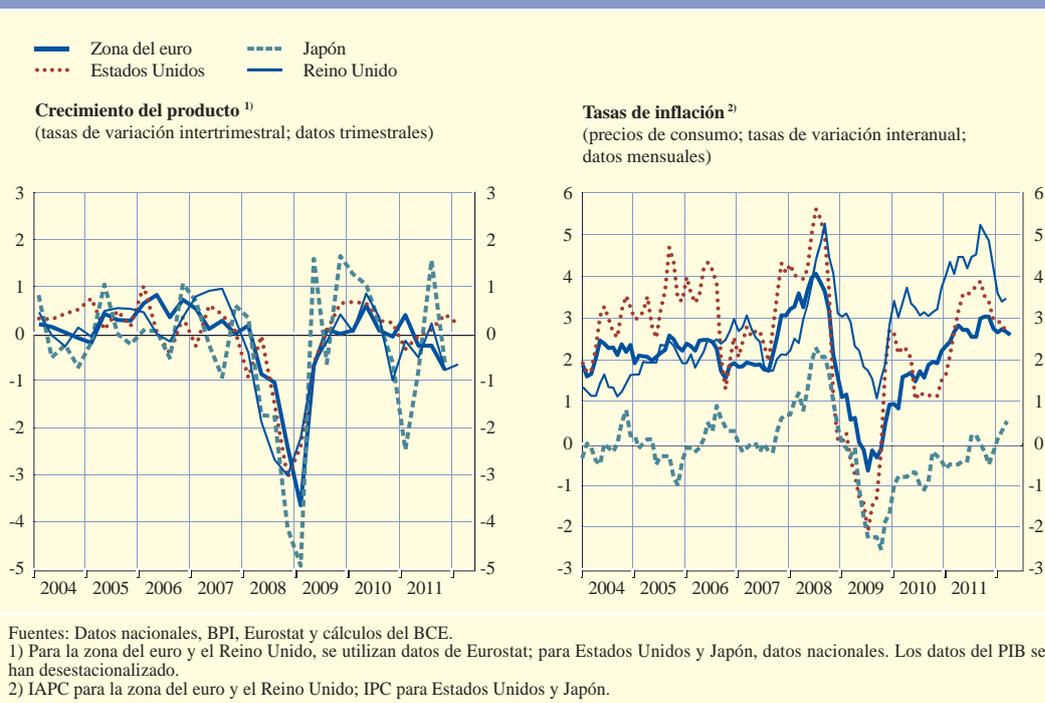
Gráfico 2 Evolución internacional de los precios

(datos mensuales; tasas de variación interanual)



Fuente: OCDE.

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



La inflación mundial se ha moderado en los últimos meses, y la dinámica inflacionista sigue estando contenida en las economías avanzadas. En marzo, la inflación interanual en los países de la OCDE se redujo hasta el 2,7 %, desde el 2,8 % del mes anterior, continuando así el descenso gradual con respecto al máximo del 3,3 % registrado en septiembre de 2011. La reducción es atribuible, en parte, a efectos de base que reflejan la evolución de la tasa de variación interanual del componente energético de los índices de precios de consumo. Excluidos la energía y los alimentos, la inflación se mantuvo en el 1,9 % en marzo, sin variación con respecto a los meses anteriores. En las economías emergentes, las tasas de inflación se han reducido últimamente, aunque las presiones inflacionistas son más intensas como consecuencia de la menor capacidad productiva sin utilizar.

ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos, el ritmo de expansión económica se moderó a comienzos de 2012. La estimación de avance de la oficina de análisis económico (*Bureau of Economic Analysis*) indica que el PIB real creció a una tasa interanual del 2,2 % (0,5 % en tasa intertrimestral) en el primer trimestre de 2012, frente al 3 % del trimestre anterior. El principal factor determinante del crecimiento fue el gasto en consumo personal, que aumentó del 2,1 % al 2,9 %, financiado, en parte, mediante una reducción de la tasa de ahorro personal. La desaceleración del crecimiento tuvo, en gran medida, su origen en un descenso de la inversión privada en capital fijo, especialmente en estructuras no residenciales, mientras que el gasto público siguió contrayéndose. La contribución de las existencias al crecimiento fue mucho menor que en el trimestre anterior, y la de la demanda exterior neta fue casi nula, ya que aumentaron tanto las exportaciones como las importaciones (al 5,4 % y al 4,3 %, respectivamente). El buen tiempo contribuyó a favorecer la inversión residencial, que registró una expansión, por cuarto trimestre consecutivo, de un 19,1 %. Pese a haber mostrado algunas señales de estabilización, el mercado de la vivienda sigue siendo, en general, poco activo (véase recuadro 1).

En marzo, la inflación medida por el IPC descendió de nuevo hasta el 2,7%, lo que representa una caída de más de un punto porcentual con respecto al máximo del 3,9% registrado en septiembre de 2011. La desaceleración refleja la moderación sostenida de la tasa de variación interanual de los precios de la energía, debido en parte a efectos de base y, en menor medida, de los precios de los alimentos. Excluidos la energía y los alimentos, la inflación interanual aumentó ligeramente, hasta el 2,3%, en marzo, desde el 2,2% del mes anterior. Los costes de la vivienda, que se han venido recuperando tras las tasas de variación interanual negativas registradas en 2010, se han estabilizado últimamente a un ritmo compatible con incrementos interanuales cercanos al 2%.

El 25 de abril de 2012, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal indicó que la economía ha venido registrando una moderada expansión y reconoció la mejora de las condiciones del mercado de trabajo en los últimos meses. El Comité decidió mantener la banda del 0% al 0,25% establecida como objetivo para el tipo de interés de los fondos federales y anticipó que la situación económica probablemente justificará que dicho tipo se mantenga en niveles excepcionalmente bajos como mínimo hasta finales de 2014.

Recuadro I

EVOLUCIÓN RECIENTE DEL MERCADO DE LA VIVIENDA DE ESTADOS UNIDOS

En los últimos años, el mercado de la vivienda de Estados Unidos ha experimentado la caída más fuerte registrada desde la Segunda Guerra Mundial. Los precios de la vivienda, medidos por el índice Case-Shiller, se han reducido más de un 30% con respecto al máximo observado en 2006 (véase gráfico A). La inversión residencial, como porcentaje del PIB, se sitúa actualmente por debajo del 2,5%, en comparación con el máximo del 6%, aproximadamente, registrado en 2005. Sin embargo, más recientemente, se han observado algunos indicios de que la caída del mercado de la vivienda estadounidense está tocando fondo. Las ventas de viviendas, las viviendas iniciadas y las licencias de obras han empezado a recuperarse, aunque partiendo de mínimos históricos. Además, tras desplomarse en 2006, la inversión residencial ha contribuido positivamente al crecimiento económico en Estados Unidos desde el segundo trimestre de 2011. El ritmo de caída de los precios se ha moderado y los futuros sobre precios de la vivienda sugieren que dichos precios podrían estar acercándose a un mínimo. No obstante, el proceso de ajuste del mercado de la vivienda de Estados Unidos todavía tiene que superar varios problemas que están limitando el crecimiento. En este recuadro se explica de forma sucinta por qué es importante para el crecimiento económico en Estados Unidos una

Gráfico A Precios de la vivienda e inversión residencial privada

(índice: I 2000 = 100; datos desestacionalizados; mm de USD de 2005 encadenados, datos desestacionalizados a una tasa interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Bureau of Economic Analysis, Standard & Poor's, Fiserv y MacroMarkets LLC.
Nota: La observación más reciente corresponde al cuarto trimestre de 2011.



recuperación en el sector de la vivienda y se analizan los principales factores de oferta y de demanda que impiden que se produzca un fuerte repunte de la actividad en el mercado de la vivienda. Para concluir, se presenta un resumen de las medidas de política adoptadas en Estados Unidos en apoyo de dicho mercado.

Importancia del mercado de la vivienda para la recuperación económica en Estados Unidos

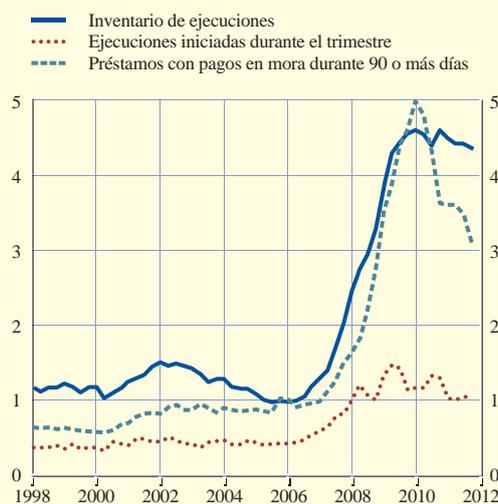
La debilidad del mercado de la vivienda está obstaculizando la recuperación económica en Estados Unidos debido a varios factores. En primer lugar, la fuerte caída de la inversión residencial ha tenido un impacto directo en la producción económica. Dado que este tipo de inversión es mucho más cíclica que la actividad económica agregada, su contribución al crecimiento del PIB suele ser mayor que su contribución al nivel del PIB. La contribución de la inversión residencial, que desempeñó un papel importante en las primeras fases de anteriores recuperaciones en Estados Unidos, ha sido discreta hasta hace poco. En segundo lugar, muchos empleos dependen de la actividad en el sector de la vivienda, tanto directamente en la construcción como en los sectores que producen bienes complementarios, como artículos del hogar, o en los servicios profesionales y especializados relacionados. En tercer lugar, la disminución de la riqueza de los hogares asociada a la caída de los precios de la vivienda está frenando el gasto en consumo personal, debido a que los hogares asignan menos valor a sus activos inmobiliarios, lo que podría afectar a su actitud respecto al consumo actual y futuro.

Factores de oferta

La persistente debilidad de los precios de la vivienda en Estados Unidos refleja continuos desequilibrios entre la oferta y la demanda de viviendas. El exceso de oferta en el mercado estadounidense es el principal factor que limita un repunte de los precios de la vivienda y una recuperación más sólida de la construcción residencial. Las existencias de viviendas se sitúan actualmente en un máximo histórico; las viviendas vacías representaban alrededor del 14% del total en 2011 y este porcentaje no se ha reducido sustancialmente desde el máximo alcanzado en 2008. Las ejecuciones hipotecarias debidas al impago por parte de los prestatarios también han hecho que aumente la oferta de viviendas en el mercado y siguen presionando a la baja sobre los precios. Las principales causas de dichas ejecuciones son el deterioro de la renta de los hogares y el descenso de los precios de la vivienda. En 2011, alrededor de una de cada cuatro viviendas unifamiliares con hipoteca tenían un valor negativo (cuando el valor de la propiedad es menor que el saldo de la hipoteca pendiente de pago). Esta situación también limita la capacidad de los propietarios para vender o refinanciar y, como resultado, pueden sentirse tentados a dejar de pagar. El porcentaje de nuevas ejecuciones iniciadas en cada trimestre prácticamente no varió en 2011, permaneciendo en torno al 1% del total de los préstamos (véase gráfico B). Además,

Gráfico B Morosidad y ejecuciones hipotecarias

(porcentajes del número total de hipotecas vivas, datos trimestrales desestacionalizados)



Fuente: Mortgage Bankers Association.
 Notas: Los datos sobre el inventario de ejecuciones no están desestacionalizados. La observación más reciente corresponde al cuarto trimestre de 2011.

el porcentaje de préstamos en mora (para los que no se habían realizado pagos en un período igual o superior a 90 días) —un buen indicador de futuras ejecuciones— se redujo con respecto al máximo del 5% alcanzado a principios de 2010, pero siguió siendo muy elevado: un 3,1% a finales de 2011.

Factores de demanda

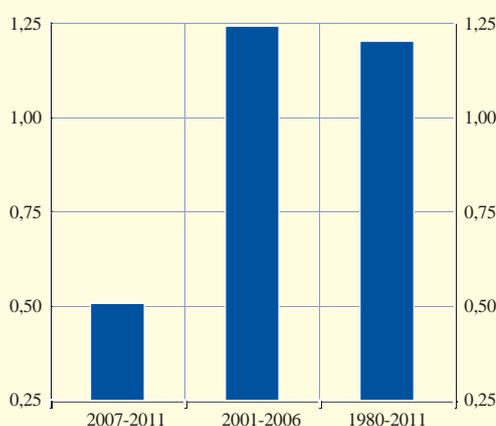
El principal factor que está moderando la demanda de vivienda es la persistente debilidad tanto del empleo como del crecimiento de la renta. La tasa de paro en Estados Unidos se situaba en el 8,2% en marzo de 2012, cifra mucho más elevada que el 4,6% registrado en promedio en 2007 antes del período de crisis. Pese a la reciente mejora del ritmo de crecimiento del empleo, el mercado de trabajo estadounidense sigue siendo estructuralmente débil. El porcentaje del desempleo total que representan los desempleados de larga duración (definidos como trabajadores sin empleo durante seis o más meses) se mantuvo en un nivel elevado de alrededor del 43% en marzo de 2012, aproximadamente el doble del nivel observado tras la recesión de 2001. Al mismo tiempo, quienes permanecen empleados están sufriendo un descenso del poder adquisitivo de sus ingresos, ya que la inflación ha venido registrando tasas más altas que el crecimiento de la renta. De hecho, la oficina de estadísticas laborales (*US Bureau for Labor Statistics*) informa de que el crecimiento real de las ganancias medias por hora fue negativo en los tres primeros meses de 2012 y se situó en una tasa del -0,6% en marzo.

La debilidad del mercado de trabajo estadounidense y las desfavorables perspectivas de los ingresos también han afectado a la formación de nuevos hogares, lo que, a su vez, ha reducido la demanda de viviendas. Muchos estudiantes que no pueden encontrar empleo al dejar la escuela siguen viviendo en casa de sus padres en vez de formar una nueva familia, mientras que los trabajadores que pierden el empleo también suelen volver a la casa de sus familiares. Como resultado, desde 2007, la tasa de crecimiento de la formación de hogares en Estados Unidos se ha situado en torno al 0,5% anual, cifra notablemente inferior a la tasa media del 1,2% registrada en el período posterior a 1980 (véase gráfico C). Esta tasa también es menor que la tasa de crecimiento de la población, incluida la cohorte de edad que normalmente se asocia a la formación de nuevos hogares. Se espera que el ritmo de formación de hogares vuelva a repuntar una vez que mejoren las perspectivas de empleo y de ingresos.

Otro factor que está restringiendo la demanda es la disponibilidad de crédito hipotecario. Pese a que los tipos de interés de las hipotecas en Estados Unidos se sitúan actualmente en mínimos históricos, el acceso general a los nuevos créditos hipotecarios en condiciones razonables sigue siendo limitado. En un contexto de caída de los precios de la vivienda, los bancos se muestran menos dispuestos a prestar porque las garantías están perdiendo valor. Por consiguiente, los criterios de concesión de préstamos para adquisición de vivienda residencial se hicieron mucho más restrictivos durante la crisis y todavía no se han flexibilizado sustancialmente. Por ejemplo, las restricciones adoptan la forma de comisiones

Gráfico C Número de hogares

(medias mensuales de las tasas de crecimiento interanual en porcentajes)



Fuentes: Oficina del Censo y Haver Analytics.

Nota: La observación más reciente corresponde a diciembre de 2011.

más elevadas, requisitos más estrictos en materia de documentación, obligación de desembolsar mayores cantidades en concepto de pago inicial y normas de evaluación más exigentes. Además, la perspectiva de que se produzca un nuevo descenso de los precios de las viviendas y, por consiguiente, del valor de las garantías ha sido un desincentivo para los posibles compradores. Como reflejo de la debilidad general de la demanda, en 2011 las nuevas hipotecas se situaron en torno al 25 % del nivel registrado en su punto máximo, en 2003, mientras que el volumen de solicitudes de préstamos hipotecarios para adquisición de vivienda se cifró, aproximadamente, en un tercio del nivel observado en el momento de mayor actividad, en 2005.

Medidas de política y consideraciones

El círculo vicioso de caída de los precios de la vivienda, que da lugar a las ejecuciones hipotecarias, y de elevada oferta de vivienda en el mercado, que deprime aún más los precios, obligó a las autoridades de Estados Unidos a adoptar varias medidas para frenar esta espiral.

En septiembre de 2008, las agencias semipúblicas Fannie Mae y Freddie Mac —que, juntas, sumaban alrededor del 60 % de las hipotecas vivas y que desempeñan un importante papel para sostener un mercado hipotecario líquido— fueron intervenidas por el Gobierno y recibieron una inyección de capital en vista del deterioro de su situación de solvencia. En 2009 y 2010, el Gobierno introdujo un programa de deducciones fiscales para los compradores de vivienda que proporcionó asistencia financiera temporal para la compra de la primera vivienda y tenía por objeto estimular las ventas. El objetivo del programa HAMP (*Home Affordable Modification Program*), que se inició en 2009, era modificar las condiciones de los préstamos hipotecarios para quienes se encontraban en situación de impago o de riesgo de impago reduciendo los pagos mensuales de la hipoteca hasta un nivel asequible. Además, el programa HARP (*Home Affordable Refinancing Program*) tenía por objeto reducir los pagos mensuales de la hipoteca de los hogares que seguían cumpliendo sus obligaciones ayudándoles a refinanciar y, por consiguiente, a beneficiarse de los bajos tipos de interés. Se estima que el éxito de ambos programas ha sido limitado, ya que se han acogido a ellos menos beneficiarios de lo previsto. En vista de ello, en los últimos meses se han ampliado estos dos programas para que puedan beneficiar a un mayor número de hogares¹. A principios de 2012, el Gobierno de Estados Unidos aumentó los incentivos para que tanto los inversores como las agencias semipúblicas reduzcan el principal de los préstamos otorgados a prestatarios con hipotecas cuyo importe sobrepase significativamente el valor de su vivienda. El objetivo de esta medida es evitar nuevas ejecuciones presupestarias y acelerar el ritmo de ajuste del mercado de la vivienda².

En conclusión, los enormes desequilibrios acumulados en el mercado de la vivienda de Estados Unidos antes de la crisis han obstaculizado la posterior recuperación económica y, a pesar de las diversas medidas adoptadas por las autoridades, dicho mercado continúa siendo débil y el proceso de ajuste es lento. No obstante, los datos recientes sugieren que el mercado de la vivienda se está estabilizando gradualmente y, dado que el mercado de trabajo sigue mejorando, la demanda reprimida de viviendas debería, en última instancia, respaldar una recuperación más sólida. Las nuevas medidas focalizadas en el sector de la vivienda podrían acelerar el ritmo del ajuste y la consiguiente recuperación.

1 Para más información sobre cada programa, véase www.makinghomeaffordable.gov.

2 Véase un análisis reciente sobre las políticas del mercado de la vivienda de Estados Unidos en «The US Housing Market: Current Conditions and Policy Considerations», Reserva Federal, enero de 2012. Véase también *Perspectivas de la Economía Mundial*, abril de 2012, capítulo 3, FMI, en donde, citando otros estudios de casos, se sugiere que las políticas focalizadas de reestructuración de la deuda de los hogares, incluidas las reducciones de una parte del valor de la hipoteca, pueden producir beneficios económicos significativos con un coste fiscal relativamente bajo.

JAPÓN

En Japón, la actividad económica siguió mostrando, en general, señales incipientes de un repunte tras el paréntesis en la recuperación del último trimestre de 2011. Pese a que últimamente se ha observado cierta debilidad, los indicadores basados en las encuestas de opinión apuntan, en general, a una mejora en el primer trimestre de 2012, aunque con alguna divergencia en el clima imperante entre las empresas manufactureras y las no manufactureras. La producción industrial se recuperó en marzo del descenso registrado en el mes anterior, situando la tasa de crecimiento intertrimestral correspondiente al primer trimestre de 2012 en el 1,1 %. Tras una recuperación algo discreta a comienzos del año, las exportaciones de bienes en términos reales se mantuvieron estancadas en marzo, con lo que la media de los tres primeros meses de 2012 se situó, más o menos, en el mismo nivel del trimestre anterior. A pesar de la recuperación registrada en marzo, las importaciones reales de bienes en el primer trimestre se mantuvieron, en promedio, por debajo del nivel observado en el trimestre precedente. El consumo privado se ha afianzado en los últimos meses, mientras que la inversión pública parece estar cobrando impulso en consonancia con los planes de reconstrucción.

La inflación interanual, medida por el IPC, se elevó en marzo hasta el 0,5 % (desde el 0,3 % registrado en el mes anterior), debido, en gran medida, a la subida de los precios de la energía y a algunos factores técnicos. Excluidos los alimentos frescos, la inflación interanual medida por el IPC también aumentó, desde el 0,1 % de febrero hasta el 0,2 % en marzo, mientras que la tasa de variación interanual, excluidos los alimentos y la energía, se mantuvo en el -0,5 %. En su reunión más reciente sobre política monetaria, celebrada el 27 de abril, 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 %. También anunció un incremento neto del tamaño de su Programa de Compras de Activos de alrededor de 5 billones de yenes japoneses y algunos cambios en su composición, incluidos un aumento de 10 billones de yenes en las compras de deuda pública japonesa, un incremento de las adquisiciones de fondos cotizados y de fondos de inversión inmobiliarios por un total de 210 mm de yenes y una reducción de 5 billones de yenes en el importe máximo de las operaciones de préstamo de fondos a tipo de interés fijo respaldadas por activos de garantía. Además, el Banco de Japón decidió prorrogar el vencimiento de la deuda pública japonesa que habría de adquirirse en el marco del programa de «uno a dos años» a «uno a tres años». El horizonte temporal para la implementación del programa se amplió en seis meses, hasta finales de junio de 2013.

REINO UNIDO

En el Reino Unido, la actividad económica ha seguido siendo moderada. En el primer trimestre de 2012, el PIB real se redujo un 0,2 %, en tasa intertrimestral, debido principalmente a una notable contracción de la actividad en la construcción. No obstante, los datos de las encuestas de opinión durante el primer trimestre del año han sido relativamente optimistas, aunque la producción industrial y la confianza de los consumidores han mostrado signos de debilidad. La situación del mercado de trabajo ha seguido siendo frágil con algunas señales de estabilización, dado que la tasa de paro es relativamente alta (8,3 %, en promedio, en los tres meses transcurridos hasta febrero) y el crecimiento del empleo es lento. De cara al futuro, es probable que la recuperación económica solo cobre impulso gradualmente, ya que se prevé que la demanda interna siga estando limitada por las restrictivas condiciones de concesión de crédito, el ajuste de los balances de los hogares actualmente en curso y las sustanciales restricciones presupuestarias.

La inflación interanual medida por el IPC aumentó hasta el 3,5 % en marzo, desde el 3,4 % registrado en febrero, mientras que la inflación medida por el IPC, excluidos la energía y los alimentos no elaborados, se mantuvo estable en el 2,9 %. La inflación probablemente se reducirá aún más en el corto plazo. A más largo plazo, la debilidad de las perspectivas económicas y la existencia de capacidad productiva

sin utilizar podrían contribuir a moderar en mayor medida las presiones inflacionistas. El 5 de abril, 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, el crecimiento del PIB real se redujo hasta el 8,1%, en tasa interanual, en el primer trimestre de 2012, desde el 8,9% registrado en el trimestre anterior, lo que confirma que la economía china se mantiene en el buen camino para un aterrizaje suave. Las exportaciones repuntaron en marzo, pero las condiciones externas siguieron siendo, en general, débiles en los primeros meses del año. El crecimiento de la demanda interna siguió desacelerándose gradualmente. El crecimiento de la producción industrial se ralentizó aún más en marzo, pero siguió siendo robusto, situándose en un 11,9% en tasa interanual. La inflación interanual, medida por el IPC, repuntó de forma moderada, hasta el 3,6%, en marzo, desde el 3,2% de febrero, debido a un incremento transitorio de los precios de los alimentos. No obstante, por primera vez desde octubre de 2010, la tasa de inflación medida por el IPC se mantuvo por debajo del objetivo del 4% fijado por las autoridades por segundo mes consecutivo. Las condiciones internas de liquidez se relajaron en marzo al aumentar el crecimiento interanual del dinero y del crédito hasta el 15,7% y el 13,4%, respectivamente. La apreciación del renminbi frente al dólar estadounidense se ha frenado en los últimos meses. Para permitir una mayor volatilidad bidireccional del tipo de cambio, las autoridades monetarias ampliaron la banda de flotación intradía del renminbi frente al dólar estadounidenses del 0,5% al 1%.

1.2 MERCADOS DE MATERIAS PRIMAS

Los precios del petróleo bajaron en abril. El 2 de mayo, el precio del barril de Brent se situaba en 119,5 dólares estadounidenses, es decir, un 3% por debajo del nivel de comienzos de abril, pero todavía un 11,1% por encima del observado a comienzos 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 109,2 dólares estadounidenses el barril.

El reciente descenso de los precios refleja una combinación de factores. En primer lugar, se ha percibido cierta inquietud entre los participantes en los mercados con respecto a las perspectivas de crecimiento de la economía mundial, dado que los datos macroeconómicos publicados recientemente en varias de las principales economías han sido dispares. Además, según indica el informe más reciente sobre el mercado del petróleo, publicado por la Agencia Internacional de la energía, en el primer trimestre de este año se han observado las primeras señales de distensión de las variables fundamentales del mercado en más de dos años. Este cambio se debe, principalmente, al sólido crecimiento de la oferta de la OPEP y a la relativa atonía de la demanda de petróleo, mientras que la

Gráfico 4 Evolución de los precios de las materias primas

— Brent (dólares por barril; escala izquierda)
 Materias primas no energéticas (dólares; índice: 2010 = 100; escala derecha)



Fuentes: Bloomberg y HWWI.

oferta de los países no pertenecientes a la OPEP ha tenido un comportamiento más ambivalente. Por último, las especulaciones de los mercados sobre una posible liberación de reservas estratégicas, junto con las garantías ofrecidas por Arabia Saudita de que mantendrá la estabilidad de su abastecimiento de crudo, parecen haber aumentado la confianza de los mercados en la capacidad de los proveedores para compensar sin problemas una futura reducción de las exportaciones de petróleo de Irán.

En conjunto, los precios de las materias primas no energéticas se mantuvieron bastante estables en abril. Si bien los precios de los metales se vieron afectados negativamente, sobre todo, por la inquietud respecto al crecimiento de la economía mundial, los precios de los alimentos registraron un aumento en cifras agregadas como consecuencia de los nuevos y fuertes incrementos de los precios de las semillas oleaginosas y los aceites, impulsados por la demanda. Por el contrario, los precios tanto de los cereales como de las bebidas, el azúcar y el tabaco registraron un nuevo descenso. En cifras agregadas, el índice de precios de las materias primas no energéticas (denominado en dólares estadounidenses) se situaba, a finales de abril de 2012, un 6,5 %, aproximadamente, por encima del nivel observado a comienzos del año.

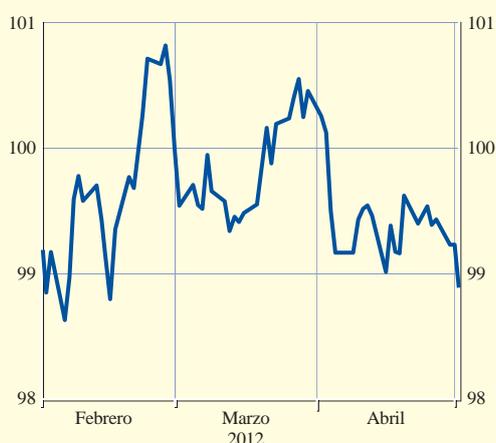
1.3 TIPOS DE CAMBIO

Entre finales de enero y comienzos de mayo de 2012, el tipo de cambio efectivo del euro prácticamente no experimentó variación en un entorno de reducción sostenida de la volatilidad. El 2 de mayo de 2012, el tipo de cambio efectivo nominal del euro, medido frente a las monedas de 20 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro, se situaba en un nivel próximo al observado a finales de enero de 2012 y un 4,4 % por debajo de la media de 2011 (véase gráfico 5).

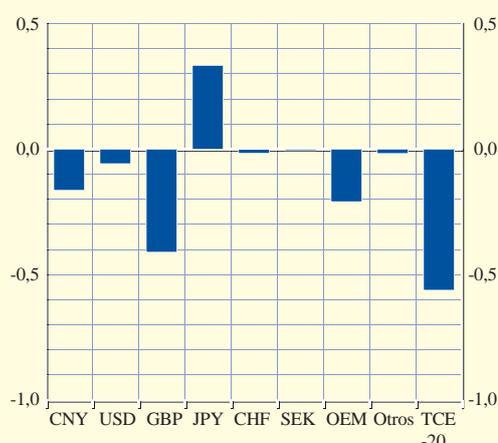
Gráfico 5 Tipo de cambio efectivo del euro (TCE-20) y sus componentes¹⁾

(datos diarios)

Índice: I 1999 = 100



Contribuciones a las variaciones del TCE 20²⁾
Del 31 de enero de 2012 al 2 de mayo 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 euro¹⁾

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

	Ponderación en el TCE-20	Nivel a 2 de mayo de 2012	Apreciación (+)/depreciación (-) del euro a 2 de mayo de 2012		
			desde:		en comparación con:
			31 de enero de 2012	3 de enero de 2011	media de 2011
Renminbi chino	18,8	8,240	-0,9	-6,3	-8,4
Dólar estadounidense	16,9	1,313	-0,3	-1,6	-5,7
Libra esterlina	14,9	0,812	-2,8	-5,7	-2,3
Yen japonés	7,2	105,3	4,7	-3,1	-5,1
Franco suizo	6,5	1,202	-0,2	-3,6	-2,5
Zloty polaco	6,2	4,169	-1,3	5,3	1,2
Corona sueca	5,0	24,90	-1,1	-0,7	1,3
Corona checa	4,7	8,888	-0,1	-0,5	-1,6
Won coreano	3,9	1,484	0,4	-1,1	-3,7
Forint húngaro	3,2	283,5	-3,5	1,8	1,5
TCEN ²⁾		98,9	-0,6	-2,7	-4,4

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).

En términos bilaterales, en los tres últimos meses el euro se ha mantenido, en general, estable frente a las principales monedas. Entre el 31 de enero y el 2 de mayo de 2012, la moneda única se depreció un 0,3% frente al dólar estadounidenses en un clima de fluctuaciones que reflejaron los cambios de actitud de los mercados con respecto a la evolución de los mercados de deuda soberana de algunos países de la zona del euro. El euro también se depreció ligeramente frente al franco suizo y el renminbi chino. Durante el mismo período, se depreció de forma más acusada frente a la libra esterlina, experimentando una caída del 2,8%, pero se pareció significativamente —un 4,7%— frente al yen japonés, al tiempo que las autoridades japonesas mantenían el compromiso de frenar la apreciación de su moneda. Frente a otras monedas europeas, el euro se depreció en general durante el período considerado, especialmente frente a la corona checa, el zloty polaco y el forint húngaro (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 finales de enero, y actualmente se sitúa por debajo de las medias de largo plazo en la mayoría de los pares de monedas.

Entre el 31 de enero y el 2 de mayo 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.

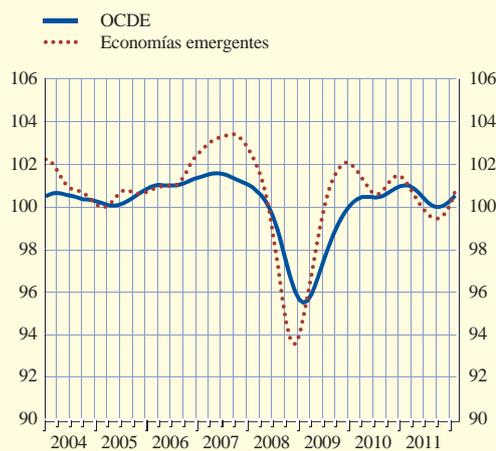
I.4 PERSPECTIVAS DEL ENTORNO EXTERIOR

De cara al futuro, los indicadores adelantados sugieren una nueva mejora del ritmo de crecimiento económico. El indicador sintético adelantado de la OCDE, que tiene por objeto anticipar los puntos de giro de la actividad económica en relación con la tendencia, ha seguido aumentando gradualmente en los últimos meses. En febrero, el indicador correspondiente a la OCDE se situó por encima de la media de largo plazo, respaldado por los datos más bien sólidos de Estados Unidos y Japón. En cuanto a las economías emergentes, los indicadores también mostraron señales positivas más acusadas que en el mes anterior. Pese a la incertidumbre que rodea a las perspectivas mundiales, los riesgos para el entorno exterior de la zona del euro siguen estando prácticamente equilibrados. Los riesgos a la baja guardan

relación, principalmente, con los desequilibrios, que son todavía evidentes en varias de las principales economías, así como con los incrementos de los precios de las materias primas, mientras que en lo referente a los riesgos al alza la recuperación podría resultar también más vigorosa de lo previsto actualmente.

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

El crecimiento subyacente del dinero y del crédito continuó siendo tenue en marzo de 2012, a pesar de que el agregado monetario amplio registró entradas significativas en el primer trimestre del año. En lo que respecta a las contrapartidas, las IFM de la zona del euro incrementaron sustancialmente sus principales carteras de activos mediante la adquisición de valores en dicho trimestre, mientras que el crecimiento interanual de los préstamos al sector privado no financiero experimentó una ligera moderación. La evolución observada durante el primer trimestre de 2012 respalda la valoración de que se han atenuado las presiones para el desapalancamiento de las entidades de crédito, de modo que el riesgo de un desapalancamiento brusco y 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, y dependerá de algunos factores determinantes, como una recuperación de la demanda de préstamos y la realización de esfuerzos continuos para acometer los ajustes necesarios en los balances en la zona del euro.

EL AGREGADO MONETARIO AMPLIO M3

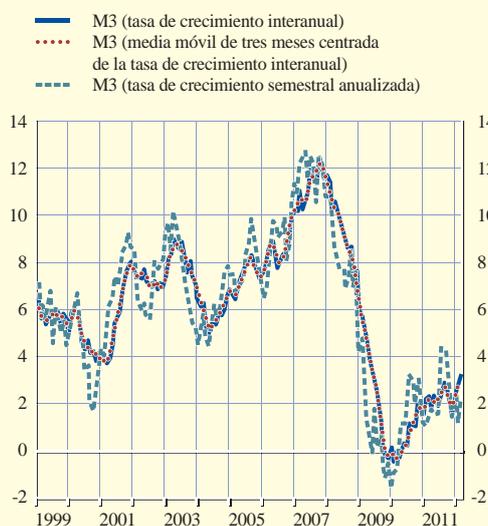
La tasa de crecimiento interanual de M3 de la zona del euro volvió a aumentar en marzo de 2012 y se situó en el 3,2%, frente al 2,8% de febrero (véase gráfico 7). Esta evolución fue reflejo de la notable expansión intermensual que registró el agregado monetario amplio por tercer mes consecutivo (0,6% en marzo), que elevó la tasa de crecimiento trimestral anualizada al 7,8%. La contribución de las operaciones interbancarias con garantías realizadas a través de entidades de contrapartida central fue negativa en marzo y redujo ligeramente el incremento intermensual de M3 (en 0,2 puntos porcentuales). No obstante, la tasa de crecimiento interanual de M3 ajustado por el efecto de las citadas operaciones experimentó un avance similar en marzo, situándose en el 2,9%, frente al 2,5% de febrero, debido a efectos de base.

El aumento del crecimiento monetario fue generalizado en los distintos componentes y sectores. Los tres componentes principales registraron entradas mensuales significativas. En cuanto a los sectores, el incremento de los depósitos de los hogares continuó contribuyendo al crecimiento de M3 y es reflejo de los esfuerzos realizados por las entidades de crédito para captar financiación estable mediante depósitos, ofreciendo una remuneración atractiva en los depósitos a plazo hasta dos años.

En cuanto a las contrapartidas, el fortalecimiento del crecimiento monetario en marzo continuó reflejando las compras de deuda pública por parte de las IFM y la reducción de los pasivos financieros a más largo plazo. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado (ajustados por el impacto de las ventas y titulizaciones) siguió siendo débil y se mantuvo sin variación en el 1,2%.

Gráfico 7 Crecimiento de M3

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



Fuente: BCE.

El flujo mensual de préstamos de las IFM al sector privado no financiero fue ligeramente positivo, pero este resultado ocultó amortizaciones netas de préstamos a las sociedades no financieras. La posición acreedora neta frente al exterior de las IFM contribuyó negativamente al crecimiento interanual de M3 en marzo, mientras que había contribuido positivamente en los doce meses anteriores.

En conjunto, los datos hasta marzo continúan sugiriendo que las dos OFPML a tres años han atenuado significativamente las presiones para el desapalancamiento de las entidades de crédito, en especial las derivadas de las difíciles condiciones de financiación. Al mismo tiempo, hace falta que pase un tiempo para que el impacto de estas medidas se traduzca en un aumento de los préstamos de las IFM al sector privado, y también se requiere una recuperación de la demanda de préstamos y la realización de esfuerzos continuos para acometer los ajustes necesarios en los balances en la zona del euro.

Los principales activos mantenidos por las IFM de la zona del euro aumentaron sustancialmente en marzo, por tercer mes consecutivo, gracias a los fondos obtenidos mediante la segunda OFPML a tres años que se llevó a cabo a finales de febrero. Esta evolución fue reflejo, sobre todo, de los incrementos de las tenencias de activos exteriores y de la adquisición adicional de deuda pública y de valores distintos de acciones de las IFM. Al mismo tiempo, el exceso de liquidez en el banco central indujo a las IFM a reducir notablemente los préstamos entre ellas. En el recuadro 2 se analiza la relación entre la liquidez en el banco central, el agregado monetario amplio, el crédito y la inflación.

Recuadro 2

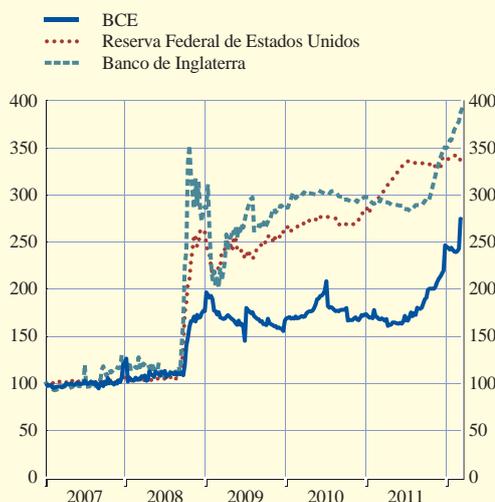
RELACIÓN ENTRE LA BASE MONETARIA, EL AGREGADO MONETARIO AMPLIO Y LOS RIESGOS PARA LA ESTABILIDAD DE PRECIOS

Si se adopta una perspectiva a medio y largo plazo, se observa que la inflación se mueve en línea con los agregados monetarios amplios. Esta relación se mantiene en el tiempo y se constata asimismo en los distintos países y regímenes de política monetaria, ya que está fuertemente arraigada en la estructura de la economía. La evidencia empírica confirma esta relación también en el caso de la zona del euro, lo cual refuerza el papel destacado asignado al agregado monetario amplio en la estrategia de política monetaria del BCE.

Las respuestas de todos los bancos centrales principales a la crisis financiera han supuesto la aplicación de medidas de política monetaria no convencionales. En particular, tras la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008, aumentó el volumen de operaciones de política monetaria llevadas a cabo por el Eurosistema, el Banco de Inglaterra y la Reserva Federal (véase gráfico A). Sin embargo, el momento y la magnitud

Gráfico A Expansión del balance del Eurosistema, del Banco de Inglaterra y de la Reserva Federal

(índice, enero 2007 = 100)



Fuentes: Reserva Federal, Banco de Inglaterra y BCE.
Nota: El balance se ha medido siguiendo la presentación del gráfico 9 del artículo titulado «Las medidas no convencionales del BCE: impacto y retirada gradual», *Boletín Mensual*, BCE, julio de 2011.

de este incremento no fueron idénticos, lo que refleja las especificidades del marco operativo de los respectivos bancos centrales y sus diferentes valoraciones del impacto de las tensiones de los mercados financieros en la economía. En la zona del euro, el volumen de operaciones de política monetaria se elevó de manera notable en el segundo semestre de 2011, principalmente como consecuencia de la mayor demanda en las operaciones de provisión de liquidez, tal como se puso de manifiesto, en particular, en las dos operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) con vencimiento a tres años realizadas en diciembre de 2011 y en febrero de 2012. En este recuadro se analiza si el significativo aumento de la liquidez proporcionada por el Eurosistema podría tener implicaciones para el crecimiento del agregado monetario amplio y del crédito y, por tanto, en definitiva, plantear riesgos para la estabilidad de precios a medio y largo plazo.

Este recuadro se centra en dos cuestiones clave, a saber, si un aumento significativo de la liquidez en el banco central:

- i) implica necesariamente un rápido crecimiento del agregado monetario amplio y del crédito;
- ii) puede crear presiones inflacionistas sin que exista un incremento paralelo del agregado monetario amplio y del crédito.

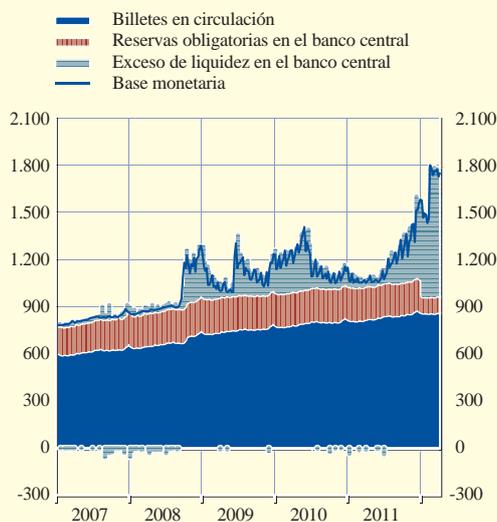
i) ¿Un aumento significativo de la liquidez en el banco central implica necesariamente un rápido crecimiento del agregado monetario amplio y del crédito?

El significativo aumento del crédito del Eurosistema a las entidades de crédito de la zona del euro tuvo su reflejo en un incremento considerable de la base monetaria (véase gráfico B). La base monetaria está formada por el efectivo en circulación, los depósitos que las entidades de crédito están obligadas a mantener en el Eurosistema para cubrir las exigencias de reservas mínimas (reservas obligatorias en el banco central) y los depósitos de elevada liquidez que las entidades de crédito mantienen en el Eurosistema por encima del nivel de reservas obligatorias (exceso de reservas en el banco central y recurso a la facilidad de depósito), lo que puede considerarse un «exceso de liquidez». La expansión de la base monetaria es atribuible, principalmente, al crecimiento del exceso de liquidez mantenido por algunas entidades de crédito de la zona del euro.

La existencia de un significativo exceso de liquidez no implica necesariamente una expansión acelerada del crédito de las IFM al sector privado. Si la capacidad de préstamo de las entidades de crédito estuviera restringida por su nivel de reservas en el banco central, la relajación de esta restricción se traduciría automáticamente en un aumento de la oferta de crédito. No obstante, el Eurosistema, como monopolista de la provisión de reservas en la zona del euro, siempre aporta al sistema bancario la liquidez necesaria

Gráfico B Base monetaria de la zona del euro

(mm de euros)



Fuente: BCE.

para cumplir las reservas obligatorias agregadas. De hecho, las reservas obligatorias en el BCE se calculan retrospectivamente, es decir, dependen del saldo de depósitos (y otros pasivos de las entidades de crédito) sujetos a las exigencias de reservas del período anterior y, por ende, después de que las entidades hayan otorgado el crédito solicitado por sus clientes¹.

En la actual situación de mal funcionamiento de los mercados monetarios, el Eurosistema suministra reservas a cada entidad de contrapartida de manera elástica, a cambio de la aportación de los activos de garantía adecuados, mediante subastas a tipo de interés fijo con adjudicación plena, lo que asegura que todas ellas puedan cumplir sus exigencias de reservas y satisfacer cualquier necesidad de liquidez adicional. Cuando los mercados interbancarios funcionan con normalidad, el Eurosistema siempre proporciona el volumen total necesario de reservas, que después se negocian entre las entidades de crédito y, por tanto, se redistribuyen dentro del sistema bancario según se requiera. De este modo, el Eurosistema satisface en todo momento y de manera eficaz la demanda agregada de reservas e intenta influir en las condiciones de financiación de la economía controlando los tipos de interés a corto plazo².

En resumen, las tenencias de reservas en el banco central no son, por tanto, un factor que limita la oferta de crédito para el conjunto del sistema bancario. En última instancia, el crecimiento del crédito bancario depende de algunos factores que determinan la demanda de crédito y de otros factores asociados a la oferta de crédito. Los factores de demanda incluyen los costes de endeudamiento y las perspectivas de ingresos. Los factores relacionados con la oferta de crédito son la rentabilidad de los préstamos ajustada por el riesgo, el nivel de capital de la entidad, su actitud frente al riesgo, el coste de financiación y el riesgo de liquidez (incluido el de refinanciación). El riesgo de liquidez se refiere al riesgo de que una entidad de crédito no posea recursos financieros suficientes para cumplir sus compromisos a su vencimiento, o solo pueda garantizarlos a un coste excesivo. Los préstamos a la clientela aumentan el riesgo de liquidez, ya que, tras su desembolso, pueden generar la obligación de realizar pagos en nombre de los clientes.

En una situación caracterizada por las tensiones en los mercados financieros, algunas entidades de crédito que tienen dificultades para acceder a los mercados toman prestadas reservas adicionales en el banco central para tener la certeza de que podrán cumplir las obligaciones de pago que se avencinan, por ejemplo, porque tienen que hacer frente a inminentes e importantes amortizaciones de bonos. Si el banco central no acomodara esta demanda, muchas entidades de crédito tendrían fuertes incentivos para reducir sus préstamos con la mayor celeridad posible y desinvertir en otros activos. Por tanto, en el caso de estas entidades, es de esperar que la provisión de liquidez contribuya a evitar una gran contracción del crédito y a restaurar una oferta ordenada del mismo.

En la situación actual de la zona del euro, las reservas acaban en un grupo de entidades, que reciben más pagos de los que realizan. Para un período representativo, situado a mediados de marzo de 2012, el gráfico C muestra, en el eje de ordenadas, el porcentaje de préstamos totales recibidos del Eurosistema y vueltos a depositar en él por las mismas entidades de contrapartida. Este dato está relacionado, en el eje de abscisas, con la proporción del recurso total a la facilidad de depósito y a las operaciones de absorción de liquidez que representan las respectivas entidades de contrapartida en

1 Los pasivos de las entidades de crédito sujetos a exigencias de reservas coinciden, en gran medida, con los pasivos incluidos en el agregado monetario amplio M3 y comprenden: depósitos a la vista, depósitos a plazo hasta dos años, depósitos disponibles con preaviso hasta dos años y valores distintos de acciones de las IFM hasta dos años.

2 Véase también «La oferta monetaria: comportamiento bancario e implicaciones para el análisis monetario», *Boletín Mensual*, BCE, octubre de 2011.

términos acumulados. El gráfico C refleja que las entidades de crédito que recurren de manera significativa a la facilidad de depósito y a las operaciones de absorción de liquidez no han obtenido estas reservas, ni mucho menos, mediante préstamos del Eurosistema. Por ejemplo, casi el 40 % del recurso total a la facilidad de depósito y a las operaciones de absorción de liquidez correspondió a entidades de contrapartida que no tomaron fondos prestados del Eurosistema. Esta conclusión indica una segmentación entre un grupo de entidades de crédito que se apoya en las operaciones de financiación del Eurosistema y otro que acaba teniendo excesos de liquidez.

En términos agregados, las entidades de crédito no pueden deshacerse del exceso de liquidez, ya que, como tales, no pueden prestar los depósitos que mantienen en el banco central al sector tenedor de dinero. En el caso de las entidades de crédito individualmente consideradas, los préstamos al sector privado no reducirán automáticamente el exceso de liquidez. Aunque la concesión de préstamos a la economía crearía, en principio, depósitos sujetos a las exigencias de reservas, este método para reducir el exceso de liquidez es extremadamente lento³. Resulta importante señalar que este exceso de liquidez, en sí mismo, no modifica la demanda de préstamos ni la capacidad de las entidades para asumir el riesgo de crédito. Además, en el caso de las entidades de crédito con un exceso de liquidez, el riesgo de liquidez no fue un factor que limitara inicialmente sus decisiones de conceder crédito a la economía.

En síntesis, en las circunstancias actuales, el aumento de la base monetaria es una condición previa necesaria para evitar un acusado descenso de los agregados monetarios amplios, pero, por sí misma, no incrementa automáticamente las tenencias monetarias por encima del nivel que existiría si no

3 El lento ritmo de reducción del exceso de liquidez se debe al hecho de que un aumento de 100 euros en los depósitos genera un incremento de 1 euro en las exigencias de reservas (dado que el «coeficiente de reservas» es, actualmente, del 1 %).

Gráfico C Distribución acumulada de las colocaciones en la facilidad de depósito y en las operaciones de absorción de liquidez

(porcentajes; mediados de marzo de 2012)

Eje de abscisas: proporción acumulada de la facilidad de depósito y de las operaciones de absorción de liquidez
Eje de ordenadas: porcentaje de préstamos totales del Eurosistema que la entidad de contrapartida prestataria colocó en la facilidad de depósito y en las operaciones de absorción de liquidez

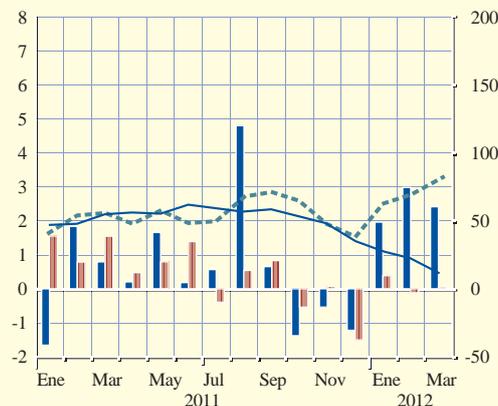


Fuente: Cálculos del BCE.

Gráfico D M3 y préstamos de las IFM al sector privado no financiero en la zona del euro

(tasas de variación interanual; mm de euros; datos desestacionalizados y ajustados de efectos de calendario)

— M3 (flujo mensual – escala derecha)
— Préstamos de las IFM al sector privado no financiero (flujo mensual – escala derecha)
--- M3 (tasa de crecimiento interanual – escala izquierda)
— Préstamos de las IFM al sector privado no financiero (tasa de crecimiento interanual – escala izquierda)



Fuente: BCE.

hubiera tensiones de liquidez. De hecho, el significativo crecimiento de la base monetaria que siguió a las dos OFPML a tres años fue fundamental para interrumpir la considerable contracción que experimentaron el agregado monetario amplio y el crédito en la zona del euro en los tres últimos meses de 2011 (véase gráfico D). Al mismo tiempo, la expansión del agregado monetario amplio y, en particular, del crédito al sector privado no financiero sigue siendo reducida, por lo que no apunta a un crecimiento monetario excesivo.

ii) ¿Un aumento significativo de la liquidez en el banco central puede crear presiones inflacionistas sin que exista un incremento paralelo del agregado monetario amplio y del crédito?

Las entidades de crédito que se encuentran con reservas en el banco central que no quieren mantener, porque solo ofrecen una baja rentabilidad ajustada por el riesgo, pueden intentar adquirir activos de mayor rentabilidad, también mediante la concesión de crédito. Esto tiene dos efectos interdependientes. En primer lugar, la demanda de activos estabiliza su valoración y mejora las condiciones de financiación para los emisores. En segundo lugar, todos los participantes en el mercado tienden a beneficiarse de la mejora de la valoración de sus carteras y del entorno de riesgo más favorable.

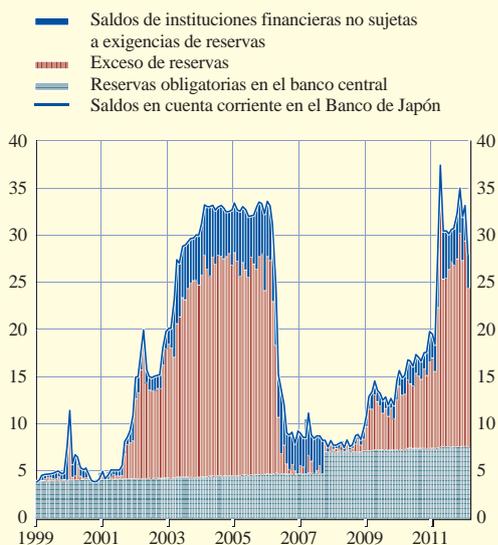
En tanto en cuanto se produzca dicha adquisición de activos, esta se reflejará en el agregado monetario amplio y en el agregado crediticio cuando las entidades de crédito paguen los activos adquiridos al sector tenedor de dinero o concedan crédito a este sector, o cuando los Gobiernos gasten los fondos recibidos por la emisión de valores. Además, al influir en las rentabilidades relativas y en los precios de los activos, el reajuste de carteras afecta también a la evolución monetaria. Al mismo tiempo, este reajuste podría incidir en las decisiones de inversión y de consumo, y, por tanto, en las de gasto. En resumen, a medida que se materialicen dichos efectos más amplios, quedarán adecuadamente reflejados en la estrategia de política monetaria basada en dos pilares del BCE.

Los dos episodios de exceso significativo de liquidez en Japón en el período comprendido entre 2001 y mediados de 2006 y, más recientemente, desde marzo de 2011 sirven para ilustrar la fuerza de los argumentos presentados en este recuadro. La adopción del marco de relajación monetaria por parte del Banco de Japón en 2001 se tradujo en un acusado incremento del exceso de reservas en el banco central (véase gráfico E)⁴. Este aumento estuvo acompañado de una reducción de los tipos de interés oficiales del Banco de Japón hasta situarlos en cero y detuvo la desaceleración del crecimiento del agregado monetario amplio. A pesar del citado incremento del exceso de reservas en 2001, no se produjo una fuerte aceleración del crecimiento del agregado monetario amplio o de la inflación, que permanecieron en niveles muy bajos en ambos casos (véase gráfico F). En 2006, en un espacio de pocos meses, el Banco de Japón fue capaz de reabsorber el considerable exceso de reservas y de restablecer una situación de liquidez equilibrada no renovando las operaciones de provisión de liquidez a corto plazo. Tras la quiebra de Lehman Brothers, los bancos japoneses volvieron a recibir reservas por encima de los volúmenes requeridos. Sin embargo, el segundo episodio de exceso muy significativo de reservas mantenido por el sistema bancario japonés no tuvo lugar hasta después del gran terremoto que asoló el este de Japón en marzo de 2011. Hasta el momento, tampoco en este episodio ha habido indicios de un repunte notable del crecimiento del agregado monetario amplio y de la inflación. Mientras que el primer episodio de exceso de reservas fue específico de Japón, en el

4 Para obtener un análisis del entorno económico que generó, en última instancia, la necesidad de adoptar este marco de relajación monetaria, véase el artículo titulado «Comparación de la reciente crisis financiera de Estados Unidos y la zona del euro con la experiencia de Japón en los años noventa», en este Boletín Mensual.

Gráfico E Saldos en cuenta corriente en el Banco de Japón

(billones de yenes)



Fuentes: BPI y estimaciones del BCE.

Gráfico F Saldos en cuenta corriente en el Banco de Japón, agregado monetario amplio e inflación medida por el IPC

(tasas de variación interanual)



Fuente: BPI.

Notas:

- 1) Las zonas sombreadas marcan episodios de exceso de reservas.
- 2) El agregado monetario amplio corresponde a M2 más certificados de depósito hasta la interrupción de la serie a finales de 2007, y a M2 posteriormente.

episodio actual se trata de un fenómeno generalizado en las economías avanzadas. A este respecto, se debe ser cauteloso a la hora de extraer conclusiones del primer episodio de exceso de liquidez en Japón y a la hora de aplicarlas al episodio actual de Japón y de otras economías avanzadas.

Conclusiones

El significativo aumento del exceso de liquidez en la zona del euro fue necesario para contrarrestar el efecto contractivo de las elevadas tensiones de liquidez en los balances de las entidades de crédito, que, de otro modo, podrían haber generado bruscas ventas de activos y una reducción del crédito con posibles consecuencias graves para la economía real.

En principio, los esfuerzos de las entidades de crédito por deshacerse del exceso de liquidez no deseado (lo que, por su propia naturaleza, no es posible conseguir en términos agregados) pueden favorecer el incremento del precio de los activos y la concesión de crédito. Sin embargo, en un entorno caracterizado por una estabilización de la actividad económica en niveles reducidos, es muy poco probable que esos esfuerzos se traduzcan en un avance de la inflación de los precios de consumo. En cualquier caso, una expansión más acelerada del dinero y del crédito serviría de señal de aumento de las presiones inflacionistas, que la estrategia de dos pilares del BCE permite detectar y abordar adecuadamente. Con carácter más general, el BCE continuará utilizando toda la gama de medidas convencionales y no convencionales disponibles para garantizar que la orientación de su política monetaria sea acorde con el mantenimiento de la estabilidad de precios en la zona del euro a medio plazo.

PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

La tasa de crecimiento interanual de M3 experimentó un nuevo aumento en marzo, debido a los considerables flujos de entrada en todos los componentes principales. M1 registró el flujo mensual más significativo, como consecuencia de la reestructuración de carteras y del desplazamiento de fondos desde la Administración Central al sector tenedor de dinero en un Estado miembro de la zona del euro. Los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista (es decir, M2 menos M1) continuaron registrando flujos mensuales positivos, que obedecieron a consideraciones de cartera en un entorno de intentos de las entidades de crédito por captar depósitos estables ofreciendo tipos de interés atractivos.

La tasa de crecimiento interanual de M1 aumentó nuevamente, hasta el 2,7% en marzo, frente al 2,5% del mes anterior, como consecuencia, principalmente, de que los intermediarios financieros no monetarios distintos de las empresas de seguros y fondos de pensiones (OIF) desplazaron fondos a los depósitos a la vista, en detrimento de las cesiones temporales. Además, las Administraciones Públicas distintas de la Administración Central de un Estado miembro de la zona del euro incrementaron sus depósitos a la vista, beneficiándose de transferencias procedentes de la Administración Central.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista aumentó hasta el 3,3% en marzo, frente al 3,1% de febrero, siendo reflejo de los ligeros incrementos que volvieron a registrar las tasas de crecimiento interanual de sus dos subcomponentes. Como se ha ido observando desde que comenzó el año, en algunos países, los otros depósitos a corto plazo siguieron beneficiándose del desplazamiento de fondos por parte de los hogares hacia instrumentos monetarios de mayor rentabilidad.

La tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables (M3 menos M2) aumentó notablemente en marzo, hasta el 5,1%, frente al 2,8% registrado el mes anterior. Este incremento ocultó una trayectoria divergente de los respectivos subcomponentes. Mientras que las participaciones en fondos del mercado monetario y los valores distintos de acciones a corto plazo de las IFM (es decir, valores con vencimiento inicial hasta dos años) registraron significativos flujos mensuales positivos, las cesiones temporales reflejaron apreciables salidas. Con respecto a estas últimas, casi la mitad del flujo mensual negativo tuvo su origen en cesiones temporales tripartitas llevadas a cabo a través de entidades de contrapartida central. En cambio, los valores distintos de acciones a corto plazo de las IFM registraron un fuerte flujo mensual en marzo, que probablemente se debió a efectos de sustitución de los valores distintos de acciones a largo plazo de este sector. Además, puede que esta evolución también reflejara el aumento de la demanda de estos valores por parte de los fondos de inversión, que estuvo parcialmente relacionada con el impacto de la nueva definición de fondos del mercado monetario del Eurosistema. Esta nueva definición se tradujo en un incremento del número de fondos de inversión (es decir, de fondos que forman parte del sector tenedor de dinero) que adquieren valores de renta fija a corto plazo¹.

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 2,8% en marzo, frente al 2,5% de febrero. Las entradas mensuales se debieron a los flujos positivos que registraron los sectores de hogares y de otras Administraciones Públicas, que compensaron con creces las retiradas de depósitos de los intermediarios financieros no monetarios. Así pues, la tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3 de los hogares y de otras Administraciones Públicas se incrementó hasta el 2,2% y el 15%, respectivamente, en marzo, frente al 2% y el 9%, respectivamente, de febrero. Los depósitos de M3 de las sociedades no financieras apenas experimentaron cambios, y su tasa de crecimiento interanual cayó hasta el 0%, frente al 0,4% de febrero.

¹ Para más detalles sobre el cambio de la definición de fondos del mercado monetario del BCE, véase el recuadro titulado «Nueva definición estadística de los fondos del mercado monetario de la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, abril de 2012.

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 aumentó hasta el 1,8% en marzo, frente al 1,4% de febrero (véase cuadro 2), debido, casi en su totalidad, a un incremento del crédito concedido a las Administraciones Públicas, que se situó en el 7,3% en marzo, frente al 5,6% de febrero. El crédito al sector privado permaneció prácticamente sin variación en el 0,5%.

La tasa de crecimiento interanual del crédito concedido a las Administraciones Públicas siguió estando impulsada por las significativas adquisiciones netas mensuales de valores de deuda pública de la zona del euro por parte de las IFM distintas del Eurosistema. En términos desestacionalizados, estas adquisiciones ascendieron a un total de 38 mm de euros en marzo, frente a 47 mm de euros en febrero y a 57 mm de euros en enero. Sin embargo, los flujos de marzo en este instrumento se vieron atenuados parcialmente por la participación de las IFM de la zona del euro en el ejercicio de reestructuración de deuda llevado a cabo por la República Helénica. Este ejercicio tuvo un impacto negativo en los flujos de deuda pública en poder de las IFM porque implicó un canje de una parte de la deuda pública griega de estas instituciones por instrumentos de deuda emitidos por la Facilidad Europea de Estabilización Financiera (FEEF), que se han clasificado dentro del sector de OIF. La estabilización de la tasa de crecimiento interanual del crédito al sector privado en marzo reflejó un flujo mensual ligeramente positivo, resultado de considerables entradas mensuales en acciones y otras participaciones, compensadas, en gran medida, por las amortizaciones netas de préstamos al sector privado y por los flujos negativos registrados en los valores distintos de acciones.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado, ajustados de ventas y titulizaciones, se mantuvo sin variación en el 1,2% en marzo, a pesar de las moderadas amortizaciones netas

Cuadro 2 Cuadro resumen de variables monetarias

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

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

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.

Cuadro 3 Préstamos de las IFM al sector privado

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

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

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 titulación.

3) Según la definición del SEC 95.

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

mensuales (por importe de 7 mm de euros), que se concentraron principalmente en los préstamos a OIF. Los préstamos al sector privado no financiero registraron un flujo ligeramente positivo.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM a las sociedades no financieras, ajustados de ventas y titulaciones, se redujo nuevamente en marzo, como consecuencia de unos flujos mensuales ligeramente negativos, y se situó en el 0,5% (frente al 0,7% de febrero). Los moderados flujos de salida de marzo se concentraron en los préstamos a corto plazo (es decir, con vencimiento hasta un año), mientras que los flujos de préstamos a medio y largo plazo fueron prácticamente nulos. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM a los hogares, ajustados de ventas y titulaciones, fue algo inferior a la del mes anterior (1,7% en marzo, frente al 1,8% de febrero). El flujo mensual total de estos préstamos fue positivo, ya que los flujos moderadamente positivos de los préstamos para adquisición de vivienda se vieron solo parcialmente contrarrestados por algunos flujos negativos de carácter menor en el crédito al consumo y en los préstamos para otras finalidades.

Los préstamos para adquisición de vivienda fueron de nuevo los que más contribuyeron al crecimiento de los préstamos totales concedidos por las IFM a los hogares en marzo. Sin embargo, la tasa de crecimiento interanual de estos préstamos (1,1% en marzo) se ha moderado sustancialmente desde el verano de 2011, lo que refleja una disminución de las hipotecas nuevas, así como de las titulaciones. De cara al futuro, los planes públicos introducidos en algunos Estados miembros para apoyar a los mercados inmobiliarios internos se están retirando de manera progresiva, por lo que es probable que se favorezca menos la demanda de préstamos hipotecarios en el futuro. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual del crédito al consumo continuó siendo claramente negativa (-2% en marzo).

Probablemente, la persistente debilidad de los préstamos de las IFM al sector privado no financiero refleja, en gran medida, la atonía de la demanda de crédito (véase también el recuadro 3), dada la fase actual del ciclo económico y la elevada incertidumbre reinante. Además, la necesidad de ajuste como consecuencia del excesivo crecimiento de los préstamos en el pasado está influyendo tanto en la

oferta como en la demanda de préstamos. En lo que respecta a la demanda, este efecto es visible en las altas ratios de apalancamiento de los hogares y del sector empresas, que reduce su capacidad para asumir nuevos préstamos. En cuanto a la oferta, el impacto del excesivo crecimiento de los préstamos en el pasado se ha traducido en un aumento de las necesidades de capital de las entidades de crédito para cubrir posibles pérdidas. Esto, unido a la obligación de mantener una ratio de capital más elevada de acuerdo con las normas de Basilea III, ha mermado, posiblemente, la disponibilidad de préstamos para la economía. Todos estos efectos están teniendo un impacto desigual en la zona del euro, que explica por qué la heterogeneidad entre países en la dinámica de los préstamos sigue siendo significativa. Al mismo tiempo, las OFPML a tres años han contribuido a reducir el riesgo de un desapalancamiento desordenado al relajar considerablemente las condiciones de financiación de las IFM en la zona del euro.

Recuadro 3

RESULTADOS DE LA ENCUESTA SOBRE PRÉSTAMOS BANCARIOS EN LA ZONA DEL EURO CORRESPONDIENTE AL PRIMER TRIMESTRE DE 2012

En este recuadro se presentan los principales resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro correspondiente al primer trimestre de 2012 que realiza el Eurosistema y que se llevó a cabo entre el 23 de marzo y el 5 de abril de 2012¹. En conjunto, las entidades de crédito de la zona del euro señalaron que el endurecimiento neto de los criterios de aprobación de los préstamos se había reducido sensiblemente en comparación con el cuarto trimestre de 2011, más de lo esperado por las entidades encuestadas tres meses antes, tanto para los préstamos a sociedades no financieras como para los préstamos a hogares. En cuanto a la demanda, las entidades indicaron que la demanda neta de préstamos por parte de empresas y de hogares había descendido considerablemente. La relajación de los criterios de aprobación se debe principalmente a la mejora en el acceso de las entidades a la financiación, mientras que la fuerte contracción de la demanda de préstamos refleja, en gran medida, la acusada disminución de las necesidades de financiación de inversiones en capital fijo por parte de las empresas, por un lado, y el deterioro de las perspectivas relativas al mercado de la vivienda y de la confianza de los consumidores, por otro. Las expectativas de las entidades participantes en la encuesta apuntan a una nueva moderación del endurecimiento neto de los criterios de aprobación del crédito a empresas y a hogares para adquisición de vivienda. Se espera que la demanda neta de préstamos a empresas pase a ser positiva en el segundo trimestre de 2012, así como que el descenso de la demanda neta de préstamos a hogares registre una fuerte desaceleración.

Préstamos y líneas de crédito a empresas

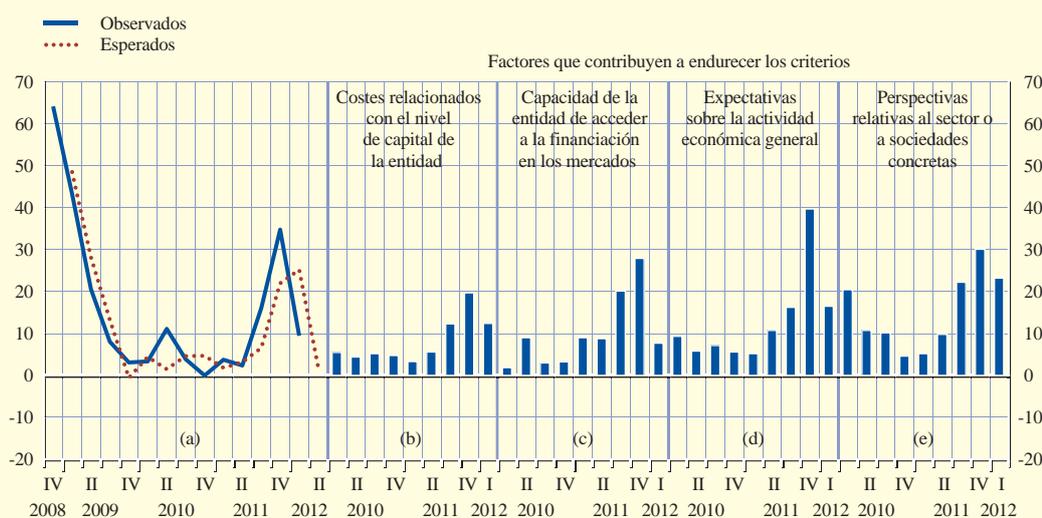
Criterios de aprobación del crédito: En el primer trimestre de 2012, el porcentaje neto² de entidades que señaló que los criterios de concesión de préstamos y líneas de crédito a empresas habían registrado un endurecimiento descendió hasta el 9 % (en comparación con el 35 % del trimestre anterior; véase gráfico A). Esta acusada moderación del endurecimiento neto fue mayor de lo esperado

1 La fecha límite para la recepción de los datos de las entidades participantes fue el 5 de abril de 2012. El 25 de abril de 2012 se publicó una valoración exhaustiva de los resultados, que se puede consultar en la dirección del BCE en Internet.

2 El porcentaje neto se refiere a la diferencia entre el porcentaje de entidades que ha indicado que los criterios de concesión de los préstamos se han endurecido y el de las que han señalado que se han relajado. Un porcentaje neto positivo indica que las entidades participantes han tendido a endurecer los criterios de aprobación («se han endurecido en términos netos»), mientras que un porcentaje neto negativo es indicativo de que las entidades han tendido a relajar los citados criterios («se han relajado en términos netos»).

Gráfico A Cambios en los criterios de concesión aplicados a los préstamos o líneas de crédito a empresas

(porcentaje neto)



Notas: En el panel (a), el porcentaje neto se refiere a la diferencia entre la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han endurecido considerablemente» y «se han endurecido en cierta medida» y la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han relajado en cierta medida» y «se han relajado considerablemente». El porcentaje neto de las preguntas relacionadas con los factores se define como la diferencia entre el porcentaje de entidades que indican que un factor determinado ha contribuido a un endurecimiento y las que indican que ha contribuido a una relajación. Los valores «observados» se refieren al período en que se realizó la encuesta. Los valores «esperados» se refieren a los cambios esperados en los tres meses siguientes.

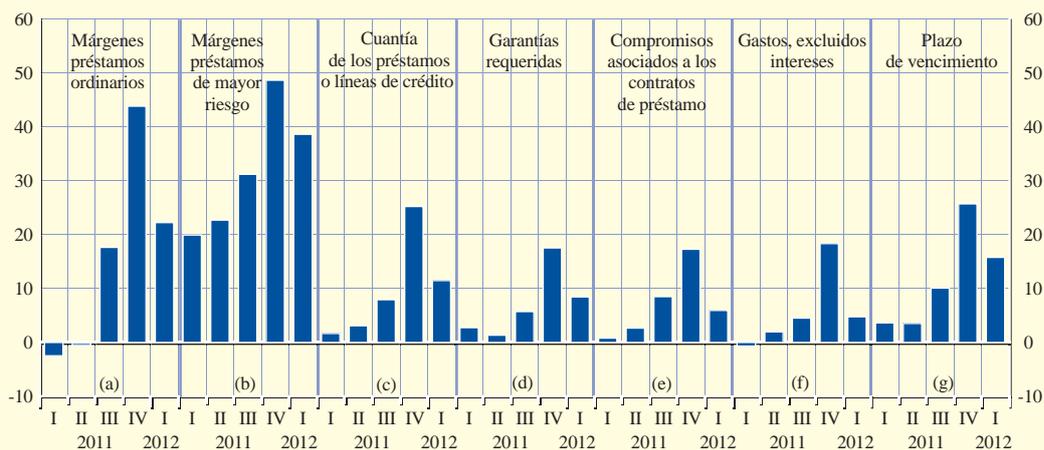
por las entidades encuestadas tres meses antes (el 25 %). La reducción del endurecimiento neto de los criterios se observó en todos los plazos de vencimiento, tanto en los préstamos a corto plazo (el 3 %, frente al 24 % del trimestre anterior) como en los préstamos a largo plazo (el 15 %, frente al 42 %), y, además, se aplicó a los préstamos a pequeñas y medianas empresas (pymes; el 1 %, frente al 28 %) y a grandes empresas (el 17 %, frente al 44 %).

Si se consideran los factores determinantes de esta evolución se observa que la moderación general del endurecimiento neto de los criterios de aprobación del crédito reflejó principalmente la disminución de las presiones asociadas a los costes de financiación y la disponibilidad de fondos, en particular en lo que respecta al acceso de las entidades de crédito a la financiación (el 8 %, frente al 28 % del trimestre anterior) y a su situación de liquidez (el 2 %, frente al 27 %). Esta evolución confirma el considerable impacto positivo de las dos operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) a tres años en las condiciones de financiación de las entidades. Además, la percepción general de riesgos contribuyó en menor medida al endurecimiento de los criterios que en el trimestre anterior. Las expectativas relativas a la actividad económica en general contribuyeron bastante menos al endurecimiento de los criterios (el 17 %, frente al 40 %), mientras que la reducción de la contribución de los riesgos asociados a las perspectivas relativas a sectores concretos (el 23 %, desde el 30 %), así como del riesgo relativo a las garantías solicitadas (el 11 %, frente al 19 %), fue menos pronunciada. Por otra parte, las entidades encuestadas señalaron que otros factores, como la presión de la competencia de otras entidades y de instituciones no bancarias, se mantuvieron neutrales, en general, en comparación con el cuarto trimestre de 2011.

Según señalaron las entidades de crédito de la zona del euro encuestadas, la evolución de las condiciones de los nuevos préstamos y créditos refleja, en general, la acusada moderación del endurecimiento neto de los criterios de aprobación observada en el primer trimestre de 2012 (véase gráfico B).

Gráfico B Cambios en las condiciones para la aprobación de préstamos o líneas de crédito a empresas

(porcentaje neto de entidades que indican un endurecimiento de las condiciones)



Nota: El porcentaje neto se refiere a la diferencia entre la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han endurecido considerablemente» y «se han endurecido en cierta medida» y la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han relajado en cierta medida» y «se han relajado considerablemente».

La ampliación de los márgenes disminuyó considerablemente para los préstamos ordinarios (el 22 %, frente al 44 %), pero los márgenes de los préstamos de mayor riesgo se mantuvieron en niveles elevados (el 39 %, frente al 49 %), lo que apunta a cierta diferenciación de precios en relación con el riesgo por parte de las entidades. También se redujo el endurecimiento neto de otras condiciones no relacionadas con el precio (por ejemplo, los gastos excluidos intereses, la cuantía y el plazo de vencimiento, así como las garantías solicitadas).

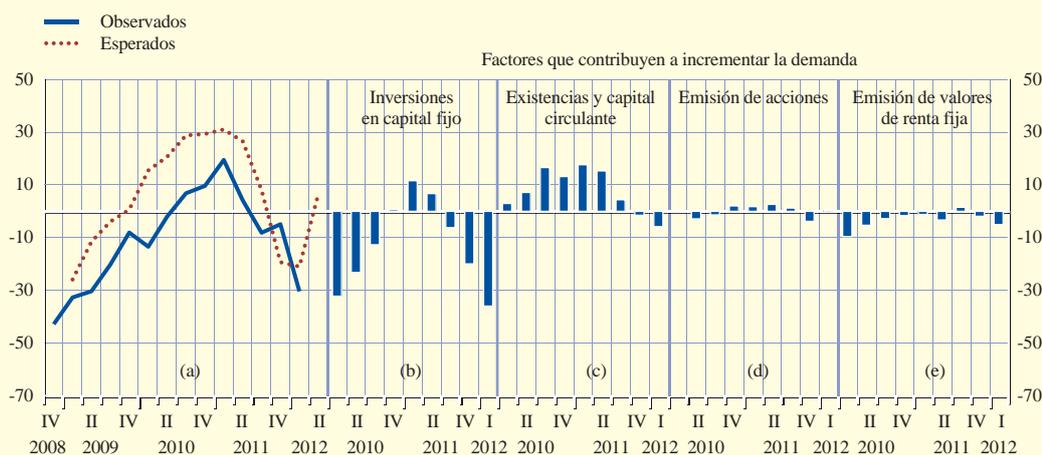
De cara al futuro, en general, las entidades de crédito de la zona del euro esperan una ligera moderación adicional del endurecimiento neto de los criterios de aprobación de los préstamos a empresas en el segundo trimestre de 2012 (hasta el 2 %). Se prevé un grado de endurecimiento levemente mayor de estos criterios afecte a las grandes empresas (el 8 %) más que a las pymes (el 2 %), y principalmente a los préstamos a largo plazo.

Demanda de préstamos: En el primer trimestre de 2012, la demanda neta de préstamos por parte de las empresas experimentó un acusado descenso (el -30 %, frente al -5 %), siendo este superior al esperado el trimestre anterior (el -21 %). Además, este retroceso pareció ser mayor para las grandes empresas que para las pymes (el -26 % y el -23 %, respectivamente), contrariamente a lo sucedido en el cuarto trimestre de 2011. La demanda de préstamos a largo plazo y a corto plazo se redujo sustancialmente en el primer trimestre de 2012, hasta el -31 % y el -19 %, respectivamente (desde el 0 % y el -4 %).

Según indicaron las entidades encuestadas, el retroceso de la demanda pareció estar impulsado principalmente por la acusada disminución de las necesidades de financiación de inversiones en capital fijo de las empresas (el -36 %, frente al -20 % en el cuarto trimestre de 2011; véase gráfico C), así como por las menores necesidades de financiación de operaciones de fusión y adquisición (el -17 %, frente al -18 %), una contribución ligeramente negativa de las necesidades de financiación de existencias y capital circulante (el -6 %, frente al -1 %), y un moderado descenso de las necesidades asociadas a la disponibilidad de financiación interna.

Gráfico C Cambios en la demanda de préstamos o líneas de crédito por parte de empresas

(porcentaje neto)



Notas: En el panel (a), el porcentaje neto se refiere a la diferencia entre la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se ha incrementado considerablemente» y «se ha incrementado en cierta medida» y la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se ha reducido en cierta medida» y «se ha reducido considerablemente». El porcentaje neto de las preguntas relacionadas con los factores se define como la diferencia entre el porcentaje de entidades que indican que un factor determinado ha contribuido a un incremento de la demanda y las que indican que ha contribuido a una reducción. Los valores «observados» se refieren al período en que se realizó la encuesta. Los valores «esperados» se refieren a los cambios esperados en los tres meses siguientes.

No obstante, de cara al futuro, las entidades de crédito esperan que la demanda de préstamos por parte de las empresas aumente en el segundo trimestre de 2012 (el 7 % en términos netos), así como que esto sea aplicable en mayor medida a las pymes (el 7 %) que a las grandes empresas (el 3 %). En cuanto a los plazos de vencimiento, se espera que este incremento afecte en mayor medida a los préstamos a corto plazo (el 7 %) que a los de largo plazo (el -1 %).

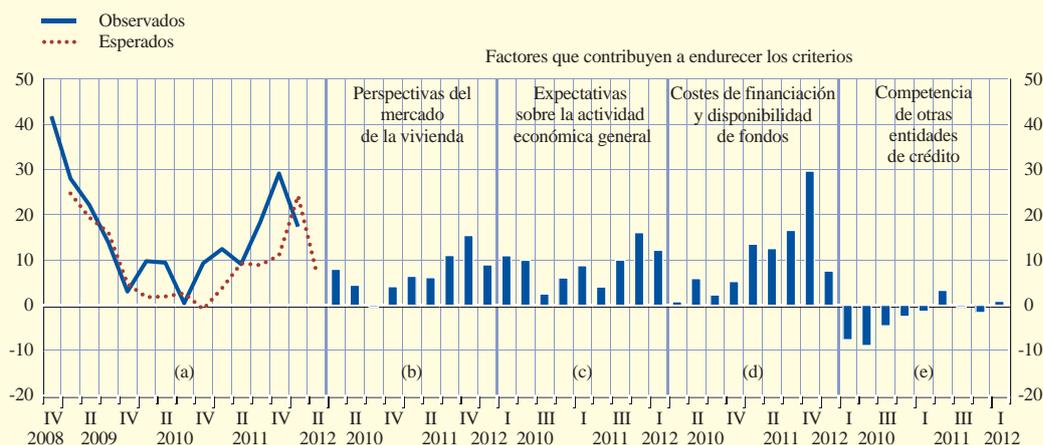
Préstamos a hogares para adquisición de vivienda

Criterios de aprobación del crédito: En el primer trimestre de 2012, el porcentaje neto de entidades que señaló que los criterios de concesión de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda se había endurecido se redujo más de lo esperado el trimestre anterior, hasta el 17 %, desde el 29 % del cuarto trimestre de 2011 (véase gráfico D). Según las entidades encuestadas, el menor endurecimiento neto observado el primer trimestre estuvo impulsado fundamentalmente por la disminución de las presiones asociadas a los costes de financiación y disponibilidad de fondos, que probablemente haya reflejado el impacto positivo de las dos OFPML a tres años en las condiciones de financiación de las entidades (un porcentaje neto de solo el 8 % de los participantes indicó que estas presiones habían contribuido al endurecimiento de los criterios de aprobación, frente al 30 % del trimestre anterior). Además, una percepción más favorable de los riesgos por parte de las entidades en cuanto a las expectativas relativas a la actividad económica en general (el 12 %, frente al 16 %) y a las perspectivas relativas al mercado de la vivienda (el 9 %, frente al 15 %) contribuyó a la moderación del endurecimiento neto de los criterios de aprobación de los préstamos para adquisición de vivienda.

No obstante, la reducción del endurecimiento neto de los criterios de aprobación de los préstamos para adquisición de vivienda solo se tradujo en una ligera moderación del endurecimiento neto de las condiciones relacionadas con el precio, principalmente de los márgenes de los préstamos ordinarios

Gráfico D Cambios en los criterios de concesión aplicados a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda

(porcentaje neto)



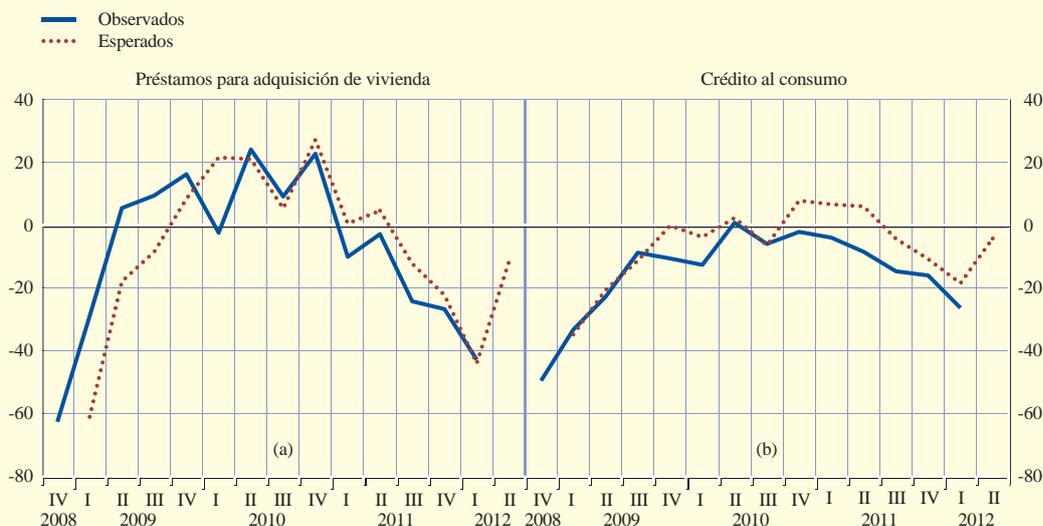
Nota: Véanse las notas del gráfico A.

(el 24 %, frente al 29 %), mientras que la ampliación de los márgenes de los préstamos de mayor riesgo se mantuvo en niveles elevados (el 32 %, frente al 33 %).

De cara al futuro, las entidades esperan que el grado de endurecimiento neto de los criterios de concesión de los préstamos para adquisición de vivienda disminuya ligeramente (hasta el 7 %) en el segundo trimestre de 2012.

Gráfico E Cambios en la demanda de préstamos a hogares para adquisición de vivienda y de crédito al consumo

(porcentaje neto)



Notas: El porcentaje neto se refiere a la diferencia entre la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se ha incrementado considerablemente» y «se ha incrementado en cierta medida» y la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se ha reducido en cierta medida» y «se ha reducido considerablemente». Los valores «observados» se refieren al período en que se realizó la encuesta. Los valores «esperados» se refieren a los cambios esperados en los tres meses siguientes.

Demanda de préstamos: Simultáneamente a la disminución de la demanda neta de préstamos por parte de las empresas, las entidades participantes en la encuesta señalaron que la demanda neta de préstamos para adquisición de vivienda había registrado una fuerte contracción (el -43 %, frente al -27 %; véase gráfico E), al parecer impulsada principalmente por el deterioro en curso de las perspectivas relativas al mercado de la vivienda (el -31 %, frente al -27 %) y de la confianza de los consumidores (el -37 %, frente al -34 %).

De cara al futuro, las entidades esperan un nuevo retroceso de la demanda de préstamos para adquisición de vivienda (el -12 % en términos netos) en el segundo trimestre de 2012, aunque a un ritmo más lento.

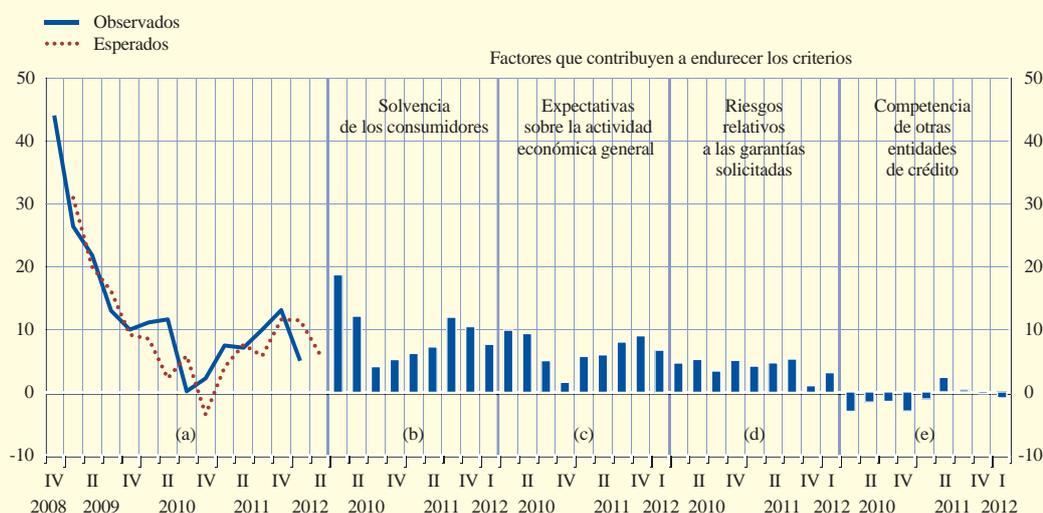
Crédito al consumo y otros préstamos a hogares

Criterios de aprobación del crédito: Para el primer trimestre de 2012, las entidades de crédito de la zona del euro participantes en la encuesta indicaron que el endurecimiento neto de los criterios de aprobación del crédito al consumo y otros préstamos a hogares había disminuido (el 5 %, frente al 13 %; véase gráfico F). Los principales factores determinantes de esta relajación fueron los costes de financiación y disponibilidad de fondos, así como la mejora de la percepción de riesgos (relacionados con las perspectivas económicas y la solvencia de los consumidores). Al igual que en el caso de los préstamos para adquisición de vivienda, la moderación del endurecimiento neto no se tradujo en una mejora de las condiciones relacionadas con el precio. El porcentaje neto de entidades que señaló una nueva ampliación de sus márgenes se mantuvo en niveles similares a los del trimestre anterior, mientras que la contribución de las condiciones no relacionadas con el precio siguió siendo neutral, en general.

De cara al futuro, en términos netos, el 6 % de las entidades espera que los criterios de aprobación del crédito al consumo y otros préstamos a hogares vuelvan a endurecerse en el segundo trimestre de 2012.

Gráfico F Cambios en los criterios de concesión aplicados al crédito al consumo y a otros préstamos a hogares

(porcentaje neto)



Nota: Véanse las notas del gráfico A.

Demanda de préstamos: En el primer trimestre de 2012, las entidades encuestadas manifestaron que la demanda neta de crédito al consumo había vuelto a disminuir (el -26% en términos netos, frente al -16% del trimestre anterior; véase gráfico E), principalmente como consecuencia del impacto negativo, sobre la demanda, de la financiación interna de los hogares a través de un aumento del ahorro, del menor gasto en bienes de consumo duradero y de la nueva caída de la confianza de los consumidores.

De cara al futuro, las entidades esperan que la demanda neta de crédito al consumo se desacelere en el segundo trimestre de 2012 (el -4% en términos netos).

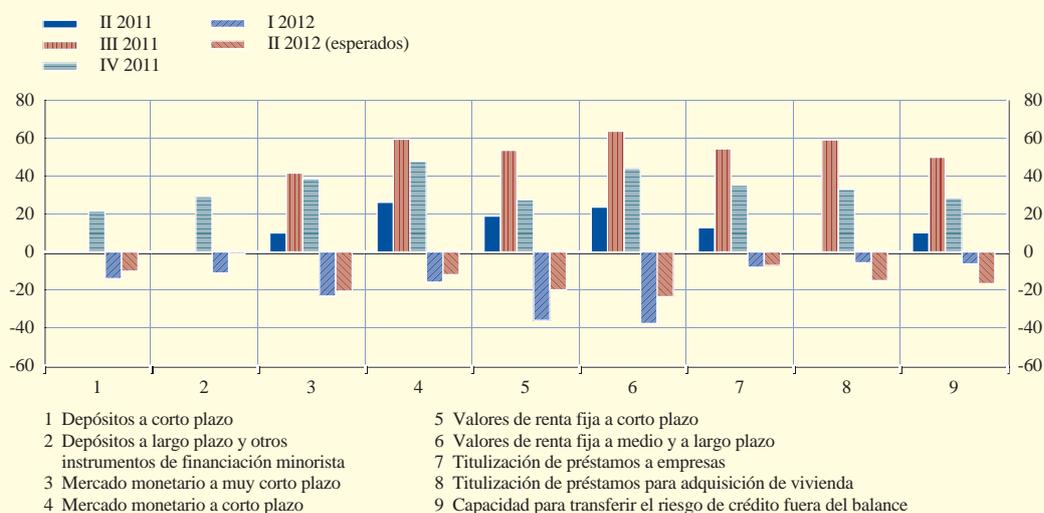
Pregunta ad hoc sobre el impacto de las turbulencias financieras

Al igual que en encuestas anteriores, en la de abril de 2012 se planteó una pregunta ad hoc con el objeto de valorar la medida en que las tensiones registradas en los mercados financieros habían afectado al acceso de las entidades de crédito a la financiación en los mercados mayoristas y minoristas en el primer trimestre de 2012, así como hasta qué punto podrían seguir influyendo en el segundo trimestre.

En general, las entidades de la zona del euro participantes en la encuesta señalaron una mejora sustancial en el acceso a todas las categorías de financiación minorista y mayorista, pero especialmente en el acceso a los mercados monetarios y a la emisión de valores de renta fija (véase gráfico G). Además, las condiciones de acceso a la titulización parecieron haber mejorado considerablemente en el primer trimestre de 2012, tanto en lo que respecta a la titulización fuera de balance o real como a la capacidad de las entidades para transferir riesgos fuera del balance (titulización sintética). En cuanto al acceso a la financiación minorista, tanto a corto como a largo plazo, en promedio, las entidades indicaron cierta mejora en el acceso a esta fuente de financiación en el primer trimestre de

Gráfico G Cambios en el acceso a la financiación en los mercados mayoristas en los tres últimos meses

(porcentaje neto de entidades que han señalado que el acceso se ha deteriorado)



Nota: El porcentaje neto se refiere a la diferencia entre la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se ha deteriorado considerablemente» y «se ha deteriorado en cierta medida», y la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «ha mejorado en cierta medida» y «ha mejorado considerablemente».

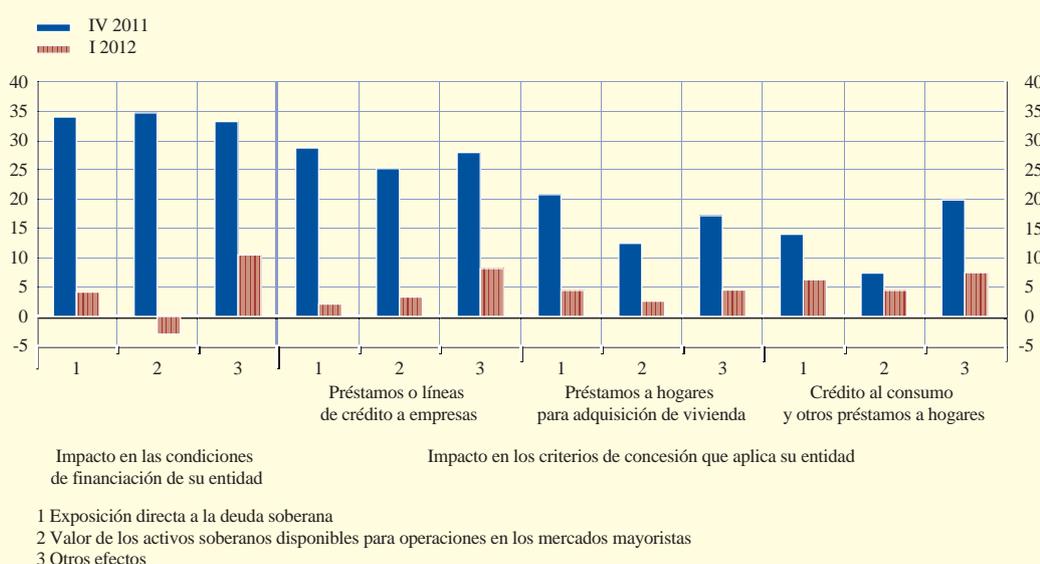
2012, aunque menor que la observada en el acceso a la financiación mayorista. De cara al futuro, las entidades de crédito de la zona del euro esperan que las condiciones de acceso a la financiación en los mercados mayoristas sigan mejorando, aunque a un ritmo más moderado, en el segundo trimestre de 2012, y solo una leve mejora en el acceso a la financiación minorista.

Pregunta ad hoc sobre el impacto de la crisis de la deuda soberana en las condiciones de financiación de las entidades de crédito y en los criterios de aprobación del crédito

En la encuesta de abril de 2012 se incluyó por segunda vez una pregunta ad hoc con el objeto de valorar el impacto de la crisis de la deuda soberana en las condiciones de financiación de las entidades de crédito y en los criterios de aprobación del crédito. En promedio, solo el 4 % de las entidades de la zona del euro, en términos netos, en comparación con el 34 % en el cuarto trimestre de 2011, atribuyó el deterioro de las condiciones de financiación a la crisis de la deuda soberana, a través de su exposición directa a este instrumento, la reducción del valor de las garantías materializadas en deuda pública u otros efectos. De hecho, el aumento en el valor de las garantías en el primer trimestre de 2012 incluso se mencionó como una causa de la mejora de las condiciones de financiación. Un porcentaje similar de entidades, en términos netos, indicó un efecto sobre el endurecimiento de los criterios que aplicaban (aproximadamente el 5 %, en promedio, en el caso tanto de los préstamos a sociedades no financieras como a hogares; véase gráfico H). Esto sugiere que, pese al impacto considerablemente menor de la crisis de la deuda soberana tras las dos OFPML a tres años llevadas a cabo recientemente, las entidades no lograron proteger totalmente su política crediticia del efecto de las restricciones a la disponibilidad de fondos y a la liquidez, asociadas a las tensiones causadas por la deuda soberana.

Gráfico H Impacto de la crisis de la deuda soberana sobre las condiciones de financiación de las entidades de crédito y sobre los criterios de concesión que aplican a los préstamos

(porcentaje neto de entidades que han señalado un impacto en las condiciones de financiación o en el endurecimiento de los criterios de concesión)



Nota: El porcentaje neto se refiere a la diferencia entre la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «ha contribuido considerablemente al deterioro de las condiciones de financiación/endurecimiento de los criterios de concesión» y «ha contribuido en cierta medida», y la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «ha contribuido en cierta medida a la mejora de las condiciones de financiación/relajación de los criterios de concesión» y «ha contribuido considerablemente».

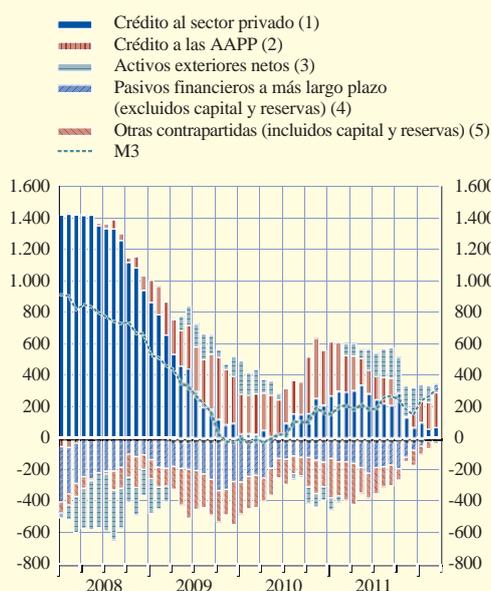
En cuanto a las demás contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM, excluidos capital y reservas, volvió a descender significativamente hasta situarse en el -1 % en marzo, frente al 0,4 % del mes anterior, apoyando así el crecimiento de M3. Esta caída reflejó una sustancial contracción mensual de los valores distintos de acciones a largo plazo de las IFM (en base consolidada) y de los depósitos a largo plazo (en ambos casos algo inferior a 30 mm de euros). La disminución de los valores distintos de acciones a largo plazo del sector de IFM se debió, sobre todo, al fuerte incremento de las tenencias de los citados instrumentos dentro del propio sector. Estas adquisiciones respondieron, en parte, a los programas de recompra de valores distintos de acciones puestos en marcha en una serie de entidades de crédito. Estas operaciones mejoraron el nivel de capital de las entidades de crédito, ya que los valores se adquirieron a precios inferiores a su respectivo valor de reembolso. También es posible que las compras se hayan realizado para crear activos de garantía (con garantía pública) para las operaciones de financiación del Eurosistema. Las acusadas salidas de depósitos a largo plazo tuvieron su origen, en parte, en la reversión de titulizaciones previas en las que los préstamos no se habían dado de baja de los balances de las entidades de crédito. Además, también es probable que hayan sido reflejo del desplazamiento de fondos por parte del sector tenedor de dinero hacia depósitos de M3 más líquidos, que ofrecen una remuneración comparable. En capital y reservas se registraron entradas significativas, que fueron consecuencia de los esfuerzos continuados de las entidades de crédito por aumentar su ratio de capital principal (*core tier 1*) hasta situarla en los niveles exigidos por la Autoridad Bancaria Europea (EBA) y Basilea III y por las necesidades de recapitalización en general. Al mismo tiempo, el saldo de capital y reservas se redujo por el impacto de la participación de las IFM de la zona del euro en el ejercicio de reestructuración de deuda llevado a cabo en la República Helénica.

La posición acreedora neta frente al exterior de las IFM registró ligeras salidas por importe de 1 mm de euros en marzo, tras unas entradas moderadas en febrero y considerables salidas en enero. En términos interanuales, esta posición disminuyó en 18 mm de euros en marzo, después de haber aumentado en 107 mm de euros en los doce meses transcurridos hasta febrero. Por tanto, la posición acreedora neta frente al exterior contribuyó negativamente al crecimiento interanual de M3 en marzo, tras su aportación positiva en el período comprendido entre marzo de 2011 y febrero de 2012. La sustancial caída observada en el flujo interanual de la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM en los últimos meses refleja efectos de base, así como el desplazamiento de fondos por parte del sector tenedor de dinero de la zona del euro hacia fuera de la zona, en el contexto del recrudecimiento de las tensiones en los mercados de deuda soberana en el segundo semestre de 2011.

En conjunto, el crecimiento subyacente del dinero y del crédito continuó siendo tenue en marzo, aunque la evolución a corto plazo del agregado monetario amplio repuntó, mientras que el crecimiento de los préstamos mantuvo su atonía. Esto refleja,

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.

en parte, el impacto relativamente contemporáneo de las OFPML a tres años en M3, pero el impacto positivo de estas operaciones en el crecimiento de los préstamos tardará un tiempo en materializarse y, en particular, requiere que se recupere la demanda y que se realicen esfuerzos continuos para acometer los ajustes necesarios en los balances en la zona del euro. Asimismo, los datos correspondientes a marzo confirman que las presiones para el desapalancamiento de las entidades de crédito se han atenuado y que el riesgo de un desapalancamiento brusco y desordenado se ha reducido considerablemente.

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 4,3% en febrero de 2012, frente al 4% del mes anterior. La disminución de la incertidumbre en los mercados en comparación con el final del año anterior permitió a todos los tipos de emisores acelerar sus emisiones de valores distintos de acciones, a todos los plazos, en los dos primeros meses de 2012. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones cotizadas se redujo ligeramente, hasta situarse en el 1,6%.

VALORES DISTINTOS DE ACCIONES

En febrero de 2012, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro aumentó hasta el 4,3%, desde el 4% del mes anterior (véase cuadro 4). Esta evolución general estuvo determinada, principalmente, por el incremento del crecimiento de la emisión de deuda a largo plazo. Además, el repunte de la emisión de valores distintos de acciones a corto plazo, que comenzó en diciembre de 2011, continuó en enero y febrero de 2012. La emisión de deuda a corto plazo ha sido particularmente intensa en el sector de IFM desde finales de 2011.

Si se analizan las tendencias a corto plazo, la tasa de crecimiento semestral anualizada desestacionalizada de las emisiones de valores distintos de acciones apunta a una aceleración de la actividad emisora en la mayoría de los sectores, con la excepción de las sociedades no financieras, donde el crecimiento de estas emisiones disminuyó levemente (véase gráfico 9). En concreto, las tendencias a corto plazo siguen señalando una rápida expansión de la emisión de valores distintos de acciones en el sector de

Cuadro 4 Valores emitidos por residentes en la zona del euro

Sector emisor	Saldo vivo (mm de euros). Febrero 2012	Tasas de crecimiento interanual ¹⁾					
		2011	2011	2011	2011	2011	2012
		I	II	III	IV	Ene	Feb
Valores distintos de acciones	16.753	3,7	3,5	3,5	3,1	4,0	4,3
IFM	5.606	0,6	1,1	1,9	3,3	4,3	4,5
Instituciones financieras no monetarias	3.296	1,8	0,7	-0,3	-1,1	-0,6	0,0
Sociedades no financieras	883	6,2	4,1	4,9	5,0	6,2	6,6
Administraciones Públicas	6.968	7,3	6,9	6,6	4,9	5,7	6,1
<i>De las cuales:</i>							
Administración Central	6.314	6,7	6,1	5,9	4,2	4,8	4,8
Otras Administraciones Públicas	654	13,0	15,8	14,6	13,2	15,4	19,9
Acciones cotizadas	4.291	1,4	1,5	1,9	1,7	1,7	1,6
IFM	399	6,4	7,4	12,4	10,2	11,6	11,9
Instituciones financieras no monetarias	311	3,4	4,2	5,0	5,2	4,0	3,1
Sociedades no financieras	3.580	0,6	0,5	0,4	0,3	0,4	0,3

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».

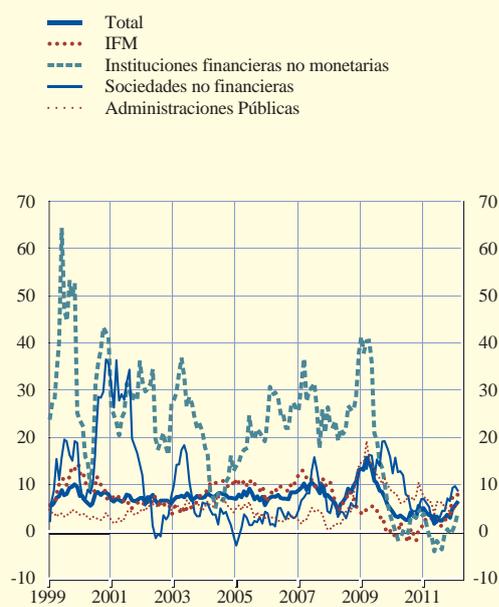
IFM, especialmente desde mediados de 2011. El incremento de las tasas de emisión puede ser reflejo, en cierta medida, de la mejora del sentimiento de los mercados y de la disminución de la incertidumbre como consecuencia del impacto de las dos operaciones de financiación a plazo más largo llevadas a cabo por el Eurosistema a finales de diciembre de 2011 y en febrero de 2012.

La tasa de crecimiento interanual de las emisiones de valores distintos de acciones aumentó de forma generalizada en todos los sectores en febrero de 2012. En el sector financiero, la tasa de crecimiento interanual de los valores emitidos por las IFM se incrementó ligeramente, desde el 4,3 % en enero hasta el 4,5 % en febrero de 2012. El ritmo de emisión de valores distintos de acciones por parte de las Administraciones Públicas ha seguido una tendencia alcista desde noviembre de 2011. En particular, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por este sector se elevó al 6,1 % en febrero de 2012, frente al 5,7 % del mes anterior. Por último, la tasa de crecimiento interanual de los valores de este tipo emitidos por las sociedades no financieras experimentó un nuevo avance, hasta situarse en el 6,6 % en febrero, frente al 6,1 % del mes anterior, continuando la tendencia al alza iniciada en abril de 2011. Como se observó en 2008 y 2009, los emisores del sector empresarial pueden haber intentado aprovechar la mejora de los mercados financieros durante el período para sustituir los préstamos bancarios por financiación en los mercados, en un contexto de duros criterios de aprobación del crédito.

Según los datos facilitados por los participantes en los mercados, en enero y febrero de 2012 la actividad emisora se concentró en los segmentos de valores con calificación crediticia intermedia y alta, posiblemente debido a que sus condiciones de financiación eran comparativamente favorables, mientras que

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.

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.

las emisiones en el segmento de alta rentabilidad se mantuvieron escasas. En noviembre de 2011 hubo nuevas emisiones de valores con garantía pública en el sector de IFM, que estuvieron seguidas de una actividad emisora particularmente intensa en diciembre de 2011 y en febrero de 2012.

ACCIONES COTIZADAS

La tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones cotizadas por parte de residentes en la zona del euro se ralentizó ligeramente, hasta situarse en el 1,6% en febrero de 2012, frente al 1,7% del mes anterior. Por una parte, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones por parte de las IFM se incrementó de forma leve en febrero de 2012, hasta el 11,9%, frente al 11,6% de enero de 2012 (véase gráfico 10), lo que refleja la disminución de las tensiones en los mercados financieros y la continua necesidad de consolidar el nivel de capital de las entidades de crédito. 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 3%, mientras que la de las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras permaneció casi sin variación en el 0,3%, aproximadamente.

2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

Los tipos de interés del mercado monetario descendieron entre principios de abril y comienzos de mayo de 2012. En el cuarto período de mantenimiento de 2012, que comenzó el 11 de abril, el eonia permaneció en niveles bajos, alrededor de 10 puntos básicos por encima del tipo de interés de la facilidad de depósito. Este diferencial refleja el significativo exceso de liquidez existente en el mercado monetario interbancario después de que el 1 de marzo se liquidara la segunda operación de financiación a plazo más largo (OFPML) con vencimiento a tres años.

Los tipos de interés del mercado monetario sin garantías se redujeron entre principios de abril y comienzos de mayo de 2012. El 2 de mayo, los tipos euríbor a un mes, a tres meses, a seis meses y a doce meses se situaron en el 0,40%, el 0,70%, el 0,99% y el 1,30%, respectivamente, es decir, 2, 7, 8 y 10 puntos básicos, respectivamente, por debajo de los niveles observados el 3 de abril. Además, 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 90 puntos básicos el 2 de mayo (véase gráfico 11).

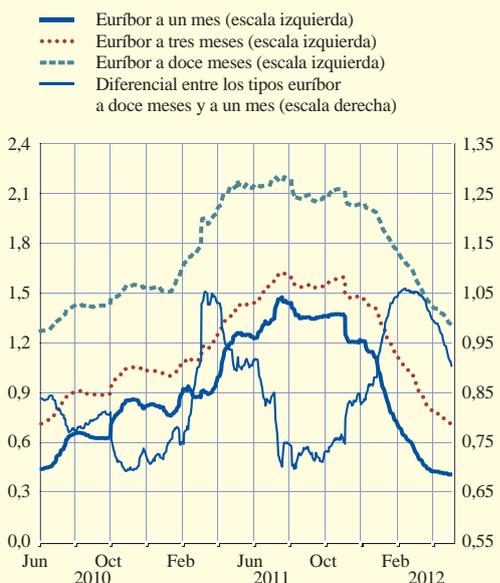
El tipo *swap* del eonia a tres meses se situó en el 0,31% el 2 de mayo, 5 puntos básicos por debajo del nivel observado el 3 de abril. El correspondiente tipo sin garantías disminuyó 7 puntos básicos, hasta situarse en el 0,70% el 2 de mayo. Como consecuencia, el diferencial entre el euríbor a tres meses sin garantías y el tipo *swap* del eonia al mismo plazo se redujo 2 puntos básicos, situándose actualmente en 39 puntos básicos.

El 2 de mayo, 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 0,59%, el 0,55%, el 0,55% y el 0,55%, respectivamente, lo que representa disminuciones de 9, 14, 19 y 23 puntos básicos, respectivamente, en comparación con los niveles observados el 3 de abril.

Entre el 3 y el 10 de abril, último día del tercer período de mantenimiento de 2012, el eonia permaneció estable, en torno al 0,35%, en un contexto de aumento del exceso de liquidez, y el último día del período de mantenimiento se situó en el 0,347%. Este índice se mantuvo igualmente estable al principio del cuarto período de mantenimiento de reservas, fluctuando también alrededor del 0,35%, y el 2 de mayo se situó en el 0,343%.

Gráfico 11 Tipos de interés del mercado monetario

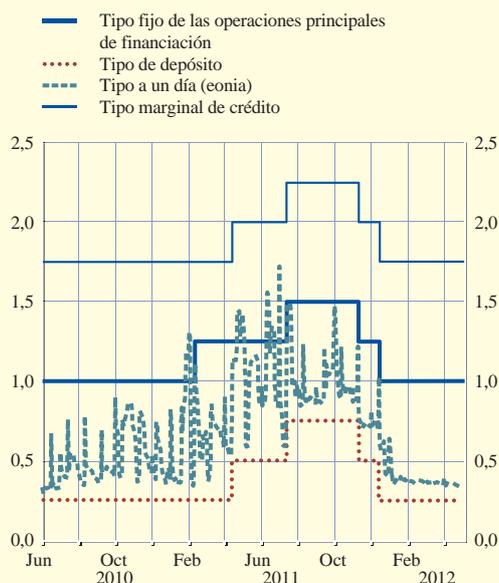
(porcentajes; diferencial en puntos porcentuales; datos diarios)



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.

El Eurosistema realizó varias operaciones de financiación entre el 3 de abril y el 2 de mayo. En las operaciones principales de financiación del cuarto período de mantenimiento de 2012, que se llevaron a cabo los días 10, 17, 24 y 30 de abril, el Eurosistema adjudicó 55,4 mm de euros, 51,8 mm de euros, 46,4 mm de euros y 34,4 mm de euros, respectivamente. El Eurosistema también efectuó dos OFPML en abril, en las que aplicó un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena, así como una operación de financiación a plazo especial el 10 de abril con plazo de vencimiento de un período de mantenimiento (en la que se adjudicaron 11,4 mm de euros) y una OFPML a tres meses el 25 de abril (en la que se adjudicaron 21,3 mm de euros). La disminución observada en los importes adjudicados en las operaciones principales de financiación fue reflejo del hecho de que el sector bancario había recibido un volumen de liquidez sustancial a plazos más largos, en particular a tres años, y de la reducción del coeficiente de reservas obligatorias del 2% al 1% a partir del inicio de 2012. La realización de operaciones a tres años y la reducción de las reservas obligatorias contrajeron automáticamente la demanda de liquidez a corto plazo por parte de las entidades de crédito (véase también el recuadro 2).

El Eurosistema también llevó a cabo cuatro operaciones de absorción de liquidez a una semana los días 10, 17, 24 y 30 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 inyectada mediante el programa para los mercados de valores.

El cuarto período de mantenimiento de 2012, que comenzó el 11 de abril, continuó caracterizándose por unos niveles elevados de exceso de liquidez, situándose el recurso medio diario a la facilidad de depósito durante el período en 762,9 mm de euros el 2 de mayo.

2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

Los rendimientos de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA se redujeron en torno a 10 puntos básicos en la zona del euro entre el 3 de abril y el 2 de mayo, mientras que disminuyeron alrededor de 30 puntos básicos en Estados Unidos en el mismo período. En la zona del euro, los diferenciales de rendimiento frente a Alemania aumentaron o permanecieron prácticamente estables en la mayoría de los países. Los rendimientos descendieron en general en el caso de los emisores con calificación AAA, con la excepción de Francia, donde se mantuvieron bastante estables, posiblemente como consecuencia de los desplazamientos de fondos hacia activos líquidos. La incertidumbre existente en torno a la evolución futura de los mercados de renta fija, medida por la volatilidad implícita de estos mercados, volvió a disminuir en la zona del euro, aunque los niveles actuales continúan por encima de los niveles históricos. Los indicadores de mercado sugieren que las expectativas de inflación siguen estando plenamente en consonancia con la estabilidad de precios.

Entre el 3 de abril y el 2 de mayo de 2012, los rendimientos de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA de la zona del euro se redujeron aproximadamente 10 puntos básicos, situándose en torno al 2,4%. En cambio, en Estados Unidos, estos rendimientos disminuyeron unos 30 puntos básicos en el mismo período, hasta situarse alrededor del 1,9%, revirtiendo así casi por completo el aumento observado en la primera parte de marzo. Los rendimientos de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro solo registraron pequeñas oscilaciones diarias en abril, mientras que los rendimientos correspondientes en Estados Unidos descendieron en los veinte primeros días del mes y después se estabilizaron (véase gráfico 13). En general, la reducción de los rendimientos de los bonos a largo plazo en Estados Unidos fue reflejo de la publicación de datos económicos muy diversos, así como de la revisión de las perspectivas de crecimiento económico. En cambio, los rendimientos a largo plazo de la deuda pública con calificación AAA de la zona del euro mostraron una sensibilidad mucho menor a la preocupación creciente en torno al crecimiento o a las nuevas tensiones financieras y políticas en algunos países de la zona. Como consecuencia de los movimientos relativos de los rendimientos en las dos áreas económicas, 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 aumentó durante el período de referencia y se situó en unos 40 puntos básicos el 2 de mayo. En Japón, los rendimientos de la deuda pública al mismo plazo disminuyeron 10 puntos básicos, aproximadamente, durante el citado período, situándose en el 0,9% 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

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.

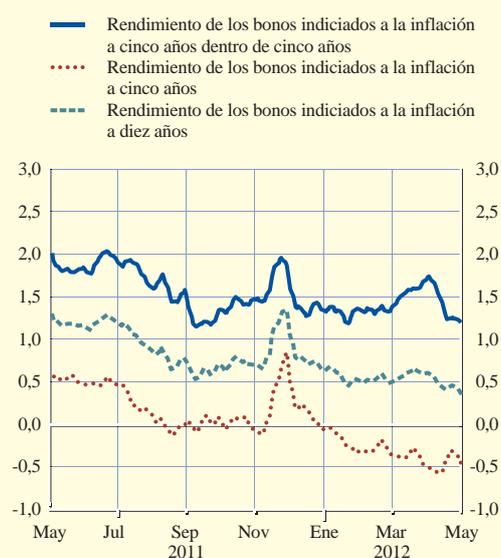
durante el período de referencia, mientras que en Estados Unidos se observaron descensos más significativos, de alrededor de 1,1 puntos porcentuales, en el mismo período. La volatilidad implícita de los mercados de renta fija disminuyó de manera significativa en ambas áreas económicas con respecto a los niveles máximos registrados en noviembre de 2011, aunque los valores actuales todavía siguen siendo elevados en términos históricos. Además, en comparación con los niveles observados justo antes de la quiebra de Lehman Brothers, la volatilidad implícita actual de los mercados de renta fija en la zona del euro es bastante similar, mientras que en Estados Unidos se encuentra alrededor de 4 puntos porcentuales por debajo de dichos niveles. La volatilidad implícita de los mercados de renta variable muestra el mismo patrón, lo que parece indicar que la inquietud de los participantes en los mercados se centra más ahora en los acontecimientos en la zona del euro. En consonancia con el reciente aumento de la aversión de los inversores al riesgo, la demanda de activos refugio (aproximada por las primas de liquidez todavía altas de la deuda pública de Alemania a diez años en relación con las de los bonos de institutos públicos de financiación) se elevó notablemente durante el período analizado, hasta alcanzar niveles no observados desde marzo de 2009, lo que sugiere que es posible que el sentimiento general de los mercados de renta fija haya vuelto a experimentar un deterioro significativo.

Durante el período de referencia, los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana a diez años frente a la de Alemania se ampliaron en Italia, Francia y España, entre 20 y 40 puntos básicos, mientras que permanecieron prácticamente estables en Austria, Bélgica, Irlanda y Países Bajos. No obstante, en el período analizado, estos diferenciales se redujeron en Grecia y Portugal, en unos 150 puntos básicos, y en Finlandia, en 10 puntos básicos. Con la excepción de Francia, los rendimientos de los bonos a largo plazo disminuyeron en los países de la zona del euro con calificación AAA, posiblemente también como consecuencia de un nuevo incremento de la prima de liquidez, debido a las tensiones de los mercados en algunos países de la zona.

El rendimiento de la deuda pública a cinco años de la zona del euro indiciada a la inflación aumentó unos 10 puntos básicos en el período de referencia, hasta situarse en el $-0,4\%$, mientras que el correspondiente a la deuda pública a diez años descendió alrededor de 20 puntos básicos, hasta situarse en el $0,4\%$ el 2 de mayo (véase gráfico 14). Como consecuencia de la distinta evolución de los rendimientos nominales y reales a cinco y a diez años, las tasas de inflación implícitas *forward* (a cinco años dentro de cinco años) de la zona se incrementaron en torno a 30 puntos básicos, hasta alcanzar el $2,3\%$ en el período considerado (véase gráfico 15). No obstante, la mayor parte de esta subida se debió a factores técnicos, a saber, el vencimiento de un bono indiciado a la inflación y su sustitución por una emisión más reciente. De hecho, el tipo *swap* indiciado a la inflación con el mismo horizonte temporal se mantuvo casi sin cambio en el $2,4\%$ en ese período, respaldando así también, indirectamente, la

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.

valoración de que las expectativas de inflación no variaron significativamente en el período analizado. En conjunto, si se tienen en cuenta no solo la volatilidad y las distorsiones de los mercados en un entorno de elevadas primas de liquidez, 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). La estructura temporal de los tipos *forward* existente el 2 de mayo era bastante similar a la observada a finales de marzo.

Entre el 3 de abril y el 2 de mayo, los diferenciales de los valores de renta fija privada con calificación de grado de inversión emitidos por las sociedades no financieras (en comparación con el índice Merrill Lynch EMU de deuda pública con calificación AAA) disminuyeron en el caso de los emisores que tenían una calificación intermedia (entre 2 y 13 puntos básicos), mientras que aumentaron en el caso de los emisores con calificación AAA y BBB- (alrededor de 6 puntos básicos). En el mismo período, los diferenciales de los valores de renta fija privada con calificación de grado de inversión emitidos por las sociedades financieras se redujeron para los emisores con calificación AAA y AA- (8 y 13 puntos básicos, respectivamente), mientras que se ampliaron para las categorías de calificación A y BBB- (unos 10 y unos 60 puntos básicos, respectivamente).

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

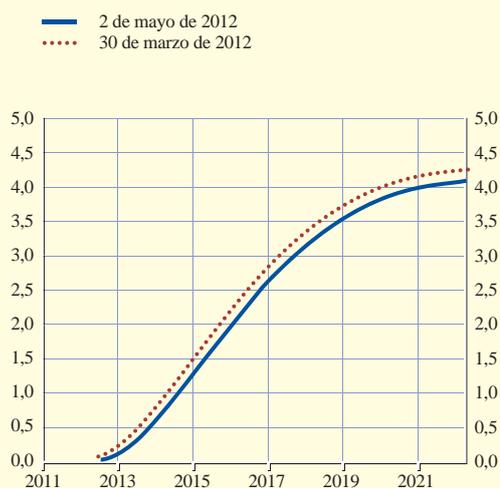
(porcentajes; datos diarios de medias móviles de cinco días; datos desestacionalizados)



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 indicia 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

No se han publicado nuevos datos antes de la fecha de cierre del presente Boletín Mensual. 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.

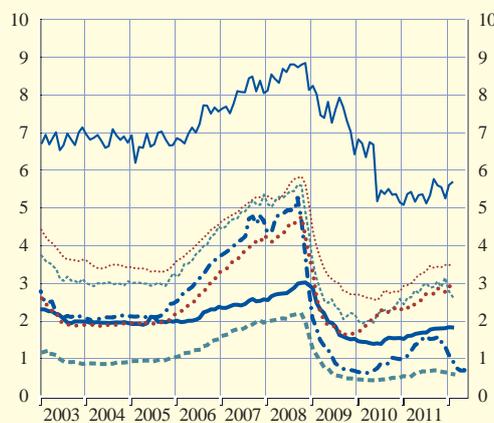
En febrero de 2012, los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a los depósitos descendieron ligeramente. Tanto los tipos de interés aplicados a los depósitos a plazo hasta un año de los hogares como los aplicados a los depósitos de las sociedades no financieras registraron una caída de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

Al mismo tiempo, también descendieron la mayor parte de los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a corto plazo, aunque en distinta medida. Por ejemplo, los tipos de interés de los descubiertos de las sociedades no financieras se redujeron 4 puntos porcentuales. 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 de 2012, 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 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 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).

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)

- Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses de los hogares
- Depósitos a plazo hasta un año de los hogares
- - - Depósitos a la vista de las sociedades no financieras
- Crédito a hogares para consumo a tipo flexible y hasta un año de fijación del tipo inicial
- Crédito a hogares para adquisición de vivienda a tipo flexible y hasta un año de fijación del tipo inicial
- - - Crédito a las sociedades no financieras de más de un millón de euros a tipo flexible y hasta un año de fijación del tipo inicial
- - - Tipo a tres meses del mercado monetario



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).

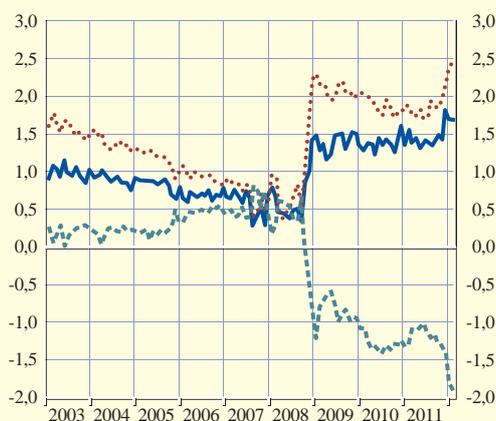
Considerando la evolución desde una perspectiva de más largo plazo, se observa que durante el último ciclo completo de relajación de la política monetaria (entre octubre de 2008 y marzo de 2010) se produjo una transmisión significativa de las variaciones de los tipos de interés de mercado a los tipos aplicados por las entidades de crédito a los préstamos y créditos. Durante la mayor parte de 2011, los tipos de 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 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,

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)

- Crédito a las sociedades no financieras de más de un millón de euros a tipo flexible y hasta un año de fijación del tipo inicial
- Crédito 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



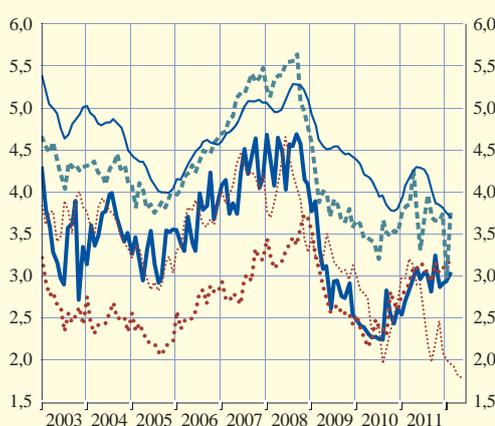
Fuente: BCE.

Notas: Los diferenciales de los créditos 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
- - - Crédito a las sociedades no financieras de más de un millón de euros y a más de cinco años de fijación del tipo inicial
- Crédito 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).

los tipos de interés de los préstamos de las IFM de hasta un millón de euros solo 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) para adquisición de vivienda concedidos a los hogares 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 a los 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 finales de marzo y el 2 de mayo de 2012, las cotizaciones bursátiles retrocedieron un 6,5% en la zona del euro y un 0,5% en Estados Unidos. La caída del precio de las acciones en las dos principales áreas económicas se produjo en un contexto en el que los datos publicados apuntaban a un cierto deterioro de las perspectivas a corto plazo y a un nuevo aumento de la incertidumbre económica y financiera a escala mundial. El comportamiento de las cotizaciones bursátiles en la zona del euro fue consecuencia también de un moderado incremento de las tensiones en los mercados financieros de la zona del euro, así como de la preocupación acerca de la evolución presupuestaria y de la incertidumbre política en varios países de la zona. En la zona del euro, las cotizaciones del sector financiero registraron un descenso mucho más acusado que el índice general, mientras que, en Estados Unidos, el retroceso del índice general se debió casi por igual a las pérdidas registradas en los sectores financiero y no financiero. La incertidumbre de los mercados bursátiles, medida por la volatilidad implícita, aumentó en la zona del euro, hasta alcanzar los niveles prevalecientes a comienzos de 2012.

Entre finales de marzo y el 2 de mayo de 2012, las cotizaciones bursátiles de la zona del euro, medidas por el índice Dow Jones EURO STOXX amplio, descendieron un 6,5%, mientras que las de Estados Unidos, medidas por el índice Standard & Poor's 500, cayeron un 0,5% (véase gráfico 20). En Japón, las cotizaciones, medidas por el índice Nikkei 225, también cedieron un 7% durante el mismo período.

La evolución de las cotizaciones bursátiles en las dos principales áreas económicas no fue uniforme en abril. Tras haber descendido en ambas áreas hasta el 10 de abril, en lo que restaba del período considerado el precio de las acciones se estabilizó en la zona del euro, mientras que aumentó en Estados Unidos, especialmente en la última semana de abril. La evolución dispar de las cotizaciones en las dos áreas económicas durante la segunda parte de abril reflejó, entre otros factores, una mayor preocupación en los mercados por la evolución presupuestaria y la incertidumbre política en algunos países de la zona del euro. Los efectos esperados de la revisión efectuada por una agencia de calificación crediticia de las calificaciones de un gran número de bancos europeos podría explicar, en parte, el comportamiento del sector financiero de la zona del euro, que fue mucho peor que el del sector financiero de Estados Unidos.

El descenso del precio de las acciones en abril y en mayo fue generalizado en la zona del euro, registrándose pérdidas en la mayoría de los países, tanto en el sector financiero como en el no financiero. En la zona en su conjunto, el subíndice financiero del mercado bursátil, que cayó en torno a un 10 % en el período considerado, tendió a adelantar los movimientos del índice general. En Estados Unidos, por el contrario, la evolución de los subíndices financiero y no financiero fue mucho más igual, registrándose un retroceso de 1,5 % y de 0,5 %, respectivamente

La incertidumbre del mercado bursátil, medida por la volatilidad implícita, aumentó hasta el 20 de abril en la zona del euro, pero después tendió a estabilizarse, alcanzando un 23 % el 2 de mayo. En cambio, en Estados Unidos, la volatilidad implícita en este mercado se mantuvo prácticamente estable, en torno al 15 %, durante el período considerado. No obstante, a diferencia de lo ocurrido en la zona del euro, tendió a registrar amplias fluctuaciones en torno a este nivel en la segunda parte de abril. En ambas áreas

Gráfico 20 Índices bursátiles

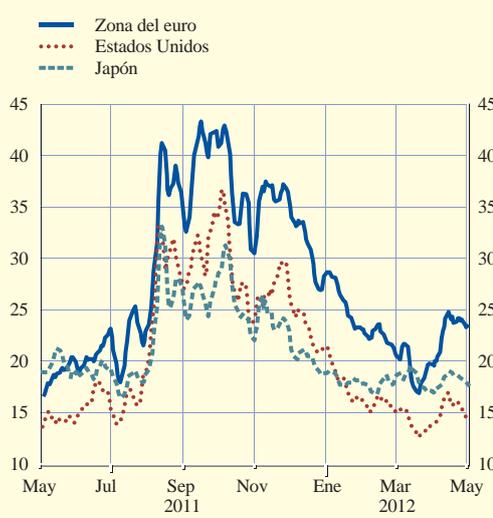
(índice: 1 de mayo de 2011 = 100; datos diarios)



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.

económicas, los niveles actuales de incertidumbre en los mercados de renta variable son similares a los prevalecientes a principios de 2012 (véase gráfico 21). En la zona del euro, la caída de las rentabilidades bursátiles se produjo en un entorno de aumento de la volatilidad implícita del índice bursátil amplio. No ha sido habitual en el período reciente una evolución tan correlacionada de las rentabilidades bursátiles y las percepciones de riesgo esperadas, dado el papel fundamental desempeñado también por los cambios en la aversión al riesgo. Efectivamente, estos cambios en la aversión al riesgo a escala mundial (aproximada por la diferencia entre el índice VIX y la volatilidad realizada del índice bursátil general de Estados Unidos) y en las percepciones de riesgo en las dos principales áreas económicas desde mediados de 2011 han estado ligados a la evolución de las rentabilidades bursátiles.

Recuadro 4

RESULTADOS DE LA «ENCUESTA SOBRE EL ACCESO A LA FINANCIACIÓN DE LAS PEQUEÑAS Y MEDIANAS EMPRESAS DE LA ZONA DEL EURO»: OCTUBRE 2011-MARZO 2012

En este recuadro se presentan los principales resultados de la sexta ronda de la «Encuesta sobre el acceso a la financiación de las pequeñas y medianas empresas (pymes) de la zona del euro»¹. En la encuesta, que se realizó entre el 29 de febrero y el 29 de marzo de 2012, participaron 7.511 empresas, de las que 6.969 (es decir, el 93 %) tenían menos de 250 empleados (y, por tanto, se clasifican como pymes). El recuadro facilita información fundamentalmente sobre los cambios en la situación financiera, las necesidades de financiación y el acceso a la financiación de las pymes de la zona del euro, en comparación con las grandes empresas, registrados en los seis meses anteriores (esto es, de octubre de 2011 a marzo de 2012)².

Deterioro general de la situación financiera de las pymes durante el período de referencia

En el período comprendido entre octubre de 2011 y marzo de 2012, que se caracterizó por el debilitamiento de la actividad económica en la zona del euro en comparación con los seis meses anteriores, la situación financiera de las pymes de la zona se deterioró. En general, al ser preguntadas por su principal motivo de preocupación, la mayor parte de las pymes encuestadas mencionaron «encontrar clientes» (el 27 %, lo que representa un aumento con respecto al 23 % de la ronda anterior de la encuesta). La importancia del «acceso a la financiación» prácticamente no se modificó como motivo de preocupación para las pymes de la zona del euro (el 17 % mencionó este factor, en comparación con el 16 % de la ronda previa), permaneciendo por debajo del máximo alcanzado en el segundo semestre de 2009 (el 19 %), mientras que este factor se consideró menos problemático para las grandes empresas. En comparación con estas últimas, la situación financiera de las pymes siguió planteando más dificultades.

En el período al que se refería la encuesta, un porcentaje neto³ del 2 % de las pymes de la zona del euro indicó una reducción de la cifra de negocios, lo que representa un deterioro en comparación con los seis meses anteriores, cuando las pymes señalaron, en general, un aumento de esta cifra (el 9 %; véase gráfico A). Además, en conjunto, un porcentaje más elevado (el 27 %) que en la ronda anterior de la encuesta (el 15 %) de pymes de la zona indicó un descenso de los beneficios y un incremento de los costes laborales y de otros costes de los bienes intermedios (el 46 % y el 67 %, respectivamente, frente al 43 % y el 59 % de la ronda previa de la encuesta), lo que probablemente sea reflejo, en

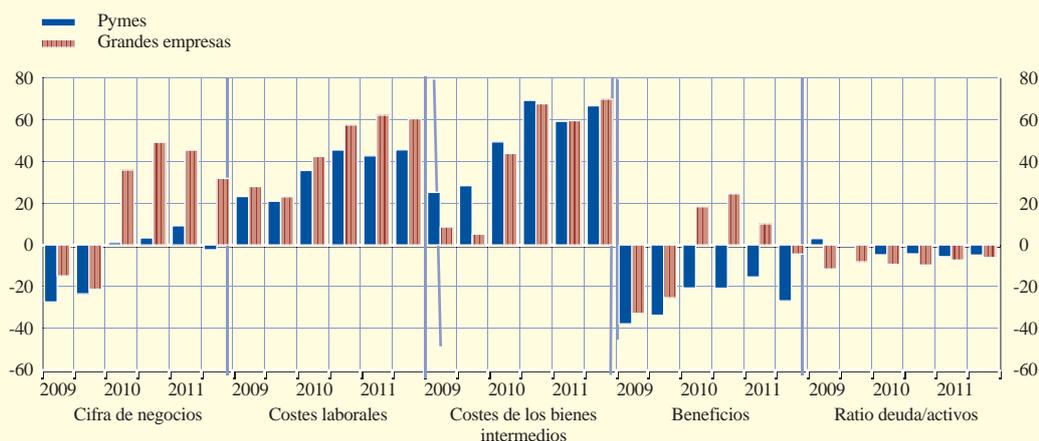
1 El 27 de abril de 2012 se publicó un informe exhaustivo, cuadros estadísticos detallados y desgloses adicionales en el apartado Monetary and financial statistics/Surveys/Access to finance of SMEs, de la sección «Statistics» del sitio web del BCE.

2 La encuesta anterior se refería al período comprendido entre abril y septiembre de 2011.

3 El porcentaje neto se refiere a la diferencia entre el porcentaje de empresas que ha indicado una mejora y las que han señalado un deterioro.

Gráfico A Indicadores de la situación financiera de las empresas de la zona del euro

(variación con respecto a los seis meses anteriores; porcentaje neto de encuestados)



Fuente: Encuesta del BCE y de la Comisión Europea sobre el acceso a la financiación de las pequeñas y medianas empresas de la zona del euro. Nota: El porcentaje neto se refiere a la diferencia entre el porcentaje de empresas que ha indicado una mejora de un factor determinado y el de las que han señalado un deterioro.

particular, de las subidas de los precios de la energía. Las grandes empresas también señalaron, en general, un descenso de los beneficios por primera vez desde el segundo semestre de 2009 (el 4%, frente a un incremento neto del 10% en la encuesta anterior). No obstante, el porcentaje neto fue mucho menor que en el caso de las pymes. Por otra parte, en general, las grandes empresas continuaron indicando un aumento de la cifra de negocios, aunque el porcentaje neto fue inferior que en los seis meses precedentes (el 32%, frente al 45%).

Las pymes de la zona del euro señalaron que la ratio de deuda en relación con los activos había vuelto a reducirse ligeramente (el 5%, en comparación con el 6% de la encuesta anterior). Este descenso refleja la persistente necesidad de desapalancamiento de unos niveles de endeudamiento considerables, pero también una disminución de la disponibilidad de financiación mediante deuda en el período al que se refería la encuesta. El apalancamiento de las grandes empresas también siguió descendiendo (en términos netos, el 6% de las grandes empresas mencionó este factor, en comparación con el 7% de la ronda anterior de la encuesta), de manera similar a lo que se indicó para las pymes.

Ligero aumento de las necesidades de financiación externa de las pymes de la zona del euro

La necesidad de préstamos bancarios y de realizar descubiertos en cuenta de las pymes de la zona del euro aumentó ligeramente en comparación con los seis meses anteriores (el 8% y el 14%, respectivamente, frente al 5% y el 10%), posiblemente como consecuencia de la caída de los beneficios, mientras que la necesidad de crédito comercial se mantuvo prácticamente igual (el 5%, en comparación con el 4%; véase gráfico B). Aunque, en general, las pymes señalaron una mayor necesidad de financiación externa, esto no quedó reflejado en su necesidad de financiación de la inversión en capital fijo o de existencias y capital circulante, que continuó siendo similar a la de los seis meses anteriores (el 11%, en comparación con el 12%, en ambos casos). Aparte de las necesidades de financiación externa resultantes de la menor disponibilidad de fondos internos (en conjunto, el 7%, en comparación con el 6% de la ronda anterior de la encuesta), la mayor necesidad de financiación externa mencionada por las pymes también puede deberse a una demanda de fondos por motivos de

precaución, en particular porque el período al que se refería la encuesta, de octubre de 2011 a marzo de 2012, se caracterizó, en cierta medida, por una elevada incertidumbre en torno a las fuentes de financiación (bancaria) disponibles. Como las pymes tienen una fuerte dependencia de los préstamos bancarios, esto puede haber sido especialmente importante para ellas.

Las grandes empresas también indicaron, en general, un aumento de la necesidad de préstamos bancarios (el 9%, frente al 6%), pero no de realizar descubiertos en cuenta ni de crédito comercial (el 5% y el 8%, en comparación con el 7% y el 9%, respectivamente).

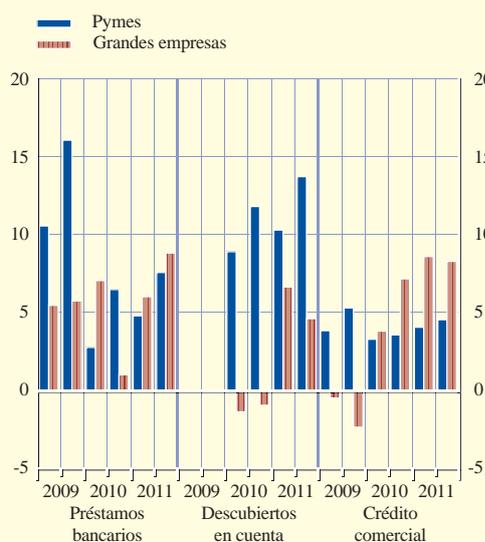
Deterioro de la disponibilidad de financiación externa entre octubre de 2011 y marzo de 2012

Entre octubre de 2011 y marzo de 2012, las pymes percibieron un deterioro adicional de la disponibilidad de préstamos bancarios (el 20%, en términos netos, frente al 14% de la encuesta anterior; véase gráfico C). No obstante, el grado de deterioro indicado es menor que el observado en 2009 (en torno al 30%). En cuanto a otras fuentes de financiación externa, las pymes también señalaron que la posibilidad de realizar descubiertos y la disponibilidad de crédito comercial habían vuelto a deteriorarse.

La evolución de las condiciones de la financiación mediante préstamos bancarios fue dispar. Aunque el porcentaje neto de pymes que señaló un aumento de los tipos de interés siguió siendo elevado (el 42%), descendió de manera significativa en comparación con los seis meses anteriores (el 54%). Al mismo

Gráfico B Necesidades de financiación externa de las empresas de la zona del euro

(variación con respecto a los seis meses anteriores; porcentaje neto de encuestados)



Fuente: Encuesta del BCE y de la Comisión Europea sobre el acceso a la financiación de las pequeñas y medianas empresas de la zona del euro.

Notas: El porcentaje neto se refiere a la diferencia entre el porcentaje de empresas que ha indicado un aumento de las necesidades de financiación y las que han señalado una reducción. No se dispone de los datos sobre descubiertos en cuenta (que también incluyen líneas y tarjetas de crédito) correspondientes a las dos primeras rondas de la encuesta.

Gráfico C Disponibilidad de financiación externa para las empresas de la zona del euro

(variación con respecto a los seis meses anteriores; porcentaje neto de empresas que han solicitado financiación externa)



Fuente: Encuesta del BCE y de la Comisión Europea sobre el acceso a la financiación de las pequeñas y medianas empresas de la zona del euro.

Nota: El porcentaje neto se refiere a la diferencia entre el porcentaje de empresas que ha indicado una mejora de la disponibilidad y las que han señalado un deterioro.

tiempo, por lo que respecta a las condiciones no relacionadas con el precio, en las que el grado de deterioro fue menor, en general, las pymes indicaron, por ejemplo, que en conjunto se había producido un nuevo incremento, aunque moderado, de las garantías solicitadas (el 36 %, en comparación con el 33 %).

El deterioro de la disponibilidad de préstamos bancarios fue mucho menos pronunciado para las grandes empresas (el 4 %, en términos netos, frente al 10 %). Esto puede deberse a una disminución de la percepción de riesgo de los préstamos bancarios concedidos a las grandes empresas y/o a una mayor capacidad de negociación de estas empresas.

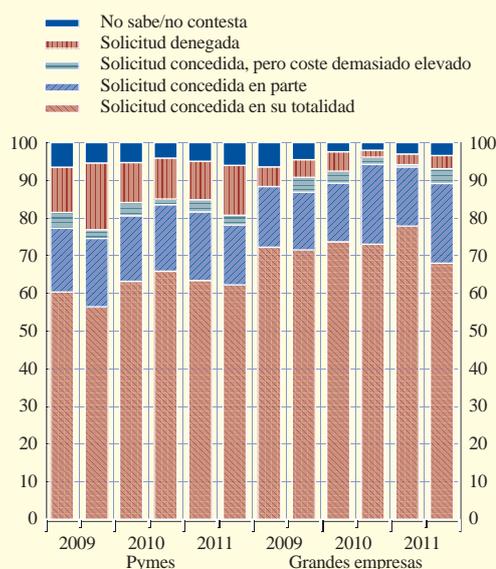
Aumento de la denegación de solicitudes de préstamos bancarios de las pymes

Si se consideran los resultados de las solicitudes de préstamos bancarios presentadas por las pymes entre octubre de 2011 y marzo de 2012, el 13 % indicó que su solicitud había sido denegada (lo que representa un aumento con respecto al 10 % de la encuesta anterior; véase gráfico D). Este es el porcentaje más elevado registrado desde el máximo del 18 % del segundo semestre de 2009 y, por tanto, refleja las dificultades de acceso a los préstamos bancarios afrontadas por las pymes durante el período analizado. Al mismo tiempo, el 62 % (prácticamente sin variación con respecto al 63 % de la encuesta anterior) de las pymes encuestadas señaló que se le había concedido la totalidad del importe solicitado (en comparación con el mínimo del 56 % del segundo semestre de 2009). En cambio, el porcentaje de casos en los que solo se concedió parte del importe solicitado descendió hasta el 16 %, en comparación con el 18 % de la encuesta previa, el porcentaje más bajo registrado desde que comenzó a realizarse esta encuesta en 2009. Esto puede deberse a que las entidades de crédito aplicaron una política crediticia muy prudente, en particular en lo que respecta a los préstamos de mayor riesgo, y solo concedieron en parte las solicitudes de préstamo, lo que posiblemente esté relacionado con la falta de activos que aportar como garantía. En cuanto a los descubiertos en cuenta, las pymes también señalaron un aumento de la tasa de solicitudes denegadas (hasta el 14 %, frente al 10 % de la encuesta anterior).

En el caso de las grandes empresas, la tasa de solicitudes de crédito bancario denegadas siguió siendo más reducida (sin variación, en el 3 %). Sin embargo, la aceptación de solicitudes disminuyó sustancialmente, hasta el 68 % (frente al 78 %), el valor más bajo desde que comenzó a efectuarse la encuesta en 2009. Por el contrario, el porcentaje de solicitudes de préstamos bancarios aceptadas solo en parte aumentó (hasta el 21 %, desde el 16 % de la encuesta anterior), lo que también tiende a confirmar que es posible que las entidades de crédito estén realizando un seguimiento más estrecho de las solicitudes de préstamo con el fin de diferenciarlas.

Gráfico D Resultados de las solicitudes de préstamo de las empresas de la zona del euro

(variación con respecto a los seis meses anteriores; porcentaje de empresas que han solicitado préstamos bancarios)



Fuente: Encuesta del BCE y de la Comisión Europea sobre el acceso a la financiación de las pequeñas y medianas empresas de la zona del euro.

Recuadro 5

CUENTAS INTEGRADAS DE LA ZONA DEL EURO DEL CUARTO TRIMESTRE DE 2011¹

Las cuentas integradas de la zona del euro hasta el cuarto trimestre de 2011, que se publicaron el 30 de abril de 2012, ofrecen información completa sobre las rentas, los gastos y las decisiones de financiación y de cartera de los sectores institucionales de la zona del euro. En el cuarto trimestre de 2011, el debilitamiento económico interrumpió el progresivo reequilibrio sectorial de los déficits/superávits observados durante la fase de recuperación económica: el incremento gradual de la necesidad de financiación de las sociedades no financieras se estabilizó, al moderarse la formación de capital debido a la desacumulación de existencias; la tasa de ahorro de los hogares repuntó ligeramente desde niveles cercanos a los mínimos registrados antes de la crisis, deprimiendo el consumo; y la intensa reducción de los déficits públicos sufrió un parón. Al mismo tiempo, el déficit por cuenta corriente y por cuenta de capital de la zona del euro se convirtió en superávit (en términos desestacionalizados). En el trimestre considerado, el patrimonio neto de los hogares disminuyó, en tasa interanual, por primera vez en dos años, mientras que la reducción del despalancamiento de las sociedades no financieras se reanudó.

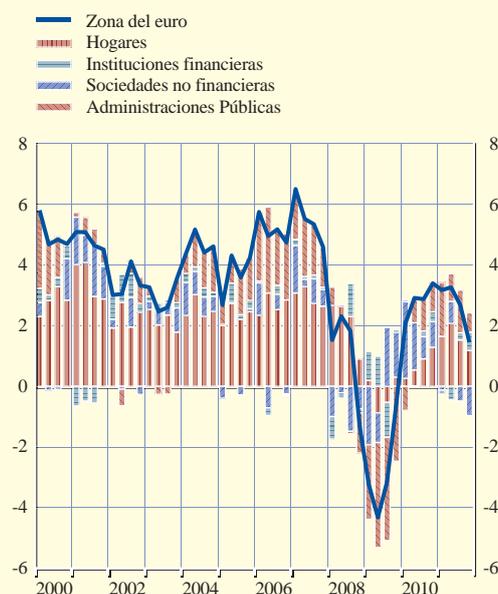
Renta y capacidad/necesidad de financiación de la zona del euro

El crecimiento interanual de la renta bruta disponible de la zona del euro se redujo de forma súbita a la mitad, situándose en el 1,5 % en el cuarto trimestre de 2011, como consecuencia de la desaceleración de la actividad económica (véase gráfico A).

No obstante, dado que la renta de la zona del euro siguió aumentando con más rapidez que el consumo total (que incluye un crecimiento del consumo público reducido), el ahorro bruto continuó creciendo en el cuarto trimestre de 2011, aunque a un menor ritmo. En este trimestre, se incrementó el ahorro de los hogares, mientras que el desahorro del sector público se redujo de nuevo, aunque con más lentitud que en trimestres anteriores. Los beneficios no distribuidos de las sociedades no financieras cayeron de forma pronunciada en el cuarto trimestre (-9,7 %, en tasa interanual), mientras que los de las instituciones financieras aumentaron. El crecimiento de la formación de capital fijo volvió a disminuir, hasta el 1,8 % en el cuarto trimestre de 2011, principalmente como resultado de una menor inversión empresarial (tanto de las sociedades no financieras como de las instituciones financieras), y la inversión pública continuó contrayéndose. Además, la desaceleración de la reposición de existencias que se había observado desde mediados de 2011 cobró fuerza en el cuarto trimestre, pasando a convertirse en

Gráfico A Renta bruta disponible de la zona del euro: contribuciones por sector

(tasa de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



¹ Para obtener información más detallada, véase el sitio web del BCE: <http://sdw.ecb.europa.eu/browse.do?node=2019181>.

Fuentes: Eurostat y BCE.

una desacumulación moderada, por lo que las existencias contribuyeron en $-0,4$ puntos porcentuales a la tasa de crecimiento interanual del PIB nominal en el cuarto trimestre de 2011, tras los $0,2$ puntos porcentuales del tercer trimestre². Como consecuencia, la formación bruta de capital se desaceleró de forma acusada y registró un ligero descenso interanual en el cuarto trimestre ($-0,2\%$, en tasa interanual).

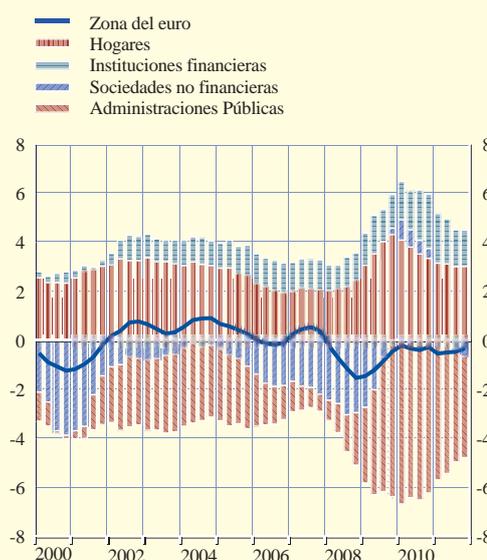
Dado que el crecimiento del ahorro total fue mayor que el de la inversión total, la capacidad/necesidad de financiación de la zona del euro volvió a mejorar y se convirtió en superávit (mientras que siguió registrando un déficit del $0,3\%$ del PIB en flujos acumulados de los cuatro últimos trimestres), debido al paso de déficit a superávit en la balanza por cuenta corriente en el cuarto trimestre de 2011 en términos desestacionalizados. Esta evolución se debe, principalmente, a la mejora de la demanda exterior neta. Desde un punto de vista sectorial, refleja, fundamentalmente, un aumento de la capacidad de financiación de los hogares y una reducción limitada del déficit público. La capacidad de financiación de las sociedades no financieras se estabilizó, al compensarse el descenso de la formación de capital con una reducción del ahorro (véase gráfico B). Por lo que se refiere a la financiación, en el cuarto trimestre las operaciones transfronterizas se estancaron, con un descenso de los depósitos interbancarios y una venta, por parte del sector no residente, de valores distintos de acciones emitidos por el sector residente, en un contexto de retorno al sesgo de los inversores por invertir en activos de la zona del euro.

Evolución de los sectores institucionales

El crecimiento de la renta nominal de los *hogares* volvió a disminuir (hasta el $1,8\%$, en tasa interanual) en el cuarto trimestre de 2011, debido a un crecimiento más lento de la remuneración de los asalariados, del excedente bruto de explotación y de la renta mixta, así como de las rentas de la propiedad netas, a pesar de un efecto menos negativo de la carga fiscal (renta de los hogares procedente de flujos de renta con las Administraciones Públicas: transferencias sociales netas y pago de impuestos). Como resultado de la inflación provocada por las subidas de los precios de consumo, la renta de los hogares se redujo significativamente en términos reales por segundo trimestre consecutivo, hasta el $-0,6\%$, en tasa interanual (véase gráfico C). El consumo privado cayó aún más, al aumentar los hogares su ahorro en respuesta a la intensificación de la incertidumbre, a la contención fiscal, a las adversas perspectivas de empleo en algunos países, a la caída de los mercados bursátiles y a la debilidad de los precios de la vivienda. Por consiguiente, su tasa de ahorro, en términos desestacionalizados, repuntó en cierta medida, hasta situarse en el $13,7\%$ (véase gráfico D). Dada la debilidad de la inversión de capital, se incrementó la capacidad de financiación de los hogares utilizada para hacer frente al pago de sus deudas, ya que la tasa de crecimiento de la financiación de los

Gráfico B Capacidad/necesidad de financiación de la zona del euro

(en porcentaje del PIB; flujos acumulados de los cuatro últimos trimestres)



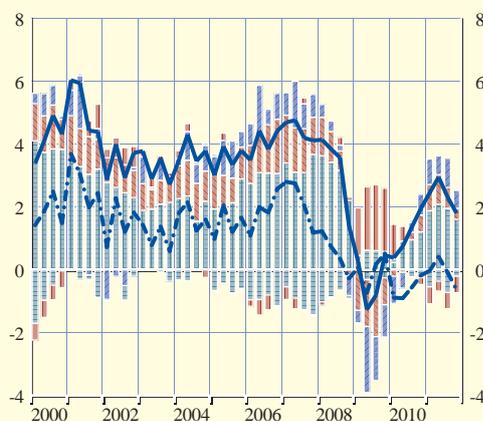
Fuentes: Eurostat y BCE.

² Véase el recuadro titulado «Acumulación de existencias: consideraciones teóricas y evolución reciente» en el presente Boletín Mensual.

Gráfico C Renta bruta disponible de los hogares, en términos nominales

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)

- Renta bruta disponible
- Prestaciones sociales netas de cotizaciones
- Impuestos directos
- Rentas de la propiedad netas
- Excedente bruto de explotación y renta mixta
- Remuneración de los asalariados
- Renta bruta disponible, en términos reales

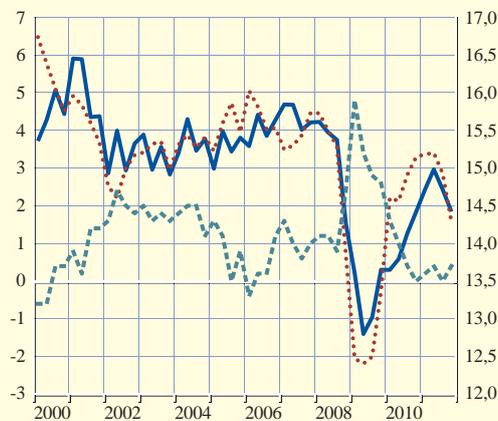


Fuentes: Eurostat y BCE.

Gráfico D Crecimiento de la renta y del consumo de los hogares, y tasa de ahorro

(tasas de variación interanual; porcentaje de la renta bruta disponible; flujos acumulados de los cuatro últimos trimestres)

- Crecimiento de la renta de los hogares (escala izquierda)
- Crecimiento del consumo nominal (escala izquierda)
- Tasa de ahorro desestacionalizada (escala derecha)



Fuentes: Eurostat y BCE.

hogares siguió disminuyendo. La acumulación de activos financieros se redujo aún más, observándose desplazamientos de cartera desde productos intermediados (depósitos, reservas técnicas de seguro) y acciones y otras participaciones hacia valores distintos de acciones emitidos principalmente por instituciones financieras de algunos países sometidos a tensiones. La riqueza neta de los hogares cayó, en tasa interanual, por primera vez en dos años, dado que las pérdidas registradas en la cartera de acciones superaron el ahorro neto, mientras que la ratio de desapalancamiento (es decir, la deuda en relación con los activos) de los hogares se mantuvo en niveles máximos (14,5%).

El excedente bruto de explotación de las *sociedades no financieras* volvió a disminuir notablemente en el cuarto trimestre de 2011, hasta quedar estancado, en términos interanuales, al desacelerarse el valor añadido de forma más pronunciada que los salarios. Como las sociedades no financieras aceleraron la distribución de dividendos y los pagos del impuesto de sociedades fueron más elevados, su ahorro (es decir, los beneficios no distribuidos) cayó un 9,7%, en tasa interanual, desde niveles elevados. Sin embargo, la necesidad de financiación de las sociedades no financieras se mantuvo básicamente estable en los últimos trimestres, al reducirse sustancialmente también los gastos de capital, en un contexto de crecimiento más lento de la formación de capital y de un cambio significativo desde la reposición a la desacumulación de existencias (véase gráfico E). La financiación consolidada de las sociedades no financieras siguió siendo sólida, y la financiación en los mercados compensó nuevamente la debilidad del crédito bancario, sobre todo de los préstamos a corto plazo, en un contexto de desacumulación de existencias. Estas sociedades continuaron acrecentando sus amplias reservas de liquidez (cifradas en 2,7 billones de euros). Al mismo tiempo, la financiación intrasectorial (crédito comercial y crédito concedido por otras sociedades no financieras, que, en conjunto, representan el 40% de la deuda sin consolidar de estas sociedades) aumentó, proporcionando de nuevo un colchón frente a la reaparición

de restricciones de financiación bancaria (véase gráfico F). La reducción gradual del apalancamiento observada desde mediados de 2009 se reanudó en el cuarto trimestre, tras una breve interrupción.

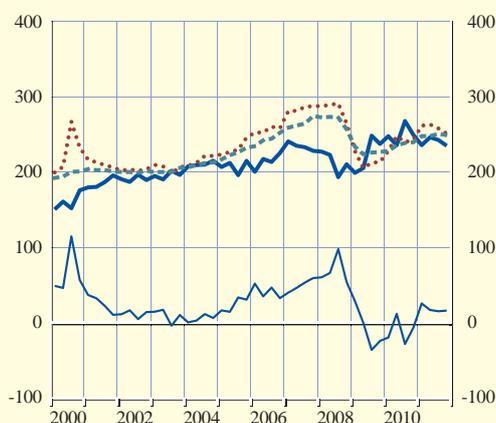
En el cuarto trimestre de 2011, se interrumpió la reducción relativamente rápida de los déficits de las *Administraciones Públicas*, en términos desestacionalizados, que se había observado desde el primer trimestre de 2010 (aunque, en flujos acumulados de los cuatro últimos trimestres, todavía cayó hasta el 4,1 % del PIB en el cuarto trimestre, desde el 4,6 % del tercer trimestre y un máximo del 6,7 % en el primer trimestre de 2010). Esta evolución se debió, sobre todo, a una disminución de los ingresos de las Administraciones Públicas (IVA, impuesto directos sobre los hogares y las sociedades financieras) como consecuencia del impacto de los estabilizadores automáticos en una economía cada vez más débil. El crecimiento interanual del gasto total siguió siendo contenido, cercano al 1 % (en términos nominales, excluidas las transferencias de capital), debido al efecto de las considerables y sostenidas medidas de consolidación (por ejemplo, un crecimiento interanual de la remuneración de los asalariados próximo a cero), pese a los significativos aumentos de los pagos por intereses (más del 10 %, en tasa interanual). Las Administraciones Públicas continuaron emitiendo deuda de forma sólida y los bancos y los sectores no residentes redujeron parte de sus tenencias, lo que estaba relacionado en parte con el programa para el mercado de valores del Eurosistema, mientras que los sectores no financieros y otras instituciones financieras fueron compradores netos de deuda pública.

La renta disponible de las *instituciones financieras* aumentó, debido a un fuerte crecimiento de los ingresos netos por dividendos y al continuo crecimiento del valor añadido y de los intereses netos

Gráfico E Ahorro, inversión de capital y capacidad (-)/necesidad (+) de financiación de las sociedades no financieras

(mm de euros; datos desestacionalizados)

- Beneficios no distribuidos (ahorro bruto) neto de transferencias de capital
- Inversión no financiera
- De la cual, formación bruta de capital fijo
- Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación



Fuentes: Eurostat y BCE.
Nota: Datos desestacionalizados por el BCE.

Gráfico F Préstamos concedidos por las sociedades no financieras y su crédito comercial pendiente de cobro y de pago

(flujos acumulados de los cuatro últimos trimestres en mm de euros; tasa de variación interanual)

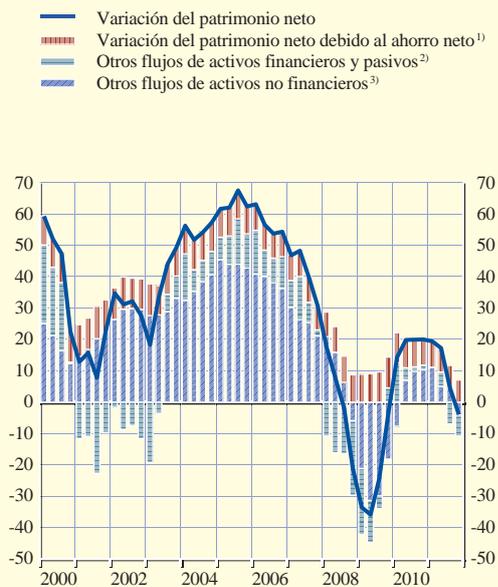
- Tasa de crecimiento interanual del valor añadido (escala derecha)
- Crédito comercial pendiente de pago (escala izquierda)
- Crédito comercial pendiente de cobro (escala izquierda)
- Préstamos concedidos por las sociedades no financieras (escala izquierda)



Fuentes: Eurostat y BCE.
Nota: El BCE ha estimado el crédito comercial pendiente de cobro y de pago sobre la base de información parcial.

Gráfico G Variaciones del patrimonio neto de los hogares

(flujos acumulados de los cuatro últimos trimestres; porcentaje de la renta bruta disponible)



Fuentes: Eurostat y BCE.

Notas: Los datos de activos no financieros son estimaciones del BCE.

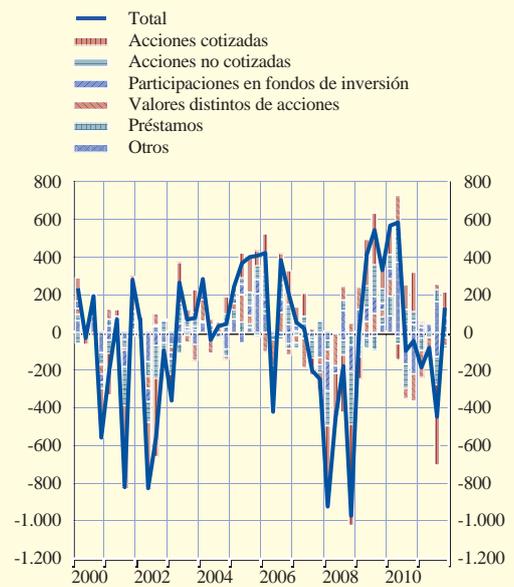
1) Esta variable comprende el ahorro neto, las transferencias de capital recibidas netas y la discrepancia entre las cuentas no financieras y las financieras.

2) Principalmente pérdidas y ganancias de capital en acciones y otras participaciones

3) Principalmente pérdidas y ganancias de capital en activos inmobiliarios y de suelo.

Gráfico H Pérdidas y ganancias de capital en los activos de las instituciones financieras

(flujos intertrimestrales; mm de euros)



Nota: El total hace referencia a «otros flujos económicos», que se refieren, principalmente, a las ganancias y a las pérdidas de capital (realizadas o no realizadas) (incluido el saneamiento de los préstamos).

obtenidos. A pesar de los cuantiosos beneficios netos no distribuidos (35 mm a 40 mm de euros al trimestre), la emisión de valores de renta variable y la reversión de las pérdidas de capital registradas anteriormente en la cartera de acciones y participaciones, los activos netos de las instituciones financieras a precios de mercado (una medida de la ratio de capital de las cuentas de la zona euro) disminuyeron, debido a pérdidas de capital en la cartera de valores distintos de acciones y en pasivos (valores distintos de acciones emitidos y reservas técnicas de seguro, valorados ambas a precios de mercado). Los activos netos de las instituciones financieras también se mantuvieron significativamente por encima de la bajísima valoración de mercado de sus acciones. Las pérdidas de capital en valores distintos de acciones emitidos por las Administraciones Públicas sometidas a tensiones se vieron compensadas en parte por las ganancias obtenidas en otros valores distintos de acciones y en activos denominados en moneda extranjera. En un contexto de presiones de desapalancamiento, el incremento de los balances consolidados de las instituciones financieras siguió siendo moderado, al tiempo que las entidades de crédito se desprendieron de los depósitos interbancarios en el cuarto trimestre de 2011.

Evolución de los balances

En el cuarto trimestre de 2011, el patrimonio neto de los hogares disminuyó, en tasa interanual, por primera vez en dos años, hasta el 4 % de la renta (tras aumentar un 4,7% en el tercer trimestre y un 20,1 % en el cuarto trimestre de 2010). La positiva influencia del ahorro neto (7,2 % de la renta) fue

compensada con creces por las pérdidas de capital registradas por los hogares (11,2 % de la renta), de nuevo en su cartera de activos financieros y, en el trimestre analizado, en su cartera de activos no financieros (principalmente inmobiliarios) (véase gráfico E).

Las instituciones financieras recuperaron una parte significativa de las importantes pérdidas de capital registradas en sus carteras durante los trimestres anteriores, principalmente en la de acciones y otras participaciones (acciones cotizadas, acciones no cotizadas y fondos de inversión, sobre todo de renta variable). Las ganancias de capital (y otros efectos, como reclasificaciones) en otros instrumentos, derivadas fundamentalmente de la apreciación de activos denominados en moneda extranjera (depósitos, préstamos y valores distintos de acciones) se vieron compensadas por pérdidas en la cartera de valores distintos de acciones (valorados todos a precios de mercado en las cuentas de la zona del euro), debido a un fuerte incremento de los rendimientos de la deuda pública.

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 abril de 2012, frente al 2,7% de los cuatro meses anteriores. Es probable que la inflación se mantenga por encima del 2% en 2012, debido principalmente a los incrementos de los precios de la energía y a las subidas de los impuestos indirectos. Tomando como base los precios actuales de los futuros sobre materias primas, la inflación interanual debería caer hasta situarse de nuevo 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 medida por el IAPC de la zona del euro fue del 2,6% en abril de 2012, frente al 2,7% de los cuatro meses anteriores (véase cuadro 5). 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, siguen impulsando al alza los precios de la energía, compensando en gran medida los efectos de base negativos procedentes del componente energético.

En marzo de 2012, el último mes para el que se dispone de una desagregación oficial, la inflación no se modificó, ya que la disminución de las tasas de variación interanual de los componentes de energía y alimentos elaborados quedó compensada por el aumento de la tasa correspondiente al componente de bienes industriales no energéticos. La tasa de variación de los componentes de alimentos no elaborados y de servicios no registró cambios.

Si se consideran con más detalle los principales componentes del IAPC, la inflación de la energía cayó hasta el 8,5% en marzo, frente al 9,5% de febrero, como consecuencia de un acusado efecto de base a la baja que compensó con creces el aumento intermensual del 1,6% de los precios de la energía. En

Cuadro 5 Evolución de los precios

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

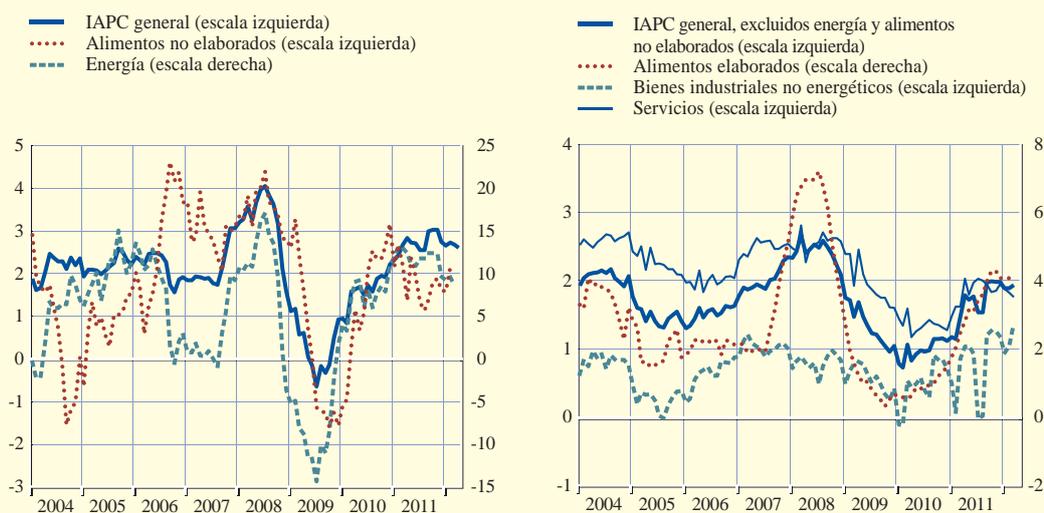
	2010	2011	2011 Nov	2011 Dic	2012 Ene	2012 Feb	2012 Mar	2012 Abr
IAPC y sus componentes								
Índice general ¹⁾	1,6	2,7	3,0	2,7	2,7	2,7	2,7	2,6
Energía	7,4	11,9	12,3	9,7	9,2	9,5	8,5	.
Alimentos no elaborados	1,3	1,8	1,9	1,6	1,6	2,2	2,2	.
Alimentos elaborados	0,9	3,3	4,3	4,1	4,1	4,1	3,9	.
Bienes industriales no energéticos	0,5	0,8	1,3	1,2	0,9	1,1	1,4	.
Servicios	1,4	1,8	1,9	1,9	1,9	1,8	1,8	.
Otros indicadores de precios								
Precios industriales	2,9	5,9	5,4	4,3	3,8	3,6	.	.
Precios del petróleo (euros por barril)	60,7	79,7	81,4	81,7	86,2	89,7	94,2	91,4
Precios de las materias primas no energéticas	44,6	12,2	-1,9	-6,7	-4,6	-7,5	-5,4	-3,9

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

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

Gráfico 22 Desagregación de la inflación medida por el IAPC por principales componentes

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

particular, las tasas de variación interanual de los precios de los combustibles líquidos y de los combustibles y lubricantes para vehículos privados disminuyeron en marzo, mientras que las de los precios del gas y de la electricidad prácticamente no registraron variaciones.

La tasa de variación interanual de los precios de los alimentos no elaborados se situó en el 2,2% en marzo, sin variación con respecto al mes precedente, mientras que la de los precios de los alimentos elaborados se redujo hasta el 3,9%, tras haber permanecido en el 4,1% durante los tres meses anteriores. Este descenso reflejó, en particular, la caída de las tasas de variación interanual de los precios del pan y los cereales, así como de los de la leche, el queso y los huevos, ya que los precios del tabaco se incrementaron a un ritmo más rápido.

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 aumentó ligeramente, hasta el 1,6%, en marzo de 2012. 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 1% registrado en febrero hasta el 1,4% de marzo, debido principalmente al incremento de la tasa de variación de los precios de las prendas de vestir una vez finalizadas las rebajas de invierno. No obstante, la inflación de los servicios se mantuvo estable, en el 1,8%, ya que la reducción de las tasas de variación interanual de los servicios recreativos y personales y de los servicios diversos quedó compensada con el aumento de las tasas de variación interanual de los servicios de comunicación y de transporte.

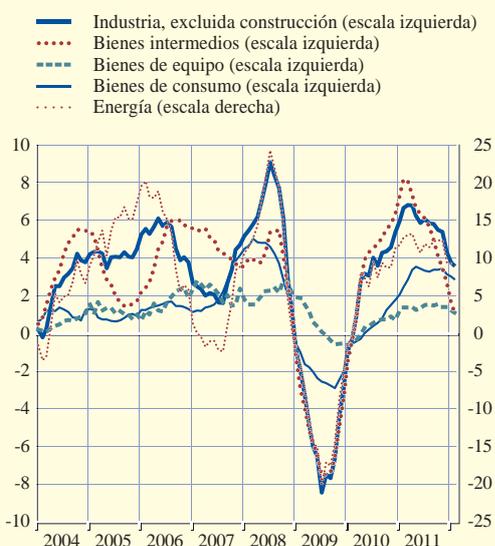
3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

Desde la publicación del *Boletín Mensual* de abril de 2012 no se dispone de nuevos datos sobre precios industriales en la zona de euro en su conjunto. Los datos nacionales disponibles sugieren que los precios industriales (excluida la construcción) de la zona del euro continuaron disminuyendo en marzo de 2012. En febrero, la inflación de estos precios se redujo hasta el 3,6%, frente al 3,8% de enero. La tasa de variación interanual de los precios industriales (excluidas la construcción y la energía) cayó hasta el 1,7% en febrero, desde el 2% de enero. En las últimas fases de la cadena de producción, la tasa de variación interanual de los precios de consumo de los alimentos descendió hasta el 3,7% en febrero, frente al 3,9% del mes precedente. 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 retrocedió en febrero, hasta el 1,3%, desde niveles históricamente elevados. Esta disminución, junto con la moderación de 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 cayeron ligeramente en abril, como consecuencia de la débil demanda. En el sector manufacturero, pese a la reciente subida de los precios de las materias primas, el índice de precios de los bienes intermedios se redujo de 57,5 en marzo a 56,2 en abril, la primera disminución desde octubre de 2011. El índice de precios de producción descendió de nuevo de 50,1 a 49,5 durante el mismo período. Actualmente, tanto los precios de los bienes intermedios como los de producción se sitúan en niveles ligeramente inferiores a sus medias de largo plazo. En cuanto a las expectativas sobre precios de venta, el índice general de la encuesta de la Comisión Europea también experimentó un ligero retroceso. Esto confirma la valoración de que, aunque las presiones al final de la cadena de producción están remitiendo,

Gráfico 23 Desagregación de los precios industriales

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico 24 Encuestas sobre precios de los bienes intermedios y precios de producción

(índices de difusión; datos mensuales)



Fuente: Markit.

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

están reapareciendo en las primeras fases, 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 gráfico 25 y cuadro 6). Posteriormente, la evolución del crecimiento de los salarios mostró algunas señales de estabilización.

La información preliminar disponible sobre los salarios negociados en la zona del euro en febrero confirma la opinión de que es probable que la evolución salarial de la zona sea más moderada en 2012 que en 2011. Los costes laborales por hora se incrementaron ligeramente en el cuarto trimestre de 2011, reflejando fundamentalmente la evolución de la industria y de la construcción. 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.

Otros indicadores salariales, como el crecimiento de la remuneración por asalariado, se estabilizaron hacia finales de 2011, en un nivel ligeramente superior al de 2010. En consonancia con esta evolución, el crecimiento de los costes laborales unitarios retornó a niveles positivos en 2011, principalmente como consecuencia de que la productividad del trabajo aumentó a un ritmo considerablemente 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.

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

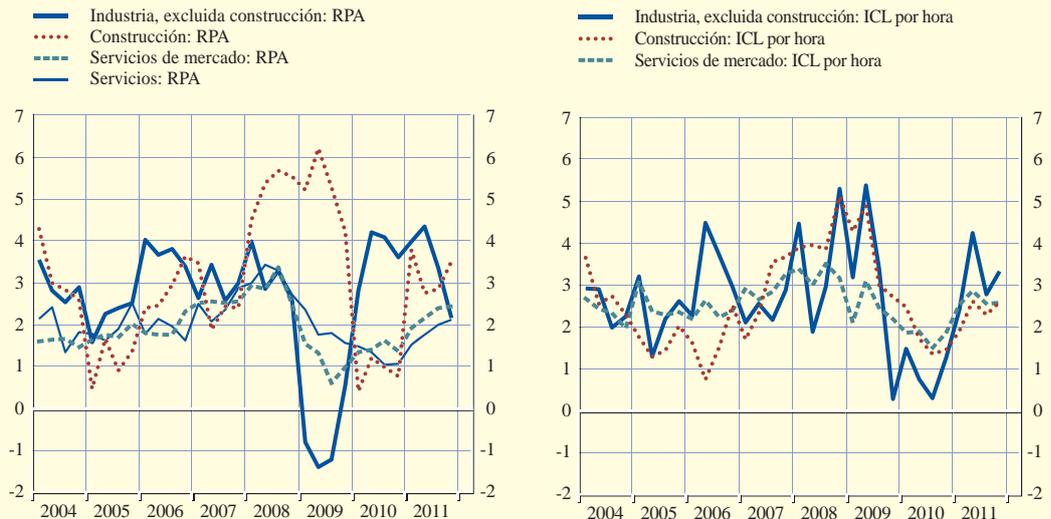
(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	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
Índice de 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.

3.4 PRECIOS DE LOS INMUEBLES RESIDENCIALES EN LA ZONA DEL EURO

Los precios de los inmuebles residenciales en la zona del euro descendieron un 0,2 %, en términos interanuales, en el cuarto trimestre de 2011, tras haber aumentado alrededor de un 1 % en el segundo y en el tercer trimestre. En el recuadro 6 se presenta un análisis más detallado de la evolución reciente de los precios de la vivienda.

Recuadro 6

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LOS PRECIOS DE LA VIVIENDA EN LA ZONA DEL EURO¹

Los precios de los inmuebles residenciales en la zona del euro disminuyeron un 0,2 %, en términos interanuales, en el cuarto trimestre de 2011, tras haber aumentado alrededor de un 1 % en el segundo y en el tercer trimestre (véase gráfico). Los datos más recientes confirman que el crecimiento de los precios de la vivienda ha continuado debilitándose, después de haber registrado una recuperación entre el tercer trimestre de 2009 y el primer trimestre de 2011. En promedio, en 2011, los precios de los inmuebles residenciales en la zona del euro se incrementaron un 1 %, lo que representa un ligero descenso con respecto al 1,1 % de 2010.

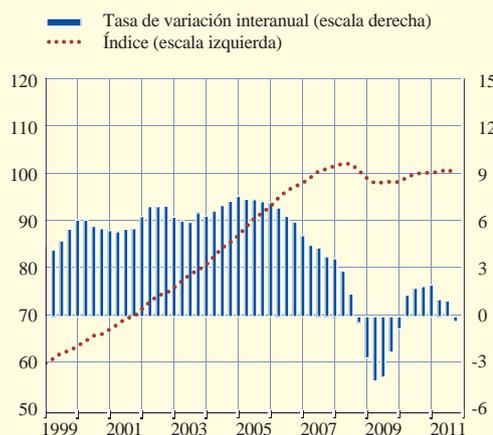
La considerable desviación de los precios de la vivienda con respecto a los fundamentos económicos que se produjo en algunos países antes de la crisis continúa influyendo en la evolución de estos precios.

¹ Desde 2010, el BCE elabora un indicador de precios de los inmuebles residenciales en la zona del euro con frecuencia trimestral. En el caso de Italia, las cifras trimestrales se han obtenido de observaciones semestrales (utilizando, entre otros, indicadores trimestrales). Para más detalles, véase el recuadro titulado «Evolución reciente del mercado de la vivienda en la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, diciembre de 2010.

La nueva desaceleración del crecimiento de los precios de la vivienda en la zona del euro también se debe a la confluencia de distintos factores que están afectando de manera más general a los mercados de la vivienda. Los tipos de interés que aplican las entidades de crédito a los préstamos están en niveles reducidos, pero al mismo tiempo las entidades endurecieron los criterios de aprobación del crédito en el segundo semestre de 2011. Por otra parte, el paro y, por lo tanto, la incertidumbre existente en torno a la renta de los hogares y a la accesibilidad de la vivienda aumentaron de nuevo hacia finales del año. Al mismo tiempo, las tensiones registradas en algunos segmentos de los mercados financieros de la zona del euro pueden haber estimulado la demanda de activos reales en algunas partes de la zona, reflejando la incertidumbre sobre las perspectivas de rentabilidad de los activos financieros.

Precios de los inmuebles residenciales en la zona del euro (en términos nominales)

(índice: 2007 = 100; tasas de variación interanual)



Fuentes: Datos nacionales y cálculos del BCE.
Nota: Para más detalles sobre la elaboración del índice de precios nominales, véase la nota 1 del texto principal.

La evolución más reciente de los precios de la vivienda en la zona del euro sigue ocultando patrones muy diferentes en los distintos países (véase cuadro). Por ejemplo, en Francia, la tasa de crecimiento interanual de los precios de la vivienda se redujo considerablemente en 2011, desde el 7% observado en el primer trimestre hasta el 3,9% del cuarto. También registró una acusada moderación en Finlandia,

Precios (nominales) de los inmuebles residenciales en la zona del euro

(tasas de variación interanual)

	Ponderación (porcentaje)	2010		2011		2010				2011					
		2010	2011	Primer semestre	Segundo semestre	Primer semestre	Segundo semestre	I	II	III	IV	I	II	III	IV
Belgica ¹⁾	3,8	5,4	3,1	4,9	5,9	3,3	-	3,8	5,9	5,9	5,9	3,1	3,5	3,9	2,1
Alemania ²⁾	26,7	0,5	2,6	-0,4	1,5	2,7	2,5	-1,5	0,7	1,4	1,5	3,1	2,3	2,7	2,3
Estonia ³⁾	0,2	0,1	9,9	-4,5	5,1	6,4	13,4	-8,1	-0,6	6,2	4,0	2,2	10,7	14,4	12,4
Irlanda ²⁾	1,8	-13,1	-13,2	-14,9	-11,2	-11,8	-14,7	-16,6	-13,0	-11,3	-11,0	-11,1	-12,4	-13,5	-15,8
Grecia ³⁾	2,6	-4,7	-5,1	-3,2	-6,1	-5,1	-5,1	-1,8	-4,7	-5,2	-7,0	-5,4	-4,9	-4,3	-5,9
España ²⁾	11,7	-2,0	-7,4	-1,9	-2,0	-5,5	-9,3	-2,9	-0,9	-2,2	-1,9	-4,1	-6,8	-7,4	-11,2
Francia ¹⁾	21,3	5,1	6,0	3,2	7,0	7,0	5,0	1,2	5,3	6,5	7,6	7,0	7,1	6,2	3,9
Italia ²⁾	17,0	0,1	0,7	-0,2	0,4	0,9	0,5	-	-	-	-	-	-	-	-
Chipre ²⁾	0,2	-2,5	-	-0,5	-4,3	-4,9	-	0,0	-1,1	-2,5	-6,2	-5,0	-4,8	-5,5	-
Luxemburgo ³⁾	0,4	4,5	-	3,5	5,4	4,0	-	2,6	4,4	5,7	5,1	2,4	5,7	1,9	-
Malta ²⁾	0,1	1,1	1,3	2,4	-0,2	-1,3	-	4,5	0,5	1,5	-2,0	-2,6	0,0	1,8	6,2
Países Bajos ¹⁾	6,4	-2,0	-2,3	-3,2	-0,8	-1,6	-3,0	-4,3	-2,0	-0,6	-1,0	-1,2	-1,9	-2,7	-3,4
Austria ²⁾	3,1	5,7	4,1	5,5	5,9	2,6	5,6	5,7	5,3	5,0	6,8	3,9	1,4	5,7	5,5
Portugal ²⁾	1,9	1,8	-0,2	1,4	2,2	0,4	-0,8	1,3	1,6	2,9	1,6	0,6	0,2	-0,8	-0,8
Eslovenia ²⁾	0,4	0,1	2,7	-0,3	0,6	3,7	1,7	-1,6	1,0	1,4	-0,2	4,1	3,2	2,1	1,4
Eslovaquia ¹⁾	0,7	-3,9	-3,1	-6,0	-1,7	-2,7	-3,5	-8,3	-3,7	-1,3	-2,1	-2,5	-2,8	-4,3	-2,7
Finlandia ¹⁾	1,9	8,7	2,8	10,9	6,6	3,6	1,9	11,4	10,3	8,0	5,2	4,1	3,2	2,7	1,0
Zona del euro	100	1,1	1,0	0,3	1,9	1,6	0,4	-0,8	1,4	1,8	1,9	2,0	1,1	1,0	-0,2

Fuentes: Datos nacionales y cálculos del BCE.

Notas: Las ponderaciones se basan en el PIB nominal de 2009. Los datos trimestrales del agregado de la zona del euro incluyen datos trimestrales estimados para Italia obtenidos utilizando información trimestral complementaria.

1) Viviendas de segunda mano (es decir, casas y pisos); todo el país.

2) Todas las viviendas (es decir, casas y pisos nuevos y de segunda mano); todo el país.

3) Todos los pisos; todo el país.

hasta situarse en el 1 % en el cuarto trimestre. En algunos países como Irlanda, España y Países Bajos, las tasas de variación interanual eran negativas a principios de 2011, y para el final del año se habían adentrado aún más en terreno negativo. En Irlanda y España, estas tasas negativas se situaron en dos dígitos en el cuarto trimestre de 2011, mientras que en los Países Bajos se alcanzó una tasa de variación interanual negativa del 3,4 %. En otros países, el crecimiento de los precios de la vivienda en 2011 fue más errático, como fue el caso de Estonia, donde cobró impulso antes de moderarse ligeramente al final del año. En Alemania, la tasa de crecimiento interanual de los precios de la vivienda fluctuó entre el 3,1 % a principios de 2011 y el 2,3 % al final del año. No obstante, en conjunto fue claramente superior a la de 2010.

En resumen, en vista de que en algunos países todavía son necesarios ajustes de los precios de la vivienda, es probable que la evolución de estos precios en la zona del euro en su conjunto siga siendo moderada en los próximos meses.

3.5 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

Es probable que la inflación se mantenga por encima del 2 % en 2012, debido principalmente a los incrementos de los precios de la energía y a las subidas de los impuestos indirectos. Tomando como base los precios actuales de los futuros sobre materias primas, las tasas de inflación interanual deberían caer hasta situarse de nuevo por debajo del 2 % a principios de 2013. 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.

La última encuesta del BCE a expertos en previsión económica (véase recuadro 7) muestra que, en comparación con la encuesta anterior, los encuestados han revisado al alza las perspectivas de inflación en 2012 y 2013, con unas expectativas de que la inflación media se sitúe en el 2,3 % en 2012 y en el 1,8 % en 2013. Estas previsiones son acordes con los intervalos de las proyecciones macroeconómicas para la zona del euro elaboradas por los expertos del BCE en marzo de 2012. Las expectativas de inflación a más largo plazo (para 2016) permanecen en el 2 %.

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

Recuadro 7

RESULTADOS DE LA ENCUESTA DEL BCE A EXPERTOS EN PREVISIÓN ECONÓMICA CORRESPONDIENTE AL SEGUNDO TRIMESTRE DE 2012

A continuación se presentan los resultados de la encuesta del BCE a expertos en previsión económica (EPE) correspondiente al segundo trimestre de 2012. La encuesta se realizó entre el 17 y el 19 de abril de 2012, y se recibieron 56 respuestas¹. Los resultados suponen una revisión al alza de las

1 La encuesta recopila información sobre las expectativas de inflación, de crecimiento del PIB real y de desempleo en la zona del euro basadas en las predicciones de expertos de instituciones financieras y no financieras radicadas en la UE. Los datos se publican en el sitio web del BCE: www.ecb.europa.eu/stats/prices/indic/forecast/html/index.en.html.

expectativas de inflación para 2012 y 2013 en comparación con la encuesta anterior, mientras que las expectativas de crecimiento del PIB se han revisado ligeramente a la baja para ambos años. En cuanto a las expectativas de inflación a más largo plazo (para 2016), la previsión media se mantuvo sin variación en el 2 %.

Revisión al alza de las expectativas de inflación a más corto plazo para 2012 y 2013

Las expectativas de inflación para 2012 y 2013 obtenidas de la EPE se sitúan en el 2,3 % y en el 1,8 %, respectivamente (véase cuadro), lo que supone una revisión al alza de 0,4 puntos porcentuales para 2012 y de 0,1 puntos porcentuales para 2013. Los encuestados atribuyen esta revisión principalmente a los movimientos ascendentes de los precios de la energía observados desde que se realizó la encuesta anterior, pero también al hecho de que los impuestos indirectos y los precios administrados fueron mayores de lo previsto en algunos países.

Las expectativas de inflación obtenidas de la EPE para 2012 y 2013 se sitúan dentro de los intervalos de las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE en marzo de 2012 y en consonancia con las publicadas en las encuestas del Barómetro de la Zona del Euro y de Consensus Economics de abril de 2012. La distribución de probabilidad agregada se ha desplazado a la derecha en comparación con la encuesta anterior (véase gráfico A). La probabilidad más alta, un 40 %, se asigna actualmente a que la tasa de inflación se sitúe en 2012 entre el 2 % y el 2,4 %, mientras que la probabilidad de que se sitúe en un intervalo comprendido entre el 2,5 % y el 2,9 % es del 29 %. En cuanto a 2013, la probabilidad más alta (34 %) sigue asignándose al intervalo comprendido entre el 1,5 % y el 1,9 %, seguido, con una probabilidad del 24 %, del intervalo comprendido entre el 2 % y el 2,4 %. En conjunto, la probabilidad asignada a que la inflación se sitúe en el 2 % o por encima de este nivel ha aumentado del 44 % al 77 % para 2012, y del 32 % al 37 % para 2013.

Algunos de los expertos encuestados mencionaron los aumentos de los precios de la energía y las materias primas, así como las nuevas subidas de los impuestos indirectos y de los precios administrados,

Resultados de la EPE, de las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE, de Consensus Economics y del Barómetro de la Zona del Euro

(tasas de variación anual, salvo indicación en contrario)

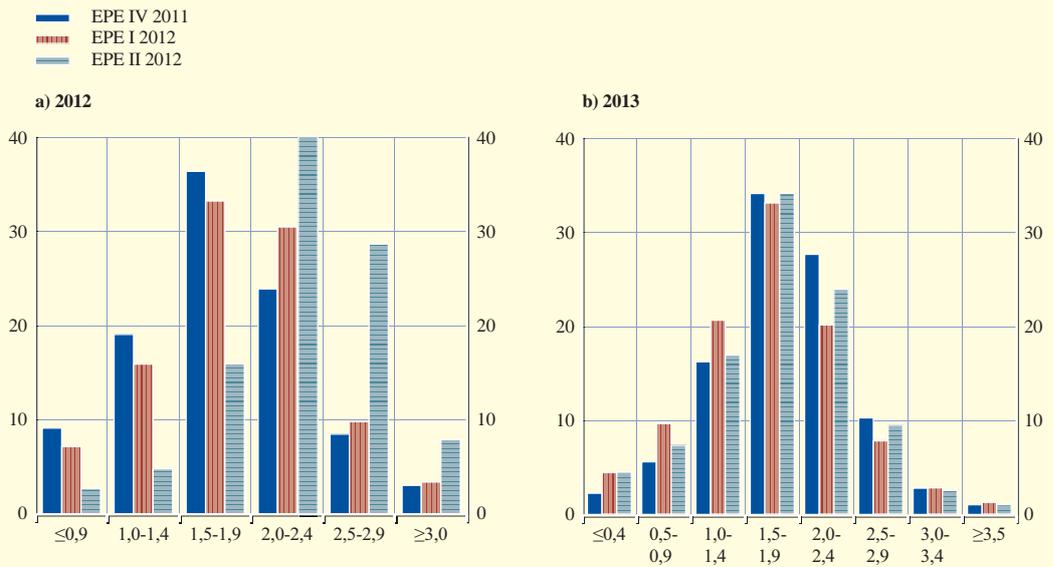
Inflación medida por el IAPC	Horizonte de la encuesta		
	2012	2013	A más largo plazo ²⁾
EPE II 2012	2,3	1,8	2,0
EPE anterior (I 2012)	1,9	1,7	2,0
Proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE (marzo 2012)	2,1-2,7	0,9-2,3	-
Consensus Economics (abril 2012)	2,3	1,7	2,0
Barómetro de la Zona del Euro (abril 2012)	2,3	1,8	2,1
Crecimiento del PIB real	2012	2013	A más largo plazo ²⁾
EPE II 2012	-0,2	1,0	1,8
EPE anterior (I 2012)	-0,1	1,1	1,8
Proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE (marzo 2012)	-0,5-0,3	0,0-2,2	-
Consensus Economics (abril 2012)	-0,4	0,9	1,7
Barómetro de la Zona del Euro (abril 2012)	-0,3	0,9	1,8
Tasa de desempleo ¹⁾	2012	2013	A más largo plazo ²⁾
EPE II 2012	11,0	10,9	8,9
EPE anterior (I 2012)	10,6	10,6	8,8
Consensus Economics (abril 2012)	10,9	11,0	-
Barómetro de la Zona del Euro (abril 2012)	10,9	11,0	9,9

1) En porcentaje de la población activa.

2) Las expectativas a más largo plazo se refieren a 2016 en la EPE, en Consensus Economics y en el Barómetro de la Zona del Euro.

Gráfico A Distribución de probabilidad agregada de las expectativas de inflación media anual para 2012 y 2013 en las últimas encuestas EPE

(probabilidad en porcentaje)



Fuente: BCE.

Nota: La distribución de probabilidad agregada corresponde a la media de las distribuciones de probabilidad individuales asignadas por los expertos en previsión económica.

como riesgos alcistas para sus escenarios centrales de inflación. A juzgar por los comentarios cualitativos de los encuestados, los principales riesgos bajistas para sus proyecciones de inflación tienen su origen en la posibilidad de que las perspectivas económicas sean más desfavorables de lo previsto.

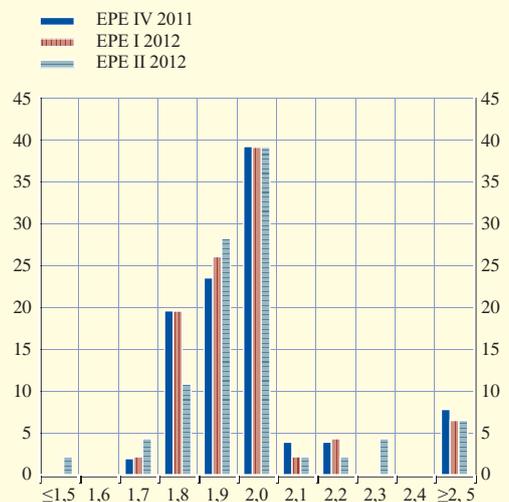
Las expectativas de inflación a más largo plazo se mantienen sin variación, en el 2 %

La previsión media de inflación a más largo plazo se mantiene en el 2 % para 2016. Mostradas con dos decimales, las expectativas se sitúan, en promedio, en el 1,99 %, frente al 1,98 % de la encuesta anterior. La mediana y la moda de las previsiones también se mantienen estables en el 2 %, y el porcentaje de encuestados que situaron la previsión en el 2 % permanece sin variación en el 39 % (véase gráfico B). Las expectativas de inflación a más largo plazo de la EPE también son acordes, en líneas generales, con las previsiones a más largo plazo de Consensus Economics y del Barómetro de la Zona del Euro publicadas en abril de 2012 (ambas para 2016).

La distribución de probabilidad agregada se ha desplazado ligeramente hacia la derecha, en

Gráfico B Distribución de corte transversal de las previsiones de inflación a más largo plazo (a cinco años vista)

(porcentaje de encuestados)



Fuente: BCE.

comparación con la encuesta anterior, habiendo aumentado del 46% al 49% la probabilidad de que la inflación se sitúe en el 2% o por encima de este nivel.

El desacuerdo sobre las expectativas de inflación a más largo plazo, medido por la desviación típica de las previsiones, aumentó hasta situarse en 0,3 puntos porcentuales (desde los 0,2 puntos porcentuales de la encuesta anterior). La incertidumbre agregada en torno a estas expectativas, medida por la desviación típica de la distribución de probabilidad agregada, ha vuelto a aumentar ligeramente, alcanzando su nivel más alto registrado hasta ahora (véase gráfico C)².

Ligera revisión a la baja de las expectativas de crecimiento del PIB real para 2012 y 2013

Las expectativas sobre la tasa de variación del PIB real se han revisado ligeramente a la baja (0,1 puntos porcentuales para ambos horizontes) y actualmente se cifran en el -0,2% para 2012 y en el 1% para 2013. Así pues, se sitúan dentro de los intervalos de las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de marzo de 2012 y ligeramente por encima de las previsiones de Consensus Economics y del Barómetro de la Zona del Euro publicadas en abril de 2012.

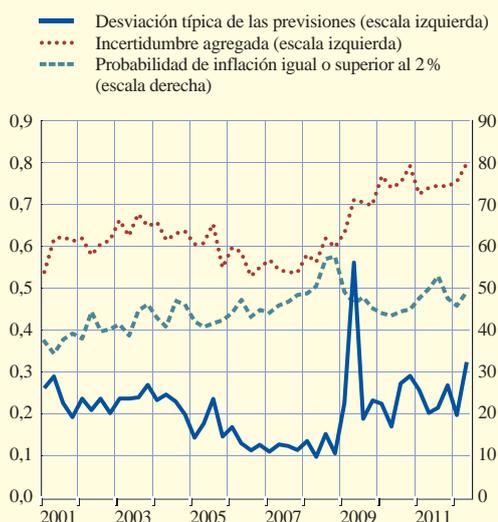
En opinión de los encuestados en la EPE, uno de los principales motivos de la nueva y ligera revisión a la baja es la adopción de medidas adicionales de saneamiento presupuestario en algunos países de la zona del euro. Algunos encuestados mencionan también el desapalancamiento del sector privado y una tasa de paro más elevada de lo previsto. No obstante, estos factores se compensaron, en parte, con una mejora de las perspectivas de la economía mundial, que debería tener un efecto positivo sobre las exportaciones de la zona del euro.

Las distribuciones de probabilidad agregada para 2012 y 2013 se han desplazado hacia la izquierda, en particular las de 2012, y los encuestados asignan ahora la probabilidad más alta (37%) al intervalo comprendido entre el -0,5% y el -0,1%, en comparación con una probabilidad del 29% en la encuesta anterior.

Todavía se estima que los riesgos para las perspectivas de crecimiento en 2012 y 2013 se sitúan a la baja. Entre dichos riesgos, se mencionan, principalmente, una escalada de la crisis de la deuda soberana y un potencial bucle de retroalimentación negativo entre la consolidación presupuestaria y el crecimiento, así como la posibilidad de que se produzcan nuevos aumentos de los precios del petróleo y un debilitamiento del crecimiento en las economías emergentes.

Gráfico C Desacuerdo e incertidumbre respecto a las expectativas de inflación a más largo plazo

(puntos porcentuales; porcentajes)



Fuente: BCE.

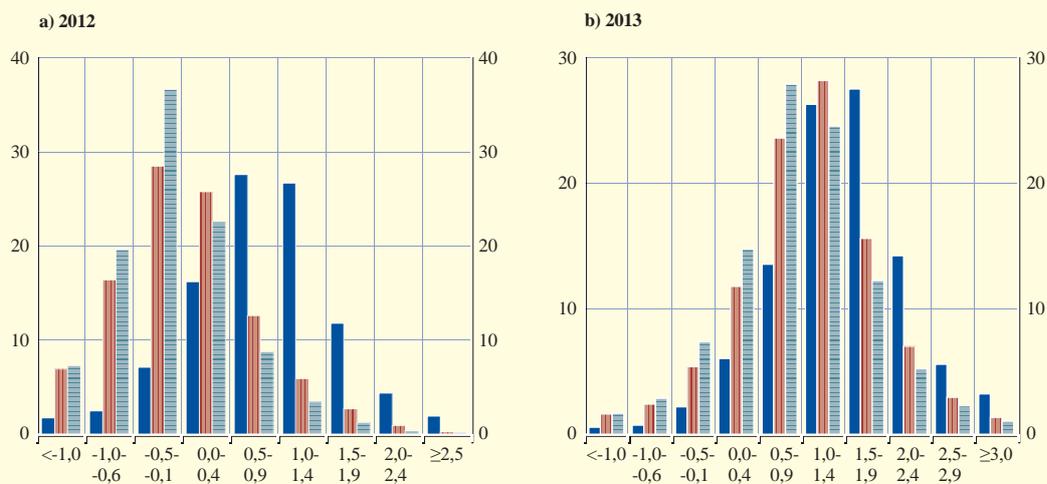
Nota: La incertidumbre agregada se define como la desviación típica de la distribución de probabilidad agregada (suponiendo una función de densidad de probabilidad discreta con masa de probabilidad concentrada en el punto medio del intervalo).

2 Para más información sobre las medidas de incertidumbre, véase el recuadro titulado «Cómo medir las percepciones de la incertidumbre macroeconómica», *Boletín Mensual*, BCE, enero de 2010.

Gráfico D Distribución de probabilidad agregada de las expectativas de crecimiento del PIB para 2012 y 2013 en las últimas encuestas EPE

(probabilidad en porcentaje)

■ EPE IV 2011
■ EPE I 2012
■ EPE II 2012



Fuente: BCE.

Nota: La distribución de probabilidad agregada corresponde a la media de las distribuciones de probabilidad individuales proporcionadas por los expertos en previsión económica.

Las expectativas de crecimiento a más largo plazo (para 2016) se sitúan en el 1,8%, sin variación con respecto a las de la encuesta anterior. La distribución de probabilidad agregada se ha desplazado ligeramente hacia la derecha en comparación con la encuesta anterior, y los expertos siguen asignando la probabilidad más alta (27%) a que el crecimiento del PIB real a más largo plazo se sitúe en un intervalo comprendido entre el 1,5% y el 1,9%.

Considerable revisión al alza de las expectativas relativas a la tasa de desempleo para 2012 y 2013

Las expectativas relativas a la tasa de desempleo se sitúan en el 11% para 2012 y en el 10,9% para 2013, lo que supone una revisión al alza de 0,4 puntos porcentuales en el primer caso y de 0,3 puntos porcentuales en el segundo. Esta revisión podría reflejar, en parte, el hecho de que los últimos datos sobre desempleo disponibles cuando se realizó la encuesta anterior (noviembre de 2011) se hayan revisado al alza desde entonces en 0,2 puntos porcentuales. Los encuestados atribuyen la revisión al alza de las expectativas relativas a la tasa de desempleo, principalmente, a la desaceleración de la actividad económica. Las expectativas para 2012 y 2013 son acordes, en líneas generales, con las previsiones más recientes de Consensus Economics y del Barómetro de la Zona del Euro.

En lo que respecta a la evaluación de los riesgos que rodean a las expectativas, los encuestados consideran que la persistencia de la crisis, especialmente en los países del sur de Europa, constituye el principal riesgo alcista para estas perspectivas, mientras que los riesgos a la baja se asocian, en su mayoría, con la aplicación de nuevas reformas estructurales y con el éxito de las ya implantadas en varios países. Las expectativas relativas a la tasa de desempleo a más largo plazo (para 2016) han aumentado hasta el 8,9%.

Otras variables y supuestos condicionantes

Según otros datos facilitados por los encuestados, los supuestos relativos a los precios del petróleo, al tipo de cambio entre el euro y el dólar estadounidense y al tipo de interés de las operaciones principales de financiación del BCE se han revisado al alza. Concretamente, ahora se espera que los precios del petróleo ronden los 119 dólares por barril en 2012 y que bajen ligeramente en 2013. Se prevé que el tipo de cambio entre el euro y el dólar se sitúe en torno a 1,30 en 2012, y que el euro se aprecie ligeramente al final del año. Según las previsiones, el tipo de interés de las operaciones principales de financiación del BCE se situará, en promedio, en el 0,9 % en 2012 y en el 1 % en 2013. Por último, los supuestos respecto al crecimiento medio anual de la remuneración por asalariado se mantienen sin variación en torno al 2,1 % para 2012 y 2013.

4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

El PIB real se contrajo un 0,3%, en tasa intertrimestral, en el cuarto trimestre de 2011. Los indicadores disponibles para el primer trimestre de 2012 siguen siendo coherentes con una estabilización de la actividad económica en un nivel bajo. Las últimas señales procedentes de las encuestas de opinión de la zona del euro ponen de manifiesto la existencia de incertidumbre. Al mismo tiempo, hay indicios de que continúa la recuperación a escala mundial. Más allá del corto plazo, se sigue esperando que la economía de la zona del euro se recupere gradualmente a lo largo del año, respaldada por la demanda exterior, los bajísimos tipos de interés a corto plazo vigentes en la zona del euro y todas las demás medidas adoptadas para favorecer el funcionamiento adecuado de la economía de la zona. Sin embargo, se prevé que las tensiones que todavía persisten en algunos 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 en los balances de los sectores financiero y no financiero y el elevado desempleo, continúen moderando el dinamismo subyacente del crecimiento. Estas perspectivas económicas siguen estando sujetas a riesgos a la baja.

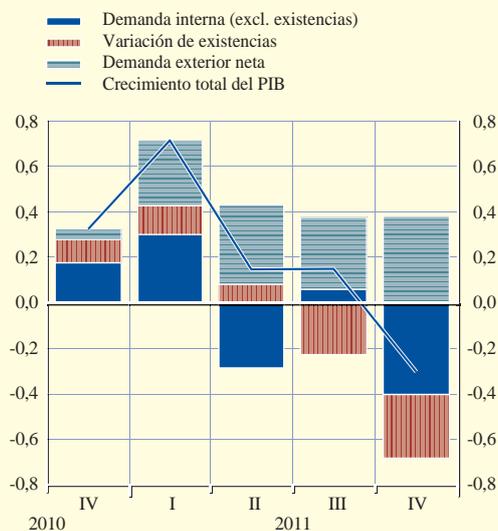
4.1 PIB REAL Y COMPONENTES DE LA DEMANDA

El crecimiento del PIB real en la zona del euro se contrajo un 0,3%, en tasa intertrimestral, en el cuarto trimestre de 2011, tras un crecimiento del 0,1% en los dos trimestres anteriores (véase gráfico 27). Las contribuciones negativas de la demanda interna y de la variación de existencias contrarrestaron con creces la evolución de la demanda exterior neta, que siguió proporcionando un impulso positivo al crecimiento del producto de la zona del euro. En el recuadro 8 se examina la evolución más reciente de las existencias y su influencia en el ciclo económico.

Tras un aumento del 0,2% en el tercer trimestre, el crecimiento del consumo privado pasó a ser negativo nuevamente en el cuarto trimestre, contrayéndose un 0,5%. Este descenso parece deberse totalmente al consumo de bienes y servicios. Sin embargo, las matriculaciones de automóviles se incrementaron entre el tercer y el cuarto trimestre, lo que supone una contribución positiva de las adquisiciones de automóviles al gasto en consumo.

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.

Recuadro 8

ACUMULACIÓN DE EXISTENCIAS: CONSIDERACIONES TEÓRICAS Y EVOLUCIÓN RECIENTE

Las existencias son un factor importante en las fluctuaciones del ciclo económico y desempeñaron un destacado papel durante la crisis financiera que se produjo tras la quiebra de Lehman Brothers en

2008¹. En este recuadro se analizan los mecanismos a través de los cuales las existencias influyen en la actividad económica, se describe la evolución reciente de las existencias y se consideran las repercusiones para la situación económica actual.

Las existencias y el ciclo económico

El ajuste de las existencias es una manera de moderar la producción en situaciones de volatilidad de la demanda. Por tanto, es de esperar que aumenten cuando la demanda es débil, y viceversa. No obstante, la evidencia macroeconómica sugiere que los ajustes de las existencias parecen acentuar tanto las recesiones económicas como las recuperaciones posteriores. Al inicio de una recesión se produce una acumulación involuntaria de existencias, como cabe esperar, ya que la demanda cae a un ritmo más rápido que aquel al que puede ajustarse la producción. Sin embargo, esto va seguido de un proceso de desacumulación, ya que las empresas tratan de reducir los niveles de existencias mediante recortes de la producción, lo que deprime aún más la economía durante la recesión. Cuando el ritmo de desacumulación se ralentiza, la contribución de las existencias al crecimiento del PIB es positiva, respaldando con ello la recuperación económica general.

Es importante observar que no es la variación trimestral de las existencias lo que causa un impacto en la tasa de variación trimestral del PIB, sino la modificación del ritmo de variación (ya se trate de una aceleración o de una desaceleración). Esto se debe a que es la variación del nivel de existencias lo que influye en la «identidad» del nivel del PIB, es decir, la producción que no se vende en el mismo período contable incrementa las existencias en ese período. Por lo tanto, para que la contribución de las existencias al crecimiento sea positiva no es necesario que se produzca una verdadera acumulación de existencias, sino que puede ocurrir ante una mera disminución del ritmo de desacumulación. Esto sucede a menudo durante una recuperación justo después de alcanzarse el punto más bajo de la actividad, cuando, con frecuencia, el ritmo de desacumulación registra su máxima intensidad.

Problemas relacionados con los datos

Resulta difícil realizar un seguimiento y medir las existencias, y los indicadores relativos a esta variable están sujetos a posibles revisiones. Este seguimiento es una tarea especialmente compleja en la UE porque no existe un equivalente a los importantes indicadores sobre ventas y existencias mensuales que publica el Departamento de Comercio de Estados Unidos, que son ampliamente comentados y son fundamentales para los análisis de la evolución de las existencias en ese país. En cambio, en la UE se utilizan datos de las cuentas nacionales para analizar las existencias. En principio, estos datos tienen la ventaja de ofrecer una cobertura completa, si bien es necesario actuar con prudencia al interpretar las variaciones de las existencias partiendo de esa base porque son el componente menos fiable de la desagregación del PIB por el lado del gasto. Debido a que a menudo no se dispone de datos originales o fiables de frecuencia trimestral sobre las existencias, la variación de las existencias suele desempeñar un destacado papel en el proceso equilibrador de las cuentas nacionales y, por lo tanto, estas contienen un importante componente residual. Además, los datos sobre la evolución de las existencias suelen ser objeto de revisiones significativas². Otra dificultad es que Eurostat no publica datos sobre la variación de existencias en términos de volúmenes (índices encadenados), sino solo sobre su contribución al crecimiento (o variación de existencias en términos

1 Véase el recuadro titulado «Evolución reciente de la acumulación de existencias», *Boletín Mensual*, BCE, mayo de 2009.

2 Véase el recuadro titulado «La fiabilidad de las estimaciones del crecimiento del PIB en la zona del euro y de sus componentes», *Boletín Mensual*, BCE, junio de 2006.

nominales)³. Por estos motivos, la valoración a corto plazo de la dinámica de las existencias se basa, en gran medida, en evidencia procedente de encuestas.

Indicadores a corto plazo de la evolución de las existencias

Los datos procedentes de las encuestas pueden utilizarse para analizar las variaciones cíclicas de las existencias. Por ejemplo, el gráfico A muestra la variación de las existencias obtenida del índice de directores de compras. Los índices se construyen de manera que, en principio, un valor superior a 50 indica una acumulación de existencias y un valor inferior a 50 señala una desacumulación.

Como puede apreciarse en el gráfico A, los índices de directores de compras apuntan a diferencias significativas en la evolución de las existencias de productos terminados en las manufacturas (que se ajustan más tarde) y de las existencias de bienes

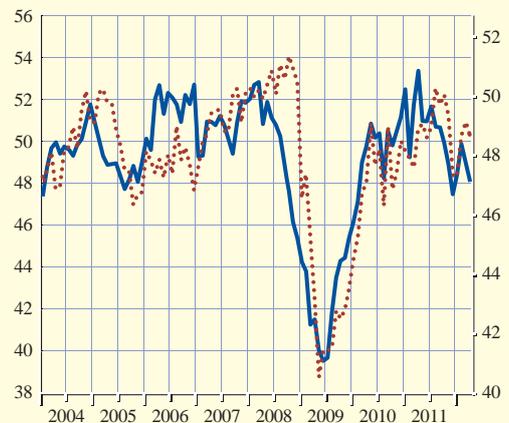
intermedios y de las del comercio minorista (que se ajustan en una fase más temprana). Las empresas pueden ajustar con más facilidad las existencias de bienes intermedios, por ejemplo, aplazando o anulando pedidos o entregas, mientras que el ajuste de las existencias de productos terminados exige ajustes de la producción, que son mucho más costosos y llevan más tiempo. En la época de la quiebra de Lehman Brothers, por ejemplo, la desacumulación de las existencias de bienes intermedios en las manufacturas y de las del comercio minorista comenzó ya en septiembre de 2008, y posteriormente se intensificó. En cambio, parece que la acumulación de existencias de productos terminados continuó (e incluso se aceleró ligeramente) hasta mediados de diciembre de 2008. Esto indica que la desacumulación voluntaria de las existencias de bienes intermedios en las manufacturas y de las del segmento minorista contribuyó a un aumento involuntario de las existencias de productos terminados, ya que, al parecer, los fabricantes no lograron reducir la producción lo bastante rápido como para evitar que las existencias de productos terminados en relación con las ventas en las manufacturas se incrementaran por encima de los niveles deseados. Por consiguiente, un «shock de existencias» provoca primero una modificación de la composición de las existencias, antes de afectar a su nivel total.

Otras encuestas proporcionan información sobre el nivel de existencias más que sobre su variación, como es el caso de las encuestas de opinión de la Comisión Europea. El gráfico B muestra que, según estas encuestas, se consideró que los niveles de existencias de productos terminados en las manufacturas

Gráfico A Variaciones de existencias según el índice de directores de compras de la zona del euro

(indicadores de difusión; datos mensuales)

— Bienes intermedios en las manufacturas y existencias del comercio minorista (escala izquierda)
 Productos terminados en las manufacturas (escala derecha)



Fuentes: Markit y cálculos del BCE.

Nota: Media simple de las existencias de bienes intermedios en las manufacturas y de las del comercio minorista.

3 Es importante observar que la variación de existencias en términos nominales excluye las ganancias y pérdidas generadas por las existencias. Por tanto, es distinta de la variación del valor de las existencias, que las incluye. Aunque la identidad contable que relaciona el PIB y sus componentes de demanda es válida en términos nominales y en términos de volumen a precios constantes, no lo es en términos de volúmenes encadenados (pero sí para las contribuciones encadenadas al crecimiento). De este modo, salvo que el instituto de estadística publique una estimación (como en Estados Unidos, Japón y el Reino Unido), es difícil, cuando no imposible, obtener datos sobre variaciones encadenadas de existencias.

habían aumentado sustancialmente en comparación con los niveles «normales» durante 2008, lo que es acorde con la evidencia procedente del índice de directores de compras de que ese año se produjo una acumulación de estas existencias. También apunta al carácter involuntario de esta acumulación, ya que la valoración fue que el nivel era superior a la media. Por el contrario, siguió considerándose que las existencias continuaban siendo más elevadas de lo «normal» a principios de 2009, lo que puede parecer que contradice la evidencia de una desacumulación pronunciada obtenida del índice de directores de compras. No obstante, la aparente diferencia entre las dos series realmente puede indicar que la desacumulación voluntaria de productos terminados que muestra el índice de directores de compras simplemente se consideró insuficiente, ya que las empresas redujeron sus objetivos de existencias de manera paralela a la disminución de sus niveles de existencias.

Las propiedades de indicador adelantado de algunos de estos indicadores a corto plazo de la evolución de los datos sobre existencias de las cuentas nacionales trimestrales se muestran en los gráficos C y D. El gráfico C presenta las variaciones intertrimestrales, desestacionalizadas, de las existencias de la zona del euro según datos de las cuentas nacionales (en términos nominales), en comparación con el índice de directores de compras, y el gráfico D, la contribución de las existencias al crecimiento del PIB, en términos de volúmenes encadenados, en relación con la variación del índice de directores de compras. Los gráficos sugieren que las variaciones de las existencias medidas a partir de los datos de las cuentas nacionales y de los procedentes de las encuestas a los directores de compras son consistentes, en líneas generales.

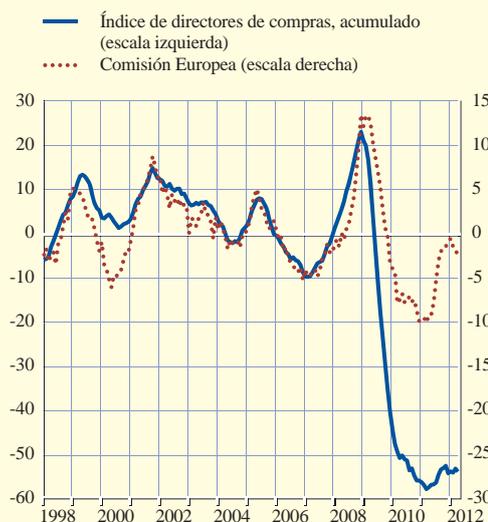
Por lo tanto, las encuestas relacionadas con las existencias resultan de utilidad para analizar la evolución económica, especialmente por su puntualidad y su fiabilidad en comparación con los datos de las cuentas nacionales. La desagregación del PIB por el lado del gasto no está disponible hasta transcurridos 60 días y, a diferencia de la información obtenida de las encuestas, los datos sobre la contribución de las existencias al crecimiento del PIB están sujetos a revisiones significativas.

Análisis provisional de la evolución de las existencias en 2011-2012

Según evidencia reciente sobre variaciones de las existencias, tras una fase de reposición, el deterioro de las perspectivas y el endurecimiento de las condiciones de financiación provocaron un cambio de sentido del ciclo de existencias a mediados de 2011, con contribuciones negativas de las variaciones de las existencias al crecimiento del PIB real en el tercero y el cuarto trimestre. Esta evolución fue similar a la observada a finales de 2008. No obstante, en un contexto de niveles bastante bajos de existencias (véase gráfico B) y de desacumulación moderada en el último trimestre de 2011, según

Gráfico B Nivel de existencias de productos terminados en las manufacturas de la zona del euro

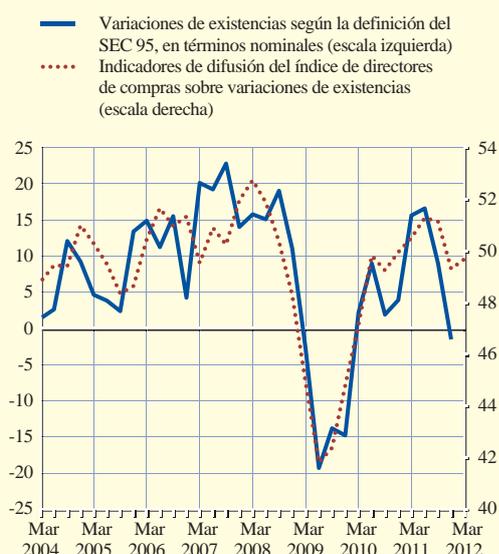
(saldos netos basados en las encuestas; datos mensuales)



Fuentes: Markit, Comisión Europea y cálculos del BCE.
 Notas: Basado en la serie corregida por la media de la Comisión Europea durante el período 1997-2008 y en los índices de directores de compras de la zona del euro acumulados, adicionalmente corregidos de la tendencia y ajustados a la serie de la Comisión Europea mencionada.

Gráfico C Variaciones de existencias en la zona del euro obtenidas a partir de las cuentas nacionales y del índice de directores de compras

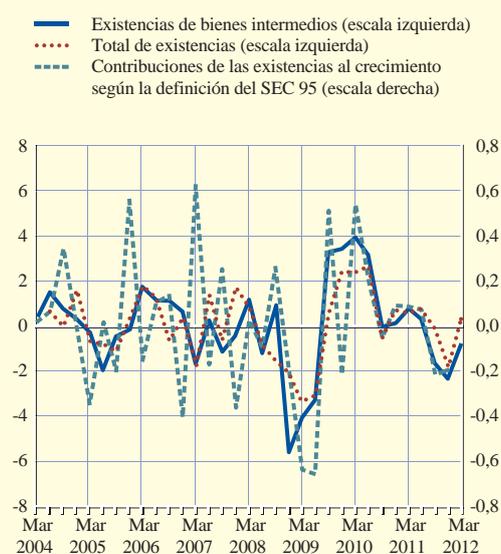
(indicadores de difusión; mm de euros)



Fuentes: Markit, Eurostat y cálculos del BCE.
 Nota: Cuentas nacionales: variaciones de existencias, en términos nominales. Índice de directores de compras: media de las existencias de bienes intermedios y de productos terminados en las manufacturas y de las del comercio minorista.

Gráfico D Contribuciones de las existencias al crecimiento de la zona del euro obtenidas a partir de las cuentas nacionales y del índice de directores de compras

(variaciones en puntos de los indicadores de difusión; puntos porcentuales del PIB)



Fuentes: Markit, Eurostat y cálculos del BCE.
 Nota: Cuentas nacionales: contribuciones en volúmenes encadenados. Índice de directores de compras: variaciones de los índices (en puntos). Véase el gráfico C.

la información procedente de las cuentas nacionales (véase gráfico C), la probabilidad de que una desacumulación pronunciada haya influido en el crecimiento del PIB a principios de 2012, como sucedió a comienzos de 2009, parece ser muy limitada. Además, desde enero de 2012, las encuestas a los directores de compras han apuntado a que el ritmo de desacumulación se está ralentizando y, por tanto, a unas contribuciones de las existencias al crecimiento posiblemente menos negativas o más positivas de lo esperado previamente (véase gráfico D).

Por lo que se refiere al primer trimestre de 2012, la información sobre el consumo privado revela una persistente debilidad del gasto de los hogares. En febrero, el crecimiento de las ventas del comercio al por menor fue nulo y, en los dos primeros meses del primer trimestre, se situó alrededor de un 0,2% por encima de su nivel medio en el último trimestre de 2011. Ello supone una mejora con respecto al trimestre anterior, en el que las ventas del comercio minorista se redujeron un 1,1%. Al mismo tiempo, aunque las matriculaciones de automóviles aumentaron tanto en febrero como en marzo de este año, siguieron disminuyendo en forma acusada, y retrocedieron un 7,9%, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre, lo que contrasta con el último trimestre de 2011, cuando las matriculaciones se incrementaron un 1,3%. Los datos de las encuestas de opinión relativos al comercio al por menor también señalan una debilidad prolongada del consumo de bienes al por menor en el primer trimestre, así como en abril de 2012 (véase gráfico 28). En promedio, el índice de directores de compras (PMI) del comercio al por menor se mantuvo en 46,7 en el primer trimestre de 2012, permaneciendo así por debajo del umbral teórico de expansión de 50. El índice cayó a 41,3 en abril, la observación más baja desde finales de 2008. Además, después de tres meses de mejora, la confianza de los consumidores de la zona del euro se redujo en abril.

El índice, que parece haberse estabilizado, en líneas generales, tras el acusado descenso observado durante el último semestre de 2011, todavía se sitúa por debajo de su media de largo plazo, señalando con ello una dinámica del gasto en consumo aún más lenta. Del mismo modo, el indicador de grandes compras esperadas también se mantuvo en un nivel muy inferior a su media de largo plazo.

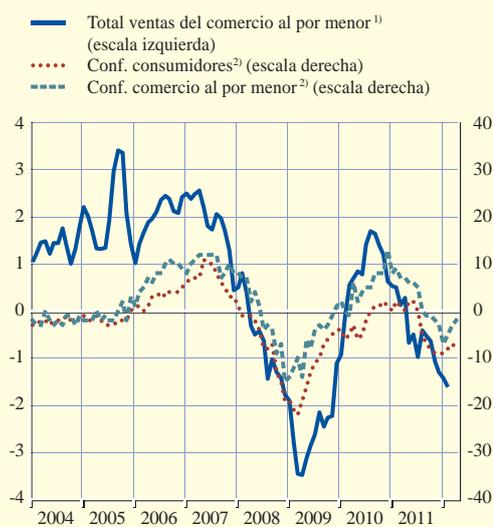
La formación bruta de capital fijo se redujo un 0,5%, en tasa intertrimestral, en el cuarto trimestre de 2011, tras registrar un retroceso del 0,2% en los dos trimestres anteriores. En cuanto al detalle de la inversión en el cuarto trimestre, la inversión en construcción disminuyó un 0,4%, en tasa intertrimestral, mientras que la inversión, excluida la construcción, se contrajo un 0,5%. De cara al futuro, la producción industrial de bienes de equipo (un indicador de la inversión futura, excluida la construcción) se incrementó un 0,7% en febrero, tras un descenso del 0,4% en enero. No obstante, el nivel medio de producción de bienes de equipo en estos dos meses se situó un 0,7% por debajo del registrado en el cuarto trimestre, cuando la producción disminuyó un 1,5%, en tasa intertrimestral. Los resultados de las encuestas relativos a la industria, excluida la construcción, tanto del PMI como de la Comisión Europea, muestran, en general, una mejora limitada de la actividad inversora en el primer trimestre de 2012 con respecto al último trimestre de 2011. Al mismo tiempo, las encuestas de la Comisión indican que la utilización de la capacidad productiva se mantuvo básicamente estable en el período de tres meses hasta abril de 2012, en un nivel por debajo de su media de largo plazo.

Asimismo, es probable que la inversión en construcción haya mantenido su debilidad en el primer trimestre. La producción de la construcción en la zona del euro disminuyó un 7%, en tasa intermensual, en febrero de 2012, muy influida por las adversas condiciones meteorológicas en algunas áreas de la zona del euro. Esta contracción fue acorde con el PMI de la construcción, que ya había indicado una caída acusada. Aún no se observan señales de recuperación, dado que las restricciones financieras y los ajustes en curso en los mercados de la vivienda en distintos países de la zona del euro siguen afectando a la inversión en construcción. Las encuestas confirman que el panorama de dichas inversiones sigue siendo de fragilidad. Por ejemplo, el indicador de confianza de la construcción publicado por la Comisión Europea se mantiene en niveles inferiores a su media histórica (se dispone de datos hasta abril de 2012). Al mismo tiempo, aunque el PMI de la construcción en la zona del euro se recuperó en marzo, se mantuvo, sin embargo, en un nivel muy por debajo de 50, lo que apunta a una nueva evolución negativa en el primer trimestre de 2012.

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, principalmente como consecuencia del menor crecimiento económico de la zona del euro y de la economía mundial. Sin embargo, en los dos primeros meses de 2012, las exportaciones de bienes cobraron fuerza en un contexto de fortalecimiento

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; incluye el combustible.
2) Saldos netos; datos desestacionalizados ajustados a la media.

de la demanda exterior. Las importaciones de bienes también mejoraron durante este período en términos nominales, aunque la evidencia disponible sugiere que esta mejora se debió en parte a una subida de los precios de importación. Los datos de las encuestas relativos a las exportaciones de la zona del euro también eran algo más optimistas al inicio del año, en un contexto 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 de la zona del euro se situaba claramente por encima de la media del trimestre anterior, aunque aún se mantenía por debajo del umbral de expansión de 50. Sin embargo, más recientemente, el PMI de nuevos pedidos exteriores registró un descenso en términos mensuales, indicando riesgos a la baja para el crecimiento de las exportaciones a corto plazo. En práctica consonancia con las perspectivas para la actividad económica en la zona del euro, las perspectivas a corto plazo para las importaciones son bastante poco halagüeñas.

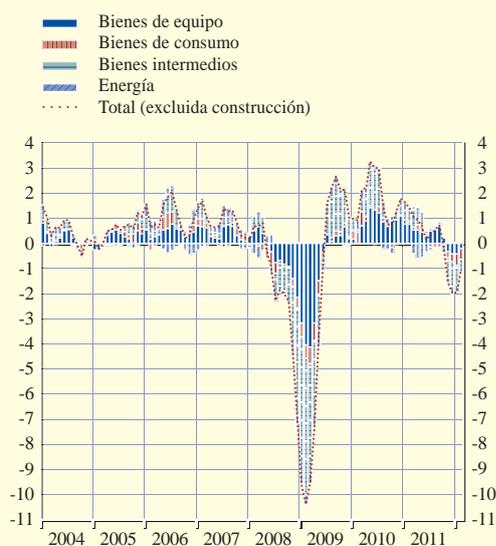
4.2 PRODUCTO POR RAMAS DE ACTIVIDAD

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%, mientras que el valor añadido de los servicios y de la construcción aumentó un 0,1% y un 0,3%, respectivamente.

En lo que respecta a la evolución en el primer trimestre de 2012, el crecimiento de la producción industrial (excluida la construcción) se incrementó un 0,4% en febrero, tras el crecimiento nulo del mes anterior.

Gráfico 29 Crecimiento de la producción industrial y contribuciones

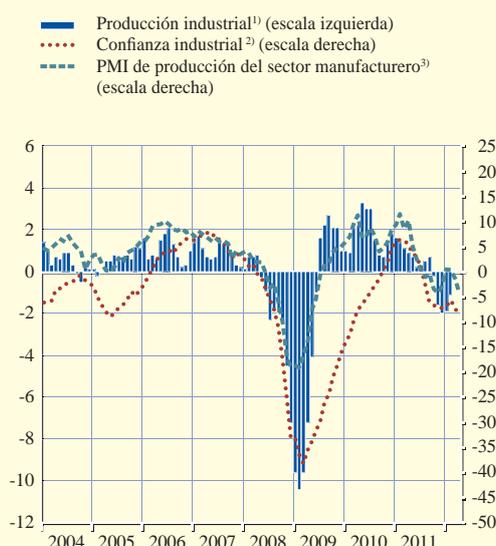
(tasa de crecimiento y contribuciones en puntos porcentuales; datos mensuales desestacionalizados)



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.

En enero y febrero, la producción se situó, en promedio, un 0,6 % por debajo del nivel alcanzado en el cuarto trimestre, lo que supone una mejora con respecto a la evolución observada en dicho trimestre, cuando la producción se contrajo un 2 %, en tasa intertrimestral (véase gráfico 29). Mientras tanto, en febrero, los nuevos pedidos industriales de la zona del euro (excluido el material de transporte pesado) disminuyeron un 0,8 % adicional, en tasa intermensual, tras un descenso del 2,5 % en enero. Aunque los datos de las encuestas, que son más puntuales, confirman el panorama de continua debilidad, también indican cierta estabilización en el primer trimestre de 2012, con respecto al último trimestre de 2011. Por ejemplo, aunque el PMI de producción del sector manufacturero descendió en el período de tres meses hasta abril, su media en el primer trimestre de 2012 siguió siendo más elevada que la del último trimestre de 2011 (véase gráfico 30). Al mismo tiempo, los datos de las encuestas de la Comisión Europea indican que la demanda más débil y el empeoramiento de las condiciones de financiación tuvieron un impacto negativo sobre la producción en los tres meses transcurridos hasta abril de 2012. El índice PMI de actividad comercial del sector servicios también mejoró en el primer trimestre de 2012, antes de retroceder en abril. Otras encuestas de opinión, como las de la Comisión Europea, están básicamente en línea con la evolución del PMI. El recuadro 9 presenta un enfoque que trata de identificar las señales cíclicas de los indicadores económicos. La conclusión principal es que los aumentos de los indicadores económicos de la zona del euro en el primer trimestre reflejan una mejora cíclica genuina. Sin embargo, la evidencia para el segundo trimestre es demasiado limitada para extraer conclusiones. Aunque la evidencia de las encuestas relativas a la zona del euro apunta, en su mayoría, a un deterioro en abril, algunos resultados de encuestas nacionales presentan un panorama algo distinto.

Recuadro 9

IDENTIFICACIÓN DE LAS SEÑALES CÍCLICAS OBTENIDAS DE LOS INDICADORES ECONÓMICOS DE LA ZONA DEL EURO

Para el análisis cíclico en general y la evaluación de la situación económica actual en particular, puede ser de gran utilidad tratar de distinguir si un cambio de sentido en uno de los indicadores económicos de los que se hace regularmente un seguimiento mensual representa un punto de giro cíclico genuino o es simplemente «ruido». En las series temporales, pueden utilizarse técnicas de filtrado para diferenciar los movimientos cíclicos de los irregulares. No obstante, los resultados filtrados son, en general, menos fiables al final de la muestra, es decir, en la parte de la serie temporal más relevante para la evaluación de la situación económica actual. Un modo alternativo de abordar este problema, que evita el problema al final de la muestra, consiste en basar la distinción entre un movimiento cíclico genuino y la volatilidad de los datos en lo ocurrido en la serie en el pasado. Esta distinción puede llevarse a cabo aplicando la herramienta denominada «meses de dominancia cíclica», que compara las magnitudes medias de las variaciones de los componentes irregular y cíclico de una serie durante diferentes intervalos temporales del pasado¹. A partir de este estadístico, se puede obtener una indicación del período de tiempo durante el cual se debe observar una variación en una serie para poder estar relativamente seguro de que refleja una evolución cíclica y no solo ruido. En este recuadro se presenta la herramienta «meses de dominancia cíclica», que se aplica a una gama de indicadores utilizados habitualmente para efectuar un seguimiento de la actividad económica de la zona del euro.

1 La herramienta «meses de dominancia cíclica» fue introducida por J. Shiskin, «Electronic Computers and Business Indicators», *Occasional Paper Series*, n.º 57, National Bureau of Economic Research, 1957. Véase también, por ejemplo, J. Shiskin, «How accurate?», *The American Statistician*, vol. 14, n.º 4, octubre de 1960, pp. 15-17.

El enfoque «meses de dominancia cíclica»

Para obtener los meses de dominancia cíclica de un indicador económico, la serie desestacionalizada se debe descomponer, en primer lugar, en estimaciones de sus componentes irregular, cíclico y, en su caso, tendencial. Esta descomposición puede realizarse utilizando técnicas de filtrado convencionales. Si las variaciones del componente tendencial son aproximadamente cero en los horizontes más cortos, los cambios a corto plazo en la serie temporal pueden atribuirse fundamentalmente a variaciones de los componentes irregular y cíclico. En una segunda etapa, se calculan las ratios de señal-ruido. Estas ratios comparan la magnitud media de la variación a corto plazo de cada uno de estos dos componentes para diferentes intervalos temporales. Como la magnitud de la variación del componente cíclico tiende a aumentar con el horizonte temporal, mientras que la del componente irregular se mantiene prácticamente igual independientemente del horizonte, la ratio de señal-ruido disminuye cuando aumenta la duración del intervalo. Cuando la variación del componente cíclico supera la del componente irregular, la ratio cae por debajo de 1. La duración del horizonte temporal en ese punto es el número de meses requerido, en promedio, para que el componente cíclico domine al componente irregular en esa serie, es decir, son los meses de dominancia cíclica. Así pues, esta herramienta indica el horizonte temporal mínimo durante el que debe observarse un cambio en una serie dada para que se considere cíclico. Por lo general, cuanto más ruido tenga la serie, más largo será el horizonte.

Sin embargo, si bien un valor de la ratio inferior a 1 indica que un cambio observado en la serie durante este horizonte temporal es más probable que refleje una evolución cíclica que ruido, para estar relativamente seguros de que esto es realmente cierto se podría considerar elegir un horizonte correspondiente a una ratio de señal-ruido ligeramente por debajo de 1. En un valor de 0,95, por ejemplo, las variaciones del componente irregular durante ese intervalo temporal han sido, en promedio, solamente un 5 % menores que las del componente cíclico. El valor de la ratio de señal-ruido no debería ser demasiado bajo, dado que ello retrasa la detección de las variaciones cíclicas.

Resultados empíricos de los indicadores económicos de la zona del euro

El enfoque «meses de dominancia cíclica» se aplicó a una gama de indicadores de la actividad económica a corto plazo en la zona del euro. Los indicadores considerados incluían los de producción en la industria y en la construcción y en subsectores de la industria. También se tomaron en consideración datos procedentes de las encuestas de la Comisión Europea y del índice de directores de compras (PMI) sobre la evolución de la actividad en la industria, la construcción y los servicios, así como de la economía en su conjunto. El cuadro muestra las ratios de señal-ruido de los indicadores para horizontes comprendidos entre uno y seis meses². También se indica el período mínimo durante el cual se ha de observar una variación en los diferentes indicadores para que pueda clasificarse de manera relativamente segura como cíclica. Para disponer de algún margen de seguridad a la hora de seleccionar empíricamente el intervalo temporal y reducir la probabilidad de que se dé una señal falsa de variación cíclica, el umbral de la ratio de señal-ruido se fijó por debajo de 0,8.

El cuadro pone de manifiesto las importantes diferencias existentes entre las ratios de señal-ruido de los indicadores analizados y, por lo tanto, del número de meses en los que debe observarse una variación para que pueda considerarse cíclica de manera relativamente segura. En la gran mayoría de

² Los resultados empíricos se obtuvieron aplicando el filtro pasa banda de Baxter-King.

Ratios de señal-ruido y número de meses de los indicadores de actividad económica

Indicador mensual	Ratios de señal-ruido (número de meses)						Número de meses
	1	2	3	4	5	6	
Producción industrial (excluida la construcción)	3,0	1,6	1,0	0,9	0,7	0,5	5
Producción de bienes intermedios	2,0	1,2	0,8	0,6	0,5	0,4	4
Producción de bienes de equipo	2,8	1,5	1,0	0,8	0,7	0,5	5
Producción de bienes de consumo duradero	3,6	1,8	1,3	1,0	0,8	0,6	6
Producción de bienes de consumo no duradero	4,8	2,5	1,8	1,5	1,2	0,9	>6
Producción de bienes de consumo	3,0	1,8	1,4	1,1	0,9	0,7	6
Producción de energía	6,0	3,6	2,4	1,9	1,6	1,3	>6
Producción manufacturera	2,2	1,2	0,8	0,7	0,5	0,4	4
Producción de la construcción	4,4	2,5	1,7	1,4	1,2	1,0	>6
Confianza industrial CE	0,8	0,5	0,4	0,3	0,3	0,2	2
Confianza de los servicios CE	1,9	1,1	0,8	0,7	0,5	0,4	4
Confianza de la construcción CE	2,6	1,6	1,0	0,7	0,6	0,4	4
Indicador de clima económico CE	0,9	0,6	0,4	0,3	0,3	0,2	2
PMI total de las manufacturas	1,0	0,8	0,6	0,5	0,4	0,3	3
PMI de producción de las manufacturas	1,3	0,9	0,7	0,5	0,4	0,4	3
PMI de nuevos pedidos de las manufacturas	1,3	1,0	0,7	0,6	0,4	0,4	3
PMI de actividad comercial de los servicios	1,6	1,1	0,9	0,6	0,5	0,4	4
PMI de nuevos negocios de los servicios	1,7	1,3	1,0	0,7	0,6	0,5	4
PMI de producción de la construcción	2,1	1,4	1,1	0,8	0,7	0,5	5
PMI de nuevos pedidos de la construcción	1,9	1,2	1,0	0,7	0,6	0,5	4
Índice agregado de producción PMI	1,3	1,0	0,8	0,6	0,5	0,4	4
Índice agregado de nuevos negocios PMI	1,4	1,1	0,8	0,7	0,5	0,4	4

Fuentes: Eurostat, Comisión Europea, Markit y cálculos del BCE.
Nota: La sigla CE significa Comisión Europea; y PMI, índice de directores de compras.

las series de producción, el componente irregular domina sobre la evolución del componente cíclico incluso cuando se tienen en cuenta variaciones durante tres meses o más. Inclusive en la serie de producción industrial (excluida la construcción), la evolución se ha de observar adoptando el margen de seguridad mencionado para la ratio de señal-ruido durante al menos cinco meses antes de que pueda considerarse con relativa seguridad que representa movimientos cíclicos. La evolución de series tales como construcción y producción de energía debe observarse durante un período de tiempo más prolongado. El indicador de producción con un mejor comportamiento parece ser el de producción de bienes intermedios, pero incluso aquí la variación debe observarse durante cuatro meses para que puedan extraerse conclusiones. Además, teniendo en cuenta los retrasos en la publicación de los datos de producción (alrededor de un mes y medio después del mes de referencia), incluso en la serie de producción de bienes intermedios solo se puede identificar con relativa seguridad una señal cíclica casi medio año después del mes de referencia, lo que es demasiado tarde para que sea de utilidad para el análisis de la situación económica actual.

Los indicadores de opinión presentan un mejor comportamiento que los indicadores que se acaban de analizar, pero también aquí existen notables diferencias entre ellos. Los mejores resultados los obtiene el indicador de confianza industrial de la Comisión Europea, seguido de cerca por el indicador de clima económico. En estos indicadores, incluso las variaciones observadas durante dos meses tienen una probabilidad relativamente elevada de deberse al ciclo. Por lo que se refiere a la confianza industrial, las fluctuaciones irregulares observadas durante dos meses ya son, en promedio, casi un 50% menores que las variaciones cíclicas. En las encuestas PMI, los índices PMI de manufacturas son los que presentan los mejores resultados, con ratios de señal-ruido de 0,6 a 0,7 para variaciones de tres meses. El mejor comportamiento de las encuestas en términos de meses de dominancia cíclica junto con una mayor puntualidad (dado que se publican hacia finales del mes

en cuestión o a principios del siguiente) hacen que esos indicadores sean más útiles en términos de información puntual sobre la evolución cíclica (en la medida en que los datos de las encuestas captan esta evolución).

Señales sobre la situación cíclica de la zona del euro

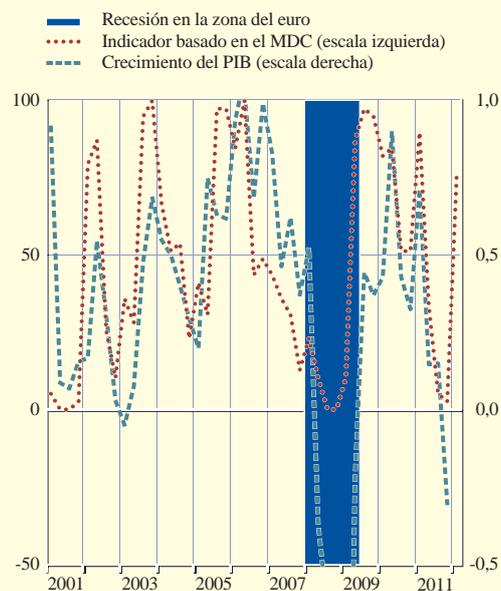
Una forma adecuada de resumir las señales cíclicas obtenidas de los indicadores a corto plazo basadas en sus meses de dominancia cíclica es calcular la parte de esos indicadores que señala una mejora cíclica, es decir, la proporción de indicadores que ha mejorado al menos durante el tiempo que se considera seguro este enfoque. El enfoque se ilustra en el gráfico utilizando las señales dadas por el conjunto de encuestas mencionadas anteriormente. Los indicadores de producción no se consideran en este indicador resumen, dado el retraso de sus señales de variaciones cíclicas.

El gráfico muestra que el indicador parece detectar con bastante seguridad los cambios en la fortaleza subyacente del crecimiento del PIB. No obstante, se ha de hacer hincapié en que no debe interpretarse que el indicador resumen proporciona estimaciones cuantitativas de dicha fortaleza. Parece que, en promedio, las variaciones del indicador adelantan ligeramente los cambios en la intensidad subyacente del crecimiento del PIB. Además, el conjunto de series incluidas en el indicador resumen utilizado para ilustrar los resultados y el sistema de ponderaciones aplicado no tienen por objeto la obtención de señales cuantitativas sobre la fortaleza del crecimiento. Por otra parte, la información en que se basa el indicador está disponible antes que los datos de contabilidad nacional para el mismo período de referencia. En cuanto a la situación actual, el indicador sugiere una mejora cíclica en el primer trimestre de 2012. Un 75 % de las series subyacentes aumentó en el primer trimestre durante al menos el horizonte que se considera fiable según los meses de dominancia cíclica.

En resumen, el enfoque denominado «meses de dominancia cíclica» parece ser una herramienta útil para diferenciar la evolución cíclica de la evolución irregular de los indicadores económicos, y ayuda a identificar los indicadores que pueden proporcionar señales tempranas de una variación cíclica. Si bien se centra en los indicadores con ratios de señal-ruido bajas y proporciona información puntual sobre el punto de giro, el enfoque no tiene en cuenta, sin embargo, la fortaleza de su relación con el crecimiento del PIB. Además, el conjunto de series incluidas en el indicador resumen utilizado para ilustrar los resultados y el sistema de ponderación aplicado no tienen por objeto la obtención de señales cuantitativas sobre la intensidad del crecimiento. Pese a ello, el indicador resumen parece detectar bastante bien, y en una etapa temprana,

Proporción de algunos indicadores de opinión que señalan una mejora cíclica

(porcentaje; tasas de crecimiento interanual)



Fuentes: Eurostat, Comisión Europea, Markit y cálculos del BCE.
Nota: Para mejorar la lectura del gráfico, se han eliminado de él las tasas de crecimiento intertrimestral fuertemente negativas observadas durante la recesión. Las siglas MDC significan meses de dominancia cíclica.

los cambios en la dinámica subyacente del crecimiento. En cuanto a la situación cíclica actual de la zona del euro, los resultados sugieren que los aumentos observados en los indicadores económicos en el primer trimestre no se deben solamente al ruido, sino que es probable que reflejen una mejora cíclica genuina, si bien la evidencia para el segundo trimestre es aún demasiado limitada para poder extraer conclusiones.

4.3 MERCADO DE TRABAJO

Los mercados de trabajo de la zona del euro continúan deteriorándose. El empleo se redujo en la última parte de 2011 y la tasa de desempleo muestra una tendencia al alza. Los datos de las encuestas anticipan una nueva y negativa evolución en el período próximo.

El empleo se redujo un 0,2 %, en tasa intertrimestral, tanto en el tercer como en el cuarto trimestre de 2011, tras un crecimiento positivo en los dos primeros trimestres del año (véase cuadro 7). Al mismo tiempo, las horas trabajadas disminuyeron un 0,4 %, en tasa intertrimestral, en el cuarto trimestre. A nivel sectorial, y en términos intertrimestrales, los datos más recientes muestran que el empleo en la construcción registró una caída acusada, mientras que en la industria (excluida la construcción) y en los servicios el descenso fue menos pronunciado.

Como el crecimiento interanual del PIB cayó más en 2011 que el crecimiento del empleo, el crecimiento interanual de la productividad del trabajo por persona ocupada se redujo hasta el 0,9 % en el cuarto trimestre, desde el 2,2 % del primer trimestre del año (véase gráfico 32). Durante el mismo período, el crecimiento interanual de la productividad por hora trabajada pasó del 1,8 % al 0,7 %. En cuanto al primer trimestre de 2012, la evolución más reciente del índice PMI de productividad sugiere un crecimiento de esta variable prácticamente estable.

Cuadro 7 Crecimiento del empleo

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

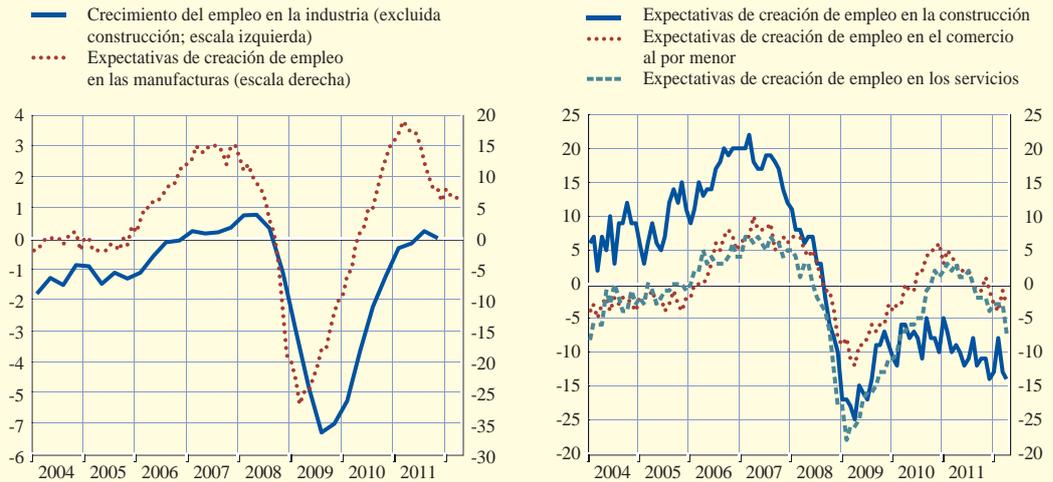
	Personas					Horas				
	Tasas interanuales		Tasas intertrimestrales			Tasas interanuales		Tasas intertrimestrales		
	2010	2011	2011 II	2011 III	2011 IV	2010	2011	2011 II	2011 III	2011 IV
Total de la economía	-0,5	0,1	0,2	-0,2	-0,2	0,0	0,2	-0,3	0,2	-0,4
<i>Del cual:</i>										
Agricultura y pesca	-0,9	-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 ¹⁾	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)

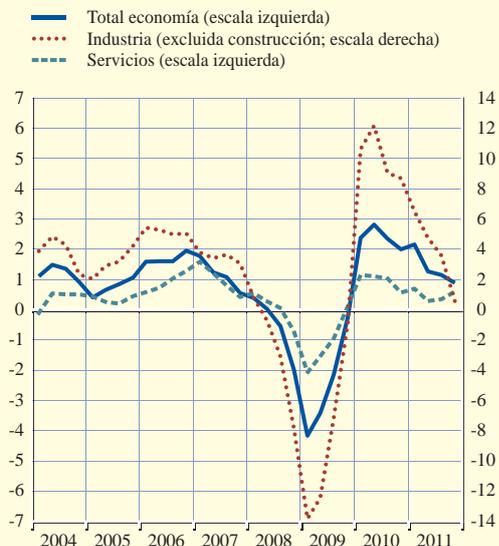


Fuentes: Eurostat y encuestas de opinión de la Comisión Europea.
Notas: Los saldos netos están ajustados a la media.

La tasa de paro muestra una tendencia al alza y se situó en el 10,9 % en marzo (véase gráfico 33), lo que supone un aumento de 0,1 puntos porcentuales con respecto a abril de 2011, que es el mes en el que la tasa de desempleo comenzó a aumentar de nuevo. Los indicadores de opinión apuntan al mantenimiento de una evolución negativa del empleo tanto en la industria como en los servicios a principios del

Gráfico 32 Productividad del trabajo por persona ocupada

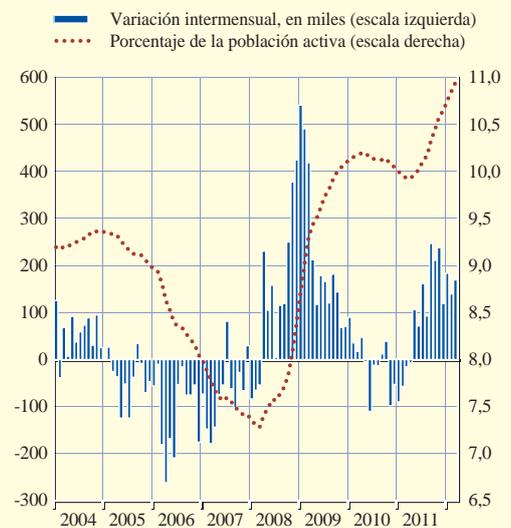
(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico 33 Desempleo

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

segundo trimestre de 2012 (véase gráfico 31). Además, la tasa de desempleo esperada para 2012 y 2013 ha sido revisado al alza en la última encuesta a expertos en previsión económica (véase recuadro 6 de la sección 3). No obstante, parte de esta revisión puede deberse a una revisión al alza de los datos históricos.

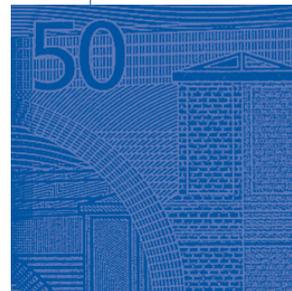
4.4 PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

Los indicadores disponibles para el primer trimestre de 2012 siguen siendo coherentes con una estabilización de la actividad económica en un nivel bajo. Las últimas señales procedentes de las encuestas de opinión de la zona del euro ponen de manifiesto la existencia de incertidumbre. Al mismo tiempo, hay indicios de que continúa la recuperación a escala mundial. Más allá del corto plazo, se sigue esperando que la economía de la zona del euro se recupere gradualmente a lo largo del año, respaldada por la demanda exterior, los bajísimos tipos de interés a corto plazo vigentes en la zona del euro y todas las demás medidas adoptadas para favorecer el funcionamiento adecuado de la economía de la zona. Sin embargo, se prevé que las tensiones que todavía persisten en algunos 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 en los balances de los sectores financiero y no financiero y el elevado desempleo, continúen moderando el dinamismo subyacente del crecimiento.

Estas perspectivas económicas siguen estando sujetas a riesgos a la baja, relacionados, en particular, 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, así como con nuevas subidas de los precios de las materias primas.

ARTÍCULOS

UN PACTO PRESUPUESTARIO PARA UNA UNIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA MÁS FUERTE



En este artículo se analizan y se valoran los principales elementos del pacto presupuestario firmado por la mayoría de los jefes de Estado o de Gobierno de la UE el 2 de marzo de 2012 como parte del nuevo Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza en la Unión Económica y Monetaria. El Reino Unido y la República Checa se abstuvieron. El pacto presupuestario prevé la introducción obligatoria de una regla de equilibrio presupuestario y de un mecanismo automático de adopción de medidas correctoras a escala nacional, así como el reforzamiento del automatismo del procedimiento de déficit excesivo establecido en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento en caso de que un país de la zona del euro incumpla el criterio del déficit. En general, el pacto presupuestario constituye un paso en la buena dirección, ya que aborda algunas de las deficiencias que subsistían en el marco reforzado de gobernanza presupuestaria de la UE que entró en vigor en diciembre de 2011. No obstante, el compromiso nacional, una implementación estricta y una aplicación rigurosa del pacto presupuestario serán esenciales. De cara al futuro será necesario adoptar nuevas y ambiciosas medidas para mejorar el marco presupuestario de la UE.

I INTRODUCCIÓN

La acumulación de graves desequilibrios macroeconómicos, financieros y presupuestarios en la zona del euro y la crisis de deuda soberana que se produjo posteriormente en algunos países de la zona pusieron de manifiesto la necesidad de llevar a cabo un reforzamiento decisivo del marco de gobernanza económica de la UE, en particular en lo que respecta a la zona del euro, con el fin de asegurar la estabilidad y el correcto funcionamiento de la UEM. Los líderes de la UE y de la zona del euro reaccionaron de manera paulatina y, entre otras medidas, introdujeron el semestre europeo¹, asumieron compromisos políticos adicionales en el Pacto por el Euro Plus², e implementaron seis modificaciones legislativas para reforzar el marco de gobernanza económica de la UE (conocido como el «paquete de seis medidas legislativas», que entraron en vigor en diciembre de 2011). Estas medidas incluyen la reforma de las vertientes preventiva y correctora del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC), los nuevos requisitos mínimos que deben cumplir los marcos presupuestarios nacionales, el nuevo procedimiento de desequilibrio macroeconómico (MIP, en sus siglas en inglés) y un mecanismo de ejecución más sólido a través de nuevas sanciones económicas, tanto en el contexto del PEC como del MIP³. Además, la Comisión Europea presentó otras dos propuestas de Reglamento en noviembre de 2011, con el fin de reforzar aún más la vigilancia de los países de la zona del euro («el paquete de dos medidas legislativas»), que en

breve pasarán a la fase de negociación tripartita entre el Consejo de la UE, la Comisión Europea y el Parlamento Europeo, y que se espera que se concluya este año. El primer reglamento tiene por objeto, en particular, otorgar nuevas facultades a la Comisión para que evalúe y, en caso necesario, solicite una revisión de los proyectos de planes presupuestarios nacionales, así como para que asegure la corrección de los déficits excesivos. La segunda propuesta de Reglamento introduce nuevas disposiciones que permiten que la Comisión y el Consejo intensifiquen la vigilancia de la situación macroeconómica, financiera y presupuestaria de los Estados miembros de la zona del euro cuya estabilidad financiera experimente o corra el riesgo de experimentar graves dificultades. La necesidad de reformar el marco de gobernanza se ha hecho más apremiante en vista de la naturaleza cambiante de la crisis, que ha pasado de ser una crisis financiera a ser una crisis de deuda soberana.

- 1 El 17 de junio de 2010, el Consejo Europeo decidió instaurar el semestre europeo como instrumento para la coordinación *ex ante* de las políticas económicas a partir del 1 de enero de 2011. El semestre europeo incluye un calendario que se aplica a todos los elementos de la vigilancia, incluidas las políticas presupuestarias, macroeconómicas y estructurales. El calendario de los diversos procesos de vigilancia se ajusta con el fin de garantizar la coherencia, aunque siguen separados desde el punto de vista jurídico y de procedimiento.
- 2 El Pacto por el Euro Plus, aprobado en marzo de 2011 por los jefes de Estado o de Gobierno de la zona del euro y al que se sumaron Bulgaria, Dinamarca, Letonia, Lituania, Polonia y Rumanía, reforzará el pilar económico de la UEM e imprimirá una mayor calidad a la coordinación de las políticas económicas, con el objetivo de aumentar la competitividad y lograr con ello un mayor grado de convergencia.
- 3 Véase el artículo titulado «La reforma de la gobernanza económica de la zona del euro: elementos esenciales», *Boletín Mensual*, BCE, marzo de 2011.

Cuadro 1 Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza: resumen de las principales disposiciones

Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza	Elementos principales
Título III: Pacto presupuestario	<ul style="list-style-type: none"> • Regla de equilibrio presupuestario que incluye un mecanismo corrector automático que se incorporará al Derecho nacional • Reforzamiento del procedimiento de déficit excesivo • Establece una referencia numérica para la reducción de la deuda en los Estados miembros cuya deuda pública exceda del 60% del PIB • Presentación de información previa sobre los planes de emisión de deuda
Título IV: Coordinación de las políticas económicas y convergencia (véase recuadro 1)	<ul style="list-style-type: none"> • Compromiso para adoptar medidas adicionales de política económica que fomenten el correcto funcionamiento de la UEM y el crecimiento económico, mediante una convergencia y una competitividad reforzadas • Debate previo sobre las grandes reformas de política económica y, en su caso, coordinación de las reformas, con el fin de establecer buenas prácticas como referencia
Título V: Gobernanza de la zona del euro (véase recuadro 2)	<ul style="list-style-type: none"> • Organización de cumbres del euro al menos dos veces al año • Conferencia de representantes de las comisiones pertinentes del Parlamento Europeo y de los Parlamentos nacionales, a fin de debatir cuestiones del ámbito del Tratado de Estabilidad
Fuente: BCE.	

Considerados conjuntamente, estos cambios legislativos y estas decisiones políticas representan el paquete de reformas de la gobernanza más completo acordado a escala de la UE desde la introducción de la moneda única, llevando a un reforzamiento sustancial del marco de vigilancia mutua. No obstante, la preocupación acerca de la credibilidad de las políticas presupuestarias, de la estabilidad del sector financiero y de las condiciones para el crecimiento económico a largo plazo en los países de la zona del euro ha persistido, y las tensiones en los mercados de algunos países han continuado en un contexto de elevadas necesidades de financiación a corto plazo. El temor a una propagación de la crisis de la deuda soberana, que podría debilitar la estabilidad de toda la zona del euro, generó la voluntad política para respaldar avances adicionales hacia el fortalecimiento de la unión económica y hacer que sea compatible con la unión monetaria.

Para abordar este reto, el 26 de octubre de 2011, los jefes de Estado o de Gobierno de la zona del euro llegaron a un acuerdo sobre un enfoque general para hacer frente a la crisis de la deuda soberana y poner fin a su interacción negativa con la estabilidad del sector financiero⁴. Por otra parte, el 9 de diciembre de 2011 sentaron las bases de un nuevo pacto presupuestario y de una mayor coordinación de las políticas económicas, invitando a los demás Estados miembros de la UE a unirse,

al tiempo que también fortalecieron los instrumentos de estabilización de la zona del euro⁵. El 2 de marzo de 2012, los jefes de Estado o de Gobierno de todos los Estados miembros de la UE, salvo el Reino Unido y la República Checa, firmaron el Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza en la Unión Económica y Monetaria (el «Tratado de Estabilidad»), que incluye el pacto presupuestario, el fomento de la coordinación de las políticas económicas y la convergencia, así como medidas relacionadas con la gobernanza de la zona del euro (en el cuadro 1 figura un resumen de las principales disposiciones). Dado que dos Estados miembros no se mostraron dispuestos a adoptar el Tratado de Estabilidad, ha tomado la forma de acuerdo intergubernamental entre partes contratantes, que entrará en vigor cuando lo hayan ratificado doce países de la zona del euro⁶.

4 Para más detalles, véase la declaración de la Cumbre del Euro del 26 de octubre de 2011, que puede consultarse en el sitio web del Consejo Europeo (<http://www.consilium.europa.eu>).

5 La declaración de los jefes de Estado o de Gobierno de la zona del euro de 9 de diciembre de 2011 también insta a una revisión y una aplicación rápidas de las dos propuestas de la Comisión de noviembre de 2011 para reforzar adicionalmente la vigilancia de los países de la zona (el «paquete de dos medidas»); véase el sitio web del Consejo Europeo (<http://www.consilium.europa.eu>).

6 El Tratado de Estabilidad también desempeña un destacado papel para el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE). A partir del 1 de marzo de 2013, la concesión de asistencia financiera en el marco de los nuevos programas establecidos en el contexto del MEDE se condicionará a la ratificación del Tratado de Estabilidad por la parte contratante de que se trate y, cuando haya vencido el plazo de transposición de un año como máximo, a la correcta incorporación de un conjunto de elementos clave del pacto presupuestario a la legislación nacional.

No obstante, la intención es incorporar la sustancia de este Tratado a los Tratados de la UE en un plazo máximo de cinco años tras su entrada en vigor⁷.

En este artículo se presenta un análisis del Tratado de Estabilidad, con el objetivo de valorar si cabe esperar que el pacto presupuestario refuerce la gobernanza de las finanzas públicas en la UE y la disciplina presupuestaria a escala nacional, y de qué manera. Por otra parte, en los recuadros 1 y 2 se presentan los demás aspectos clave del Tratado de Estabilidad. En la sección 2 se consideran los motivos por los que es necesario un marco presupuestario más sólido y estricto para asegurar un funcionamiento estable y correcto de la UEM. En la sección 3 se describen los elementos más importantes del pacto presupuestario, y en la sección 4 se evalúan en el contexto del actual marco presupuestario de la UE. Por último, en la sección 5 se recogen las conclusiones.

2 ¿POR QUÉ ES NECESARIO UN MARCO PRESUPUESTARIO MÁS SÓLIDO Y ESTRICTO?

De conformidad con el Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea (el Tratado), la política monetaria se instrumenta a escala supranacional, en el seno de la UE, mientras que las políticas presupuestarias, financieras y estructurales han seguido siendo competencia, en gran medida, de los Gobiernos nacionales. Una política monetaria orientada hacia la estabilidad de precios no es suficiente, por sí sola, para el buen funcionamiento de la UEM, y debe ir acompañada por políticas sólidas en otros ámbitos⁸.

Por este motivo, el Tratado y el PEC establecen que los Estados miembros de la zona del euro tienen la obligación de evitar los déficits públicos excesivos (basándose en un criterio del déficit y en otro de la deuda, que se evalúan para determinar si cumplen los valores de referencia del 3 % y el 60 % del PIB, respectivamente) y «mantener unas finanzas públicas saneadas y sostenibles». Por otra parte, la vertiente preventiva del PEC obliga a los Estados miembros a seguir u orientar sus políticas hacia la consecución de su respectivo

objetivo presupuestario a medio plazo⁹, mientras que la vertiente correctora debe velar por la corrección de los déficits excesivos en caso de que se produzcan. Esta última vertiente dispone la imposición de sanciones económicas a los países de la zona del euro en caso de inobservancia de las recomendaciones del Consejo¹⁰.

No obstante, el PEC no logró asegurar la disciplina presupuestaria. Los tiempos de bonanza económica antes de la crisis no se utilizaron para alcanzar posiciones presupuestarias sostenibles. Los ingresos extraordinarios se gastaron en lugar de dedicarlos a fomentar la consolidación fiscal, los incumplimientos del criterio del déficit se corrigieron con lentitud y el criterio de la deuda fue ampliamente ignorado. La razón más importante de ello fue que el PEC se aplicó con laxitud porque la capacidad para exigir el cumplimiento de las reglas fiscales a través del procedimiento de vigilancia mutua fue limitada. Los procedimientos existentes para abordar situaciones de incumplimiento carecían de automatismo y, por tanto, dejaban demasiado margen de discrecionalidad. De hecho, nunca se han impuesto sanciones económicas.

La falta de cumplimiento del PEC fue acompañada de una diferenciación mínima en los mercados financieros en lo que respecta a los tipos de interés de la deuda soberana de los países de la zona del euro, lo que se tradujo en una débil disciplina por

7 El Tratado de Estabilidad debe respetar los tratados de la UE y aplicarse e interpretarse con arreglo al Derecho de la UE. Para un análisis de este tema, véase el recuadro titulado «Transposición legal del Tratado de Estabilidad» en este artículo.

8 Véase el artículo titulado «Una política monetaria y múltiples políticas fiscales para garantizar el buen funcionamiento de la UEM», *Boletín Mensual*, BCE, julio de 2008.

9 El objetivo presupuestario a medio plazo es triple: i) mantener un margen de seguridad respecto del límite máximo del 3 % del PIB para el déficit de las Administraciones Públicas; ii) asegurar que se avanza con rapidez hacia la sostenibilidad de las finanzas públicas y unos niveles de deuda prudentes, y, por tanto, iii) proporcionar un margen de maniobra a la política presupuestaria, considerando particularmente las necesidades de inversión pública.

10 En 2005, la reforma del PEC introdujo mayor discreción y flexibilidad en los procedimientos de vigilancia, lo que fue duramente criticado por el BCE. Véase el artículo titulado «La reforma del Pacto de Estabilidad y Crecimiento», *Boletín Mensual*, BCE, agosto de 2005. Para un análisis en profundidad de la experiencia con el PEC, véase el artículo titulado «Diez años del Pacto de Estabilidad y Crecimiento», *Boletín Mensual*, BCE, octubre de 2008, y las referencias incluidas en el mismo.

parte de los mercados sobre las políticas fiscales de la UEM. En consecuencia, las finanzas públicas de muchos Estados miembros de la zona no estaban adecuadamente preparadas cuando estalló la crisis financiera en el verano de 2007¹¹. La profunda recesión económica que se produjo a continuación, el efecto de los estabilizadores automáticos, los programas de estímulo fiscal y el apoyo prestado al sector financiero provocaron un fuerte deterioro de las finanzas públicas de numerosos países de la zona y, en última instancia, una crisis de deuda soberana en algunos de ellos.

La crisis de la deuda soberana ha puesto de manifiesto que la aplicación de unas políticas macroeconómicas, financieras y presupuestarias insostenibles por parte de cualquier Estado miembro de la UEM hace que los efectos se amplifiquen entre sí y se propaguen a otros países de la zona del euro a través de efectos de contagio negativos, lo que, a su vez, pone en peligro la estabilidad financiera de la zona del euro en su conjunto. En consecuencia, el BCE ha instado reiteradamente a que se dé un «salto cualitativo» en el marco de gobernanza económica de la UE, con el fin de asegurar la estabilidad y el buen funcionamiento de la UEM¹². Los países deben reconocer su responsabilidad conjunta para lograr la estabilidad y la prosperidad en la zona del euro, lo que exige la creación de instituciones eficaces.

En respuesta a la crisis de la deuda soberana, los líderes de la UE y de la zona del euro han reforzado el marco de gobernanza económica de la UE, en particular el de los Estados miembros de la zona del euro, a través, entre otras medidas, del fortalecimiento del PEC, mediante el denominado «paquete de seis medidas legislativas». La entrada en vigor del nuevo marco en diciembre de 2011 debería mejorar la vigilancia y la ejecución de las políticas económicas y presupuestarias. Con todo, en el marco presupuestario de la UE subsistieron cinco deficiencias principales que se consideran a continuación¹³.

En primer lugar, el elevado número de situaciones excepcionales que pueden tenerse en cuenta debilita la aplicación de las normas del PEC reforzado. En concreto, existe una larga lista de factores rele-

vantes, atenuantes en la mayor parte de los casos, que deben considerarse al decidir si una ratio de déficit o de deuda, en relación con el PIB, es excesiva. En consecuencia, el incumplimiento del criterio del déficit o de la deuda no necesariamente se traducirá en la apertura de un procedimiento de déficit excesivo. Además, desde la reforma del PEC en 2011, estos factores relevantes se tienen en cuenta incluso si el déficit supera sustancialmente el límite máximo del 3% del PIB y la ratio de deuda del país es inferior al valor de referencia del 60% del PIB.

En segundo lugar, el marco presupuestario mejorado todavía carece de un grado suficiente de automatismo en caso de incumplimiento de las normas. En particular, el Consejo sigue disponiendo de un margen de discrecionalidad considerable en el PEC reforzado, ya que, por ejemplo, debe decidir por mayoría cualificada, sobre la base de una evaluación general, la existencia de un déficit excesivo.

En tercer lugar, la eficacia del marco presupuestario reforzado sigue dependiendo, en gran medida, de una aplicación estricta y rigurosa de las normas por parte de la Comisión. Por ejemplo, la Comisión desempeña un papel decisivo en la valoración de la existencia de déficit excesivo o de si los Estados miembros han adoptado medidas efectivas para corregir un déficit excesivo. Otro ejemplo es que la Comisión puede formular una recomendación al Consejo para que este reduzca o anule las nuevas sanciones económicas, ya sea por circunstancias excepcionales o previa petición del Estado miembro de la zona del euro de que se trate.

En cuarto lugar, el marco reforzado de gobernanza presupuestaria es más complejo, lo que podría reducir su transparencia y su aplicabilidad y, a su vez, dificultar la rendición de cuentas. En concreto, la valoración de los progresos de los Estados

11 Para más detalles, 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.

12 Véase, por ejemplo, el artículo titulado «La reforma de la gobernanza económica de la zona del euro: elementos esenciales», *op. cit.*

13 Véase el recuadro titulado «Entrada en vigor de un marco de gobernanza económica reforzado», *Boletín Mensual*, BCE, diciembre de 2011.

miembros hacia la consecución de los objetivos presupuestarios a medio plazo correspondientes exige un análisis más detallado del saldo presupuestario estructural y del gasto, excluidas las medidas discrecionales relativas a los ingresos. En este contexto podría ser difícil verificar a tiempo todos los datos necesarios (por ejemplo, en lo que respecta a categorías detalladas de gasto o a los efectos de las medidas discrecionales relativas a los ingresos).

Por último, las principales referencias acordadas para los marcos presupuestarios nacionales son insuficientes. Se ha de destacar que el fortalecimiento de los marcos fiscales nacionales dependerá, en gran parte, de la determinación política de los países para aplicar reglas fiscales sólidas.

3 ELEMENTOS PRINCIPALES DEL PACTO PRESUPUESTARIO

En esta sección se presentan los principales elementos del pacto presupuestario. Las demás disposiciones del Tratado de Estabilidad, relativas a la coordinación de las políticas económicas y la convergencia, así como a la gobernanza de la zona del euro, se describen en los recuadros 1 y 2 que figuran al final de esta sección, mientras que en el recuadro 3 se analizan algunos detalles de la aplicación de las disposiciones del Tratado de Estabilidad.

El objetivo más importante del pacto presupuestario es promover la disciplina presupuestaria, fundamentalmente en la zona del euro, desarrollando y potenciando el PEC reforzado. El pacto consta de dos elementos principales: una regla de equilibrio presupuestario que incluye un mecanismo automático de corrección de las desviaciones y el reforzamiento del procedimiento aplicable en caso de déficit excesivo. En el contexto del primer elemento del pacto, las partes contratantes se comprometen a incorporar al Derecho nacional una regla presupuestaria que exija que la situación de las Administraciones Públicas sea de equilibrio o de superávit. La regla presupuestaria se considera respetada si el saldo estructural anual¹⁴ es

coherente con el objetivo nacional específico a medio plazo, según se define en la vertiente preventiva del PEC, con un límite para el déficit estructural del 0,5 % del PIB. Se permitirá un déficit estructural máximo del 1 % solo si la ratio de deuda pública en relación con el PIB es considerablemente inferior al 60 % y los riesgos para la sostenibilidad a largo plazo de las finanzas públicas son bajos.

En consonancia con la vertiente preventiva del PEC reforzado, los avances hacia la consecución del objetivo a medio plazo y su observancia serán objeto de una evaluación global que tome el saldo estructural como referencia, incluyendo un análisis del gasto excluidas las medidas discrecionales relativas a los ingresos. El pacto presupuestario exige una «rápida convergencia» hacia el objetivo presupuestario a medio plazo, mientras que el plazo para lograr dicha convergencia se especificará con más detalle en una propuesta de la Comisión que debería tomar en consideración los riesgos específicos para la sostenibilidad de cada país.

Las partes contratantes podrán desviarse temporalmente de su objetivo a medio plazo respectivo o de la senda de ajuste hacia dicho objetivo únicamente en circunstancias excepcionales, siempre que ello no ponga en peligro la sostenibilidad presupuestaria a medio plazo. Estas circunstancias excepcionales se refieren a cualquier acontecimiento inusual que esté fuera del control del país afectado y tenga una gran incidencia en los presupuestos públicos, o a períodos de grave recesión económica en la zona del euro o en la UE en su conjunto, como se define en la vertiente preventiva del PEC reforzado.

La regla de equilibrio presupuestario debe incluir un mecanismo corrector que se activará automáticamente en caso de que se observen desviaciones significativas del objetivo a medio plazo o de la senda de ajuste hacia dicho objetivo. Este mecanismo debe tratar de corregir tales desviaciones, incluido su impacto agregado sobre la

¹⁴ Como en el PEC, el saldo estructural se define en términos del saldo anual ajustado de ciclo, una vez excluidas las medidas puntuales y las de carácter temporal.

dinámica de la deuda pública, y también debe aplicarse en caso de producirse desviaciones temporales justificadas por circunstancias excepcionales. Se ha encomendado a la Comisión la tarea de proponer principios comunes para este mecanismo corrector.

Los elementos anteriormente mencionados de la regla de equilibrio presupuestario deben incorporarse al Derecho nacional de las partes contratantes en el plazo de un año después de la fecha de entrada en vigor del Tratado de Estabilidad (véase también el recuadro 3), mediante disposiciones vinculantes y de carácter permanente, preferentemente de rango constitucional, o cuyo respeto y cumplimiento estén plenamente garantizados a lo largo de los procedimientos presupuestarios nacionales.

Se ha invitado a la Comisión a que presente un informe sobre el cumplimiento de esta obligación de transposición. Si en el informe de la Comisión se llega a la conclusión de que una parte contratante ha incurrido en incumplimiento, una o varias de las demás partes contratantes someterán el asunto al Tribunal de Justicia de la Unión Europea (el Tribunal). Con independencia del informe de la Comisión, cualquier parte contratante podrá solicitar al Tribunal que verifique el cumplimiento de la obligación de incorporar la regla de equilibrio presupuestario y el mecanismo corrector al ordenamiento jurídico nacional. La sentencia del Tribunal es vinculante y el país afectado debe adoptar las medidas necesarias para dar cumplimiento a la sentencia en el plazo establecido; en caso contrario, cualquier otra parte contratante podrá volver a someter el asunto al Tribunal, que podrá imponer el pago de una suma a tanto alzado o una multa coercitiva que no excederá del 0,1 % del PIB. En el caso de los países de la zona del euro, el importe de la multa será pagadero al Mecanismo Europeo de Estabilidad, y en el de las demás partes contratantes, al presupuesto de la UE.

Otro aspecto destacado es que se invita a la Comisión a proponer principios comunes sobre la función y la independencia de las instituciones res-

ponsables de supervisar la observancia de la regla de equilibrio presupuestario en el ámbito nacional.

El segundo elemento del pacto presupuestario refuerza el procedimiento aplicable en caso de déficit excesivo establecido en el PEC, aumentando su automatismo en caso de que un país de la zona del euro incumpla el criterio del déficit (para más detalles, véase la sección 4). Otro nuevo elemento en este contexto es la obligación de los países que sean objeto de un procedimiento de déficit excesivo de presentar programas de colaboración presupuestaria y económica que incluyan una descripción pormenorizada de las reformas estructurales, con el objeto de garantizar una corrección efectiva y duradera del déficit excesivo.

Por otra parte, el pacto presupuestario cubre las obligaciones legales de los países con una deuda pública elevada y los riesgos asociados a la financiación de la deuda. En concreto, la referencia numérica para la reducción de la deuda pública que exceda del valor de referencia del 60 % del PIB¹⁵, como está previsto en la vertiente correctora del PEC reforzado, también queda recogida en el pacto presupuestario. Además, exige informar con antelación de los planes de emisión de deuda pública a la Comisión y al Consejo, lo que debería facilitar una mejor coordinación de la financiación de la deuda entre las partes contratantes y, en cualquier caso, contribuir a aumentar la transparencia de las estrategias de gestión de la deuda de los Gobiernos¹⁶.

Por último, el Tratado de Estabilidad también incluye disposiciones para reforzar la coordinación de las políticas económicas y mejorar la transparencia y la rendición de cuentas en relación con la gobernanza de la zona del euro. Estas disposiciones se presentan y se valoran en los recuadros 1 y 2.

15 Los Estados miembros con ratios de deuda superior al valor de referencia del 60 % del PIB deben reducir el exceso con respecto a dicho valor a un ritmo medio de una veinteaava parte al año como referencia. No obstante, esta disposición de la vertiente correctora del PEC reforzado únicamente entrará en vigor transcurrido un período transitorio de tres años tras la finalización del procedimiento de déficit excesivo específico del país en cuestión.

16 El contenido y las modalidades de esta presentación de información previa deben ser especificados por la Comisión en colaboración con los Estados miembros.

Recuadro I

COORDINACIÓN DE LAS POLÍTICAS ECONÓMICAS Y LA CONVERGENCIA

En el marco institucional de la Unión Económica y Monetaria, las políticas económicas han seguido siendo, en gran medida, competencia de los Estados miembros. Al mismo tiempo, las políticas económicas nacionales se consideran una cuestión de interés común para la Unión Europea y para la zona del euro, en particular [artículos 120, 121 y 136 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea (el Tratado)]. Esto refleja el potencial de estas políticas para afectar a otros países, especialmente en una unión con un grado considerable de integración económica. En su título IV, el Tratado de Estabilidad establece algunas disposiciones adicionales sobre la coordinación de las políticas económicas y la convergencia, que se analizan a continuación.

Aunque el grado de coordinación de las políticas económicas y su éxito en el fomento del crecimiento y de la competitividad ha sido bastante limitado hasta ahora¹, se han introducido cambios considerables en la estructura de la gobernanza en el contexto de la crisis económica y financiera, que deberían traducirse en un fortalecimiento sustancial de la coordinación de estas políticas. La crisis puso de manifiesto que la existencia de desequilibrios macroeconómicos significativos podría poner en peligro la estabilidad económica y financiera de la UEM, y de la UE en términos más generales. En respuesta a ello se creó un nuevo marco de vigilancia macroeconómica en la UE, el procedimiento de desequilibrio macroeconómico, que entró en vigor en diciembre de 2011 y que supuso la incorporación de un elemento totalmente nuevo al marco general de coordinación de las políticas económicas, cubriendo una importante laguna. Este procedimiento trata de asegurar que los Estados miembros apliquen sus políticas económicas con el objetivo de evitar (en la vertiente preventiva) o corregir (en la vertiente correctora) los desequilibrios macroeconómicos excesivos. El nuevo procedimiento tiene unas características que respaldan su eficacia, como la adopción de decisiones por mayoría cualificada inversa y la posibilidad de imponer sanciones económicas a los países de la zona del euro en caso de incumplimiento. En un nuevo esfuerzo por reforzar la gobernanza económica, en marzo de 2011, los jefes de Estado o de Gobierno de los países de la zona del euro y de otros países de la UE alcanzaron un acuerdo sobre el Pacto por el Euro Plus, un mecanismo de coordinación de las políticas económicas de carácter no vinculante que fija objetivos para mejorar la competitividad y fomentar el empleo, entre otras metas.

El Tratado de Estabilidad aporta algunos elementos adicionales al marco de coordinación de las políticas económicas. En primer lugar, las partes contratantes subrayan su compromiso para cooperar en aras de una política económica que fomente el correcto funcionamiento de la UEM y lograr el crecimiento económico mediante una convergencia y una competitividad reforzadas. En segundo lugar, se comprometen a reforzar la coordinación de las políticas económicas «cuando proceda y sea necesario» mediante i) una coordinación y vigilancia más estrechas de la disciplina presupuestaria entre los países de la zona del euro y la adopción de orientaciones de política económica específicas para la zona, así como ii) la utilización de la cooperación reforzada, de forma que un grupo de países

¹ Los principales instrumentos para la coordinación de las políticas económicas existentes antes de la crisis eran las directrices integradas especificadas en la Estrategia de Lisboa, que incluían las orientaciones generales de política económica (artículo 121 del Tratado) y las directrices de empleo (artículo 148 del Tratado). Todos los años, los Estados miembros presentan su Programa de Estabilidad o Convergencia y su Programa Nacional de Reforma, en los que se presentan las medidas de política económica previstas. En junio de 2010, la Estrategia Europa 2020 reemplazó a la Estrategia de Lisboa definiendo cinco objetivos generales para ámbitos específicos de la política económica (como el crecimiento del empleo o la inversión en investigación y desarrollo). Para más detalles sobre los instrumentos disponibles para la coordinación de las políticas macroeconómicas, véase también el artículo titulado «La reforma de la gobernanza económica de la zona del euro: elementos esenciales», *Boletín Mensual*, BCE, marzo de 2011.

de la UE pueda colaborar más estrechamente cuando no todos los Estados miembros estén dispuestos a hacerlo. En tercer lugar, el Tratado de Estabilidad dispone que todas las reformas importantes de la política económica que proyecten las partes contratantes se debatan previamente y, cuando proceda, se coordinen con el fin de establecer buenas prácticas como referencia.

En conjunto, el Tratado de Estabilidad reafirma que las políticas económicas siguen siendo, en gran medida, competencia de los Estados miembros, al tiempo que añade compromisos formulados en líneas generales en aras de una mayor coordinación de las políticas económicas, centrada en fomentar la convergencia y la competitividad. Aunque estos compromisos son bienvenidos, carecen de especificidad, ya que no fijan objetivos concretos, medidas estructurales que deban adoptarse o plazos. Se ha de observar que, salvo una referencia en un considerando, el Tratado de Estabilidad no menciona expresamente el Pacto por el Euro Plus y no lo convierte en un instrumento vinculante. En su lugar, solo menciona, en términos generales, los cuatro objetivos del pacto², sin hacer vinculante su aplicabilidad.

Además, el Tratado de Estabilidad no especifica ningún nuevo instrumento o un mayor reforzamiento de los instrumentos existentes que permita que la UE pueda ordenar a los países que apliquen reformas específicas en caso de que pongan en peligro el correcto funcionamiento de la UEM. En consecuencia, las partes contratantes deben aprovechar plenamente y desarrollar los instrumentos existentes ya definidos en los Tratados de la UE para poner en práctica las reformas necesarias.

Para mejorar las características estructurales de las economías de los Estados miembros de la zona del euro, la coordinación de las políticas económicas debe orientarse hacia el establecimiento de buenas prácticas internacionales como referencia para las políticas nacionales. En concreto, los debates previos y, cuando proceda, la coordinación de las reformas económicas deberían permitir que los países de la zona del euro avancen en ambiciosos proyectos de reforma y al mismo tiempo proporcionen apoyo suficiente a los países que vayan a la zaga. No obstante, en los casos en los que no se consiga aplicar reformas urgentes y esto pueda afectar a otros países, debería ser posible ordenar al país en cuestión que adopte las medidas necesarias. Sería muy conveniente que se siga avanzando en esta dirección.

Entre los proyectos de reforma más urgentes para la mayoría de los Estados miembros se encuentran la supresión de las rigideces en los mercados de trabajo y de productos. Como el BCE ha señalado en varias ocasiones³, estas rigideces generan riesgos significativos para el correcto funcionamiento de la UEM. Para corregir estas deficiencias, es necesario suprimir las barreras a la competencia en los mercados de productos mediante la apertura de profesiones donde todavía existen barreras de entrada, facilitar la entrada de nuevas empresas (eliminando los trámites administrativos) y fortalecer a las autoridades de la competencia. Especialmente necesaria es la liberalización del sector servicios para aumentar la competencia y facilitar los ajustes necesarios en los precios relativos de los países que hayan perdido competitividad. A este respecto, la plena aplicación de la Directiva de Servicios seguirá favoreciendo la integración de los mercados de servicios y, a su vez, potenciará la competencia.

Además, debe aumentar la flexibilidad de los mercados de trabajo, habida cuenta del alto nivel de desempleo en muchos Estados miembros. La flexibilidad salarial permitirá, en particular, alcanzar un

2 Estos cuatro objetivos son 1) fomentar la competitividad; 2) promover el empleo; 3) contribuir a la sostenibilidad de las finanzas públicas, y 4) reforzar la estabilidad financiera.

3 Véanse, por ejemplo, el recuadro titulado «La actualización de 2008 de las directrices integradas de la estrategia de Lisboa», *Boletín Mensual*, BCE, abril de 2008 (así como valoraciones anteriores publicadas en el *Boletín Mensual* de abril de 2007 y enero de 2006), el recuadro titulado «Prioridades de las políticas estructurales en la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, abril de 2009, o el artículo titulado «Ajustes de los mercados de trabajo a la recesión en la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, julio de 2010.

grado adecuado de diferenciación en los salarios de distintos tipos de trabajadores y estimulará la contratación de jóvenes, mujeres y personas de más edad. Las rigideces en los mercados laborales deben abordarse recortando el nivel de protección del empleo indefinido. Otras reformas de estos mercados que deben ponerse en práctica para reducir los desajustes y promover la flexibilidad incluyen la reducción del salario mínimo, la eliminación de los mecanismos de indicación salarial y el fortalecimiento de los convenios colectivos a nivel de empresas, de modo que las condiciones salariales y laborales pueden adaptarse a las necesidades específicas de las empresas.

Es urgente que los Gobiernos redoblen los esfuerzos para aplicar reformas estructurales con el fin de recuperar la competitividad y, lo que es más importante, corregir los desequilibrios macroeconómicos existentes. Esto último es esencial para reducir la vulnerabilidad de estas economías y de la zona del euro en su conjunto. La mejora de la competitividad promueve el aumento de la productividad y del crecimiento potencial, lo que a su vez facilitará la sostenibilidad presupuestaria. Al mismo tiempo, las reformas que traten de potenciar la competencia también contribuirán a reducir las presiones sobre los precios⁴.

4 Evidencia empírica reciente confirma que las rigideces observadas en los mercados de trabajo y de productos tienden a incrementar la persistencia de la inflación. Además, es más probable que las perturbaciones que afectan a los precios de las materias primas se traduzcan en aumentos de los salarios cuando la fijación de salarios no se lleva a cabo a nivel de empresa (véase, por ejemplo, F. Jaumotte y H. Morsy, «Determinants of Inflation in the Euro Area: the Role of Labour and Product Market Institutions», *IMF Working Paper*, WP/12/37, FMI, enero de 2012).

Recuadro 2

GOBERNANZA DE LA ZONA DEL EURO

La mejora de la gobernanza de la zona del euro es un importante elemento del Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza (el Tratado de Estabilidad), recogido, en particular, en su Título V (Gobernanza de la zona del euro). El Tratado de Estabilidad dispone fundamentalmente que se reforzarán las reuniones de la Cumbre del Euro como foro de coordinación habitual, así como que se fortalecerá el papel del Parlamento Europeo y de los Parlamentos nacionales. En este recuadro se consideran con mayor detalle estos aspectos.

El Tratado de Estabilidad contempla la celebración de al menos dos reuniones al año de la Cumbre del Euro con asistencia de los jefes de Estado o de Gobierno de los Estados miembros de la zona del euro, para debatir cuestiones específicas relacionadas con la pertenencia a la zona. El Tratado de Estabilidad incluye disposiciones detalladas sobre la organización y la participación en las reuniones. En concreto, el presidente de la Cumbre del Euro (que será designado por los jefes de Estado o de Gobierno de la zona) se encargará de preparar las reuniones de la Cumbre, en estrecha colaboración con el presidente de la Comisión y el Eurogrupo. El presidente del BCE también será invitado a las reuniones. El presidente de la Cumbre del Euro mantendrá adecuadamente informados a los Estados miembros no pertenecientes a la zona del euro de los preparativos y de las conclusiones de las reuniones de la Cumbre.

El reconocimiento formal de las reuniones de la Cumbre del Euro es de utilidad por tres razones. En primer lugar, contribuye a promover el compromiso y la responsabilidad para el correcto funcionamiento

de la zona del euro al más alto nivel político. El sometimiento expreso a debate de las responsabilidades concretas vinculadas a la pertenencia a la zona del euro favorece la internalización de posibles efectos de contagio al resto de la zona y a la UE al formular las políticas nacionales. En segundo lugar, teniendo en cuenta las amplias competencias de los jefes de Estado o de Gobierno, las orientaciones políticas acordadas en las reuniones de la Cumbre del Euro podrán incluir áreas que van más allá del ámbito de los ministerios de Economía y Finanzas, lo que facilita la coordinación de todas las áreas e instrumentos políticos relevantes (por ejemplo, en el campo de la competitividad) necesarios para el correcto funcionamiento de la UEM. De este modo, en las reuniones de la Cumbre del Euro se podrán formular orientaciones firmes en distintas áreas, compensando así, en cierta medida, la imposibilidad de imponer fuertes limitaciones a las políticas económicas (en el ámbito de las reformas de los mercados de trabajo, por ejemplo). Por último, las reuniones de la Cumbre del Euro garantizarán que los riesgos que amenacen el correcto funcionamiento de la UEM y las cuestiones relacionadas con la política económica y la gobernanza figurarán habitualmente en la agenda de los responsables de la toma de decisiones en la zona del euro al más alto nivel político. No obstante, este nuevo mecanismo de coordinación a través de reuniones de la Cumbre del Euro sigue siendo, esencialmente, de carácter voluntario. Además, el éxito de estas reuniones también dependerá de que los órganos técnicos y políticos subordinados las preparen adecuadamente.

Para asegurar un grado adecuado de transparencia y rendición de cuentas, el Tratado de Estabilidad dispone que el Parlamento Europeo y los Parlamentos nacionales participen en su aplicación. El presidente del Parlamento Europeo podrá ser invitado a las reuniones de la Cumbre del Euro, cuyo presidente, a su vez, presentará un informe al Parlamento Europeo con las conclusiones de las reuniones. Además, el Tratado de Estabilidad también se refiere expresamente a la posibilidad de que las comisiones pertinentes del Parlamento Europeo y de los Parlamentos nacionales se reúnan con el fin de debatir políticas presupuestarias y otros aspectos del ámbito del Tratado de Estabilidad.

En las reuniones de la Cumbre del Euro celebradas en 2011 también se tomaron otras decisiones para reforzar la gobernanza de la zona del euro. Estos elementos, que no se han incorporado al TCEG, incluyen i) la ampliación de las capacidades de decisión de la zona del euro, principalmente a través de un fortalecimiento permanente de las estructuras de preparación y de la elección de un presidente del grupo de trabajo del Eurogrupo con sede en Bruselas y con dedicación a tiempo completo, y ii) la celebración de reuniones mensuales de los presidentes de la Cumbre del Euro, la Comisión y el Eurogrupo¹.

Desde la perspectiva del BCE es importante velar por una aplicación rigurosa del nuevo marco de gobernanza. La ampliación de la capacidad de decisión de la zona del euro y los nuevos instrumentos de vigilancia deben utilizarse, en la medida de lo posible, para que las políticas macroeconómicas, financieras y presupuestarias nacionales se sitúen en una senda sostenible, con el fin de evitar la aparición de desequilibrios potencialmente desestabilizadores y efectos de contagio adversos. Es importante que todas las partes involucradas, la Comisión, el Eurogrupo, el Consejo y la Cumbre del Euro, en particular, ejerzan las presiones necesarias sobre los países que amenacen la estabilidad de la zona en su conjunto.

¹ Véase el anexo 1 de la declaración de la Cumbre del Euro de 26 de octubre de 2011 («Diez medidas para mejorar la gobernanza de la zona del euro»).

4 VALORACIÓN DEL PACTO PRESUPUESTARIO

¿Cabe esperar que el pacto presupuestario logre sus principales objetivos, concretamente promover la disciplina presupuestaria y mejorar el PEC reforzado? Para realizar una valoración adecuada, los elementos más importantes del pacto presupuestario se comparan con los reglamentos de la UE sobre a) la vertiente preventiva, y b) la vertiente correctora del PEC reforzado.

a) El pacto presupuestario comparado con la vertiente preventiva del Pacto de Estabilidad y Crecimiento reforzado

Las disposiciones generales relativas a la regla de equilibrio presupuestario del pacto son acordes, en gran medida, con los reglamentos de la UE que se ocupan de la vertiente preventiva del PEC. De hecho, el pacto presupuestario se refiere expresamente al PEC en las tres áreas siguientes (véase cuadro 2): el objetivo presupuestario a medio plazo, la cláusula de salvaguardia y la valoración del cumplimiento de la senda de ajuste.

En primer lugar, la regla de equilibrio presupuestario se refiere expresamente al objetivo presupuestario a medio plazo del PEC, que establece que el saldo presupuestario de las Administraciones Públicas debe estar en una situación de proximidad al equilibrio o superávit en términos estructurales y fija un déficit estructural máximo del 1 % del PIB para la zona del euro y para los países que participan en el MTC II. El pacto presupuestario establece un límite más bajo de déficit estructural, el 0,5 % del PIB, que podrá incrementarse hasta el 1 % solo en los países con una ratio de deuda pública en relación con el PIB considerablemente inferior al 60 % y con riesgos reducidos para la sostenibilidad fiscal a largo plazo. No obstante, en la práctica, la nueva regla de equilibrio presupuestario no será más ambiciosa de lo que ya exige el Reglamento de la UE, ya que, actualmente, todos los países de la zona del euro tienen un objetivo presupuestario a medio plazo equivalente a un déficit estructural del 0,5 % del PIB o inferior.

En segundo lugar, la definición de la cláusula de salvaguardia en lo que respecta a circunstancias

excepcionales es la misma en el pacto presupuestario que en la vertiente preventiva del PEC. Además, las detalladas disposiciones de este último permiten, bajo estrictas condiciones, desviaciones más pronunciadas del objetivo presupuestario a medio plazo o de la senda de ajuste hacia dicho objetivo en caso de aplicarse reformas estructurales importantes o reformas de las pensiones que redunden en beneficio de la sostenibilidad presupuestaria a más largo plazo.

En tercer lugar, la cuestión de si las desviaciones del objetivo de saldo presupuestario equilibrado o del proceso de convergencia hacia la consecución de dicho objetivo son significativas se determinará a partir de una valoración general en la que se tomará el saldo estructural como referencia, incluyendo un análisis del gasto excluidas las medidas discrecionales relativas a los ingresos, cumpliendo con ello las disposiciones del PEC reforzado¹⁷.

Sin embargo, en comparación con la vertiente preventiva del PEC, el pacto presupuestario ofrece cuatro importantes mejoras, siempre que se implementen estrictamente y se apliquen con rigurosidad.

Primero, desde el punto de vista jurídico, convierte elementos clave del PEC (derecho derivado de la UE) en un tratado intergubernamental que exige la incorporación de dichos elementos a las constituciones de las partes contratantes (o, al menos, que se transpongan como actos jurídicos de rango casi constitucional; véase recuadro 3). Además, la nueva conferencia de representantes de las comisiones pertinentes del Parlamento Europeo y de los Parlamentos nacionales, que debatirá cuestiones del ámbito del Tratado de Estabilidad, incluido el pacto presupuestario, contribuye a la rendición de cuentas democrática. Estos dos aspectos pueden acrecentar el compromiso

17 El código de conducta del PEC (a partir del 24 de enero de 2012) prevé que para que se considere que una desviación es significativa es necesario que se haya incumplido al menos un criterio y un cumplimiento limitado del otro (véase cuadro 2). Esto podría suponer que una desviación del saldo presupuestario estructural con respecto al objetivo presupuestario a medio plazo o de la senda de ajuste hacia la consecución de dicho objetivo no sea suficiente, por sí sola, para determinar que se ha producido una desviación significativa si el país sigue cumpliendo el criterio del gasto.

Cuadro 2 Comparación de la vertiente preventiva del Pacto de Estabilidad y Crecimiento reforzado con la regla de equilibrio presupuestario del pacto presupuestario

	Pacto de Estabilidad y Crecimiento reforzado (vertiente preventiva)	Pacto presupuestario (regla de equilibrio presupuestario)
Base jurídica	<ul style="list-style-type: none"> Derecho derivado de la UE 	<ul style="list-style-type: none"> Derecho primario (nivel intergubernamental y nacional)
Objetivo presupuestario	<ul style="list-style-type: none"> Situación de proximidad al equilibrio o de superávit Objetivo presupuestario a medio plazo específico de cada país: déficit estructural máximo del 1 % del PIB para los países de la zona del euro 	<ul style="list-style-type: none"> Situación de equilibrio o de superávit Objetivo presupuestario a medio plazo específico de cada país: déficit estructural máximo del 0,5 % del PIB (o del 1 %, como máximo, si la ratio de deuda en relación con el PIB es inferior al 60 % y los riesgos a largo plazo para la sostenibilidad fiscal son reducidos)
Cláusulas de salvaguardia	<ul style="list-style-type: none"> Crisis económica grave en la zona del euro o en el conjunto de la UE Acontecimiento inusitado fuera del control del Gobierno con gran incidencia en la situación financiera Puesta en práctica de reformas estructurales y/o de las pensiones (bajo estrictas condiciones) 	<ul style="list-style-type: none"> Reproduce el PEC reforzado (sin referencia explícita a reformas estructurales y/o de las pensiones)
Convergencia con el objetivo presupuestario	<ul style="list-style-type: none"> Valorada a partir del saldo estructural y de la regla sobre el gasto Referencia: mejora anual del saldo estructural del 0,5 % del PIB (mayor en tiempos de bonanza económica y/o si la ratio de deuda en relación con el PIB sobrepasa el 60 % o presenta riesgos acusados para la sostenibilidad general de la deuda; podría ser menor en tiempos adversos para la economía) 	<ul style="list-style-type: none"> Convergencia rápida hacia el objetivo a medio plazo (los detalles serán propuestos por la Comisión) tomando en consideración los riesgos para la sostenibilidad Evaluación de los avances en consonancia con el PEC reforzado
Evaluación del cumplimiento	<ul style="list-style-type: none"> Desviación significativa percibida (en un Estado miembro que no haya alcanzado su objetivo presupuestario a medio plazo) en caso de incumplimiento simultáneo de uno de los dos criterios siguientes (o incumplimiento de uno y cumplimiento limitado del otro): <ul style="list-style-type: none"> Criterio del déficit estructural: desviación de la trayectoria de ajuste hacia el objetivo presupuestario a medio plazo en al menos el 0,5 % en un solo año o el 0,25 % como promedio anual en dos años consecutivos Criterio del gasto: impacto negativo de la evolución del gasto (excluidas medidas discrecionales relativas a los ingresos) en la trayectoria de ajuste del saldo de las Administraciones Públicas del 0,5 % del PIB en un solo año o de forma acumulada en dos años consecutivos 	<ul style="list-style-type: none"> La evaluación de las «desviaciones significativas del objetivo a medio plazo o de la senda de ajuste hacia dicho objetivo» sigue el PEC reforzado Principios comunes que proponga la Comisión sobre la función e independencia de las instituciones responsables de la vigilancia a escala nacional
Mecanismo corrector	<ul style="list-style-type: none"> En caso de que se perciba una desviación significativa respecto de la trayectoria de ajuste hacia el objetivo presupuestario a medio plazo: advertencia de la Comisión Europea Recomendación del Consejo para la adopción de medidas políticas de ajuste necesarias basada en una recomendación de la Comisión [plazo máximo de cinco meses (tres meses en casos especialmente graves) para resolver la desviación] 	<ul style="list-style-type: none"> Activación automática en caso de que se observen desviaciones significativas del objetivo a medio plazo o de la senda de ajuste hacia dicho objetivo (incluida la obligación de aplicar medidas para corregir las desviaciones en un plazo de tiempo determinado) Aplicación a escala nacional sobre la base de los principios comunes que proponga la Comisión Europea, relativos, en particular, a la naturaleza, el alcance y el calendario de la medida correctora que se adopte, igualmente en caso de circunstancias excepcionales La corrección debe incluir el impacto agregado de desviaciones anteriores sobre la dinámica de la deuda pública
Aplicación	<ul style="list-style-type: none"> La Comisión puede proponer la imposición de sanciones económicas (depósito remunerado al 0,2 % del PIB) en caso de que no se hayan adoptado medidas efectivas Aprobación automática (de la sanción), salvo que el Consejo rechace la recomendación de la Comisión, por mayoría cualificada de los Estados miembros de la zona del euro, excluido el país afectado 	<ul style="list-style-type: none"> Además del PEC reforzado, el Tribunal de Justicia de la UE puede imponer sanciones económicas si la regla de equilibrio presupuestario y el mecanismo de corrección no se incorporan correctamente al Derecho nacional

Fuente: BCE.

nacional, implicar un anclaje más firme de la disciplina presupuestaria a escala nacional y, con ello, lograr un compromiso más firme con unas normas fiscales sólidas.

La segunda mejora es que el pacto presupuestario debería facilitar una convergencia más rápida hacia la consecución de los objetivos presupuestarios a medio plazo de los respectivos países, especialmente si se toman debidamente en consideración los riesgos específicos para la sostenibilidad fiscal de cada país, que tras la crisis financiera han aumentado sustancialmente en muchos países de la zona del euro. Esto hace necesario que la Comisión proponga calendarios de convergencia ambiciosos y vinculantes que vayan más allá de las exigencias del PEC reforzado. Una convergencia rápida con los objetivos presupuestarios a medio plazo puede ayudar a recuperar la confianza en la sostenibilidad fiscal de los países de la UEM y restablecer la credibilidad de sus políticas presupuestarias.

Tercero, el pacto presupuestario establece un mecanismo corrector automático que se basará en principios comunes propuestos por la Comisión. En este contexto, es esencial que la Comisión elabore unos principios adecuadamente especificados, estrictos y vinculantes para el mecanismo corrector previsto y para su incorporación al Derecho nacional. Teniendo en cuenta la experiencia anterior de ratios de deuda que no disminuyeron suficientemente o que incluso aumentaron, es fundamental que, como prevé el pacto presupuestario, el mecanismo corrija totalmente el impacto agregado sobre la deuda pública causado por desviaciones anteriores del objetivo presupuestario a medio plazo (incluidas las justificadas por la cláusula de salvaguardia) en un plazo adecuado. Además, las medidas correctoras que deban adoptar las partes contratantes durante un período determinado deben activarse automáticamente. Esto debería reducir los incentivos y las posibilidades de aplazar la consolidación fiscal a períodos posteriores. Este mecanismo corrector automático realmente debería ser equivalente a un «freno a la deuda» y contribuir a evitar y corregir unas finanzas públicas insostenibles. Además, representaría una importante mejora con respecto a la vertiente

preventiva del PEC, que trata de corregir las desviaciones significativas del objetivo presupuestario a medio plazo o de la senda de ajuste hacia la consecución de dicho objetivo, pero no contempla la corrección de los aumentos de la deuda derivados de anteriores desviaciones presupuestarias¹⁸.

La cuarta mejora que ofrece el pacto presupuestario es la posibilidad de recurrir al Tribunal de Justicia de la Unión Europea para que dictamine sobre la transposición de la regla de equilibrio presupuestario y del mecanismo corrector automático al Derecho nacional, incluida la posibilidad de que el Tribunal imponga sanciones económicas. A este respecto, el papel de la Comisión se limita a la elaboración de un informe indicando que una parte contratante puede haber introducido de manera deficiente esta norma en su ordenamiento jurídico, o que no lo ha hecho, ya que únicamente las partes contratantes pueden solicitar al Tribunal que se pronuncie sobre la transposición. En este contexto será fundamental que los procedimientos concretos sean claros y estén adecuadamente especificados para asegurar que la introducción deficiente de la regla se lleva ante el Tribunal. El Tribunal no se ocupa de vigilar el cumplimiento efectivo de la regla de equilibrio presupuestario, ya que esta responsabilidad recae en las instituciones nacionales con cierto grado de independencia, de lo que también se ocupa el mecanismo de supervisión presupuestaria del PEC y otra legislación de la UE.

b) El pacto presupuestario comparado con la vertiente correctora del Pacto de Estabilidad y Crecimiento reforzado

El pacto presupuestario aumenta el automatismo de los procedimientos de la vertiente correctora del PEC cuando un país de la zona del euro incumpla el criterio del déficit. En tal caso, la partes contratantes cuya moneda es el euro se comprometen a apoyar las propuestas o recomendaciones de

18 Se podría argumentar que, en el caso de países con una deuda pública por encima del 60% del PIB, la referencia numérica de reducción de la ratio de deuda con respecto al valor de referencia a un ritmo medio de una veinteaava parte al año es un intento de asegurar la corrección de anteriores desviaciones presupuestarias.

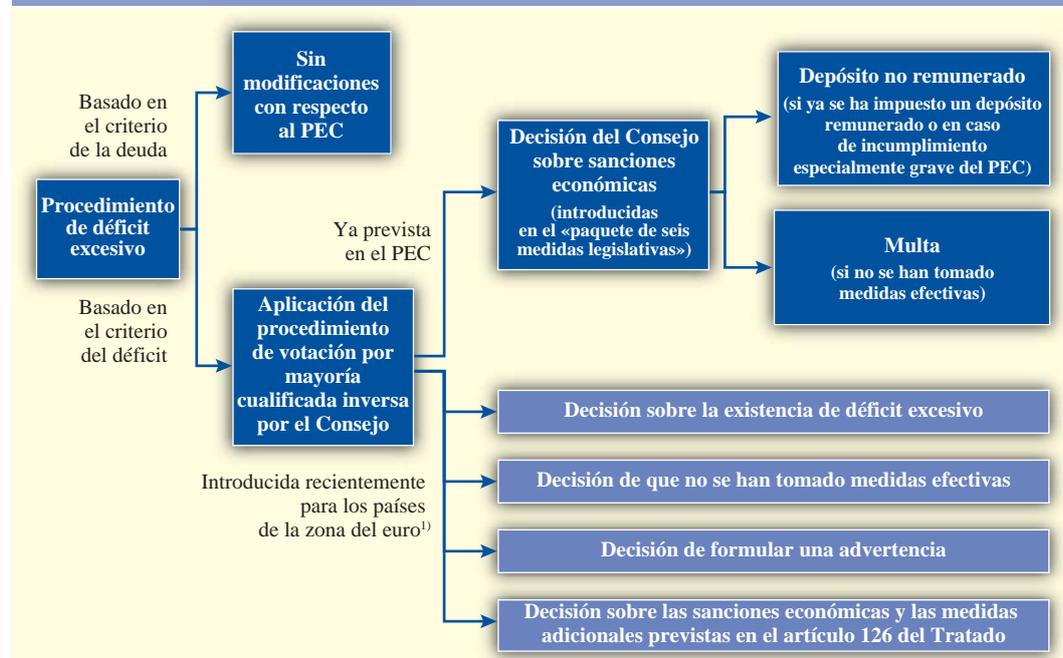
decisión que la Comisión formule al Consejo en el marco del procedimiento de déficit excesivo, salvo que una mayoría cualificada de este (sin tener en cuenta al Estado miembro afectado) se oponga a la decisión propuesta o recomendada (véase diagrama). La introducción de este compromiso de voto por parte de los países de la zona del euro para cuestiones de procedimiento importantes, como la apertura de un procedimiento de déficit excesivo, la decisión de si un Estado miembro de la zona ha adoptado medidas efectivas, y la posible aceleración del procedimiento de déficit excesivo, aumenta el automatismo de los procedimientos en comparación con el PEC reforzado. Esto supone, por ejemplo, que, si la Comisión llega a la conclusión de que existe un déficit excesivo después de que un país de la zona haya incumplido el criterio del déficit y remite el dictamen corres-

pondiente al Estado miembro en cuestión y una propuesta al Consejo, la propuesta se aprobará salvo que una mayoría cualificada de los miembros del Consejo que forman parte de la zona del euro decida oponerse¹⁹.

Una fuente importante de debilidad del pacto presupuestario es, no obstante, que no se empleará el procedimiento de votación por mayoría cualificada inversa tras el incumplimiento del criterio de la deuda por parte de un país de la zona del euro. En tales casos, continuará aplicándose el procedimiento de decisión establecido en el artículo 126

19 Se ha de observar que, desde la entrada en vigor del Tratado de Lisboa el 1 de diciembre de 2009, únicamente los Estados miembros cuya moneda es el euro tienen derecho de voto en el Consejo en relación con las medidas relacionadas con los déficits excesivos de los países de la zona del euro.

Comparación de la vertiente correctora del Pacto de Estabilidad y Crecimiento reforzado con el pacto presupuestario



Fuente: BCE.

Notas: Con arreglo al PEC reforzado, podrá iniciarse un procedimiento de déficit excesivo sobre la base de un incumplimiento del criterio del déficit y/o del criterio de la deuda. El pacto presupuestario refuerza el procedimiento de toma de decisiones en el contexto del procedimiento de déficit excesivo a raíz del incumplimiento del criterio del déficit por parte de un país de la zona del euro, pero no en caso de incumplimiento del criterio de la deuda. En concreto, el pacto presupuestario dispone la aplicación del sistema de votación por mayoría cualificada inversa por los países de la zona del euro en relación con medidas importantes en el procedimiento de déficit excesivo (en azul claro), para el que el artículo 126 del Tratado establece una votación por mayoría cualificada. Esto aumenta el automatismo del procedimiento tras el incumplimiento del criterio del déficit. Si un Estado miembro incumple reiteradamente una decisión del Consejo, este podrá aplicar medidas adicionales con arreglo al citado artículo. El Consejo podrá, por ejemplo, exigir al Estado miembro de que se trate que publique información adicional o recomendar al Banco Europeo de Inversiones que reconsidere su política de préstamos respecto al Estado miembro en cuestión.

1) De conformidad con el artículo 7 del Tratado de Estabilidad, las partes contratantes cuya moneda es el euro se comprometen a apoyar las propuestas o recomendaciones formuladas por la Comisión Europea.

del Tratado, esto es, la adopción por una mayoría cualificada de los Estados miembros de la zona del euro, excluido el país en cuestión. Por otra parte, el procedimiento de déficit excesivo no resulta afectado en el caso de los Estados miembros no pertenecientes a la zona.

En general, el mayor grado de automatismo que introduce el pacto presupuestario para los países de la zona del euro que incumplan el criterio del déficit parece un paso en la dirección adecuada, ya que reduce el margen de discrecionalidad política en el marco del procedimiento de déficit excesivo y hace más probable una aplicación estricta de las normas y la imposición de sanciones. Esto corrige (aunque solo parcialmente) una importante deficiencia de la vertiente correctora del PEC y, a su vez, refuerza los incentivos para adoptar políticas presupuestarias firmes.

No obstante, la mejora depende, en general, de una estricta observancia del compromiso de las partes contratantes de la zona del euro de votar a favor de las propuestas y recomendaciones de la Comisión en el contexto del procedimiento de déficit excesivo cuando se haya incumplido el criterio del déficit, salvo que una mayoría cualificada se oponga. Además, es fundamental que la Comisión use su mayor capacidad de influencia en este procedimiento adoptando un enfoque riguroso al evaluar los déficits presupuestarios y evite adoptar decisiones influenciadas por la política. A este respecto, la reciente elevación del rango del comisario de Asuntos Económicos y Financieros a vicepresidente de la Comisión y comisario del Euro, así como la mayor autonomía que se le ha concedido para adoptar decisiones en materia de vigilancia, podrían contribuir a que las evaluaciones sean más independientes y rigurosas.

Recuadro 3

TRANSPOSICIÓN LEGAL DEL TRATADO DE ESTABILIDAD, COORDINACIÓN Y GOBERNANZA

El Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza en la Unión Económica y Monetaria (el Tratado de Estabilidad) ha sido firmado por 25 de los 27 Estados miembros y, por lo tanto, constituye un tratado intergubernamental fuera del marco jurídico de la UE. En este recuadro se abordan algunas cuestiones relativas a su relación con el Derecho nacional y con el Derecho de la UE, centrandose la atención en la aplicación jurídica del pacto presupuestario.

Por lo que se refiere a la relación con el Derecho nacional, los Estados miembros que han ratificado el Tratado de Estabilidad estarán obligados a incorporar a su ordenamiento jurídico nacional una serie de elementos clave del pacto presupuestario, que tendrán un efecto directo en sus políticas fiscales. La legislación nacional en la que se prefiere que se introduzcan estos elementos es la Constitución. En determinadas circunstancias, podría introducirse en una ley distinta de la Constitución, siempre que sea de rango superior a la legislación por la que se aprueba anualmente el presupuesto nacional. La ley presupuestaria anual y el proceso para preparar el presupuesto estarán sujetos, por tanto, a la legislación que contiene los distintos elementos que las partes contratantes han de incluir en su ordenamiento jurídico nacional, como la regla de equilibrio presupuestario y el mecanismo corrector automático, de la misma manera que si estuvieran sujetos a la Constitución. El Tribunal de Justicia de la Unión Europea es competente para pronunciarse sobre la correcta introducción del pacto presupuestario, que los Estados miembros han de incorporar al Derecho nacional tras un informe de la Comisión.

La mayoría de los elementos clave del pacto presupuestario que se han de introducir en la legislación nacional se encuentran recogidos íntegramente en el Tratado de Estabilidad, a saber, los detalles de la regla de equilibrio presupuestario que se ha de cumplir y las desviaciones en caso de que se den circunstancias

excepcionales. Así pues, en relación con estos dos elementos no es necesario que la UE apruebe legislación derivada ni que la Comisión adopte ninguna otra medida para que los legisladores nacionales los incorporen al ordenamiento jurídico nacional. En cuanto a la obligación de los Estados miembros de lograr una convergencia rápida hacia su respectivo objetivo a medio plazo, que el Tratado de Estabilidad introduce explícitamente, este Tratado establece que será la Comisión la que proponga el calendario.

En lo que respecta al mecanismo corrector automático que se activará en caso de desviaciones de la regla de equilibrio presupuestario, el Tratado de Estabilidad establece un paso que ha de darse antes de que el legislador nacional pueda actuar, ya que este Tratado estipula que la Comisión proponga principios comunes sobre cuya base los Estados miembros deben introducir en su legislación el mecanismo corrector.

El texto del Tratado de Estabilidad ya indica a la Comisión una lista de aspectos que los principios comunes tendrán que incluir en cualquier caso, además de otros aspectos que la Comisión pudiera incorporar. Según esta lista, los principios comunes tratarán, entre otros aspectos, de la naturaleza, el alcance y el calendario de las medidas correctoras necesarias en caso de desviación de la regla de equilibrio presupuestario, incluyendo las medidas correctoras que habrán de adoptarse en caso de que se produzcan desviaciones debidas a circunstancias excepcionales. Como se menciona en los considerandos del Tratado, el mecanismo también tendrá que contemplar la corrección del impacto agregado de las desviaciones sobre la dinámica de la deuda pública. Los principios comunes deberán, asimismo, incluir la función y la independencia de las instituciones responsables a escala nacional de supervisar la observancia de la regla de equilibrio presupuestario. Como queda establecido expresamente en el Tratado de Estabilidad, este mecanismo corrector deberá respetar plenamente las prerrogativas de los Parlamentos nacionales.

En cuanto a la relación con el Derecho de la UE, el Tratado de Estabilidad debe aplicarse e interpretarse de conformidad con los tratados en los que se fundamenta la UE y con el Derecho de la UE, incluidas las normas de procedimiento para la adopción del Derecho derivado de la UE. Ello es consecuencia obvia de la naturaleza obligatoria del Derecho de la UE. El Tratado de Estabilidad puede complementarse con Derecho derivado y, ciertamente, hace referencia a dicha legislación en los considerandos, en particular en relación con i) las modalidades de presentación previa de información sobre los planes de emisión de deuda, ii) el alcance de los programas de colaboración económica en los que se expongan de manera pormenorizada reformas estructurales de los Estados miembros que sean objeto de un procedimiento de déficit excesivo, y iii) la coordinación de los grandes planes de reforma de la política económica de los Estados miembros.

El Tratado de Estabilidad entrará en vigor tras ser ratificado por al menos doce países de la zona del euro. Se aplicará a todos los Estados miembros que lo ratifiquen, es decir, a los Estados miembros pertenecientes o no a la zona del euro. Sin embargo, al menos en una primera etapa, una parte del Derecho derivado de la UE que complementa el Tratado de Estabilidad se basará en el artículo 136 del Tratado y, por lo tanto, solo será aplicable a las partes contratantes cuya moneda es el euro. Este es el motivo por el que, en una etapa posterior, será preciso aprobar la legislación de la UE necesaria para abarcar al conjunto de la Unión. Mientras tanto, nada impide que los Estados miembros que no pertenecen a la zona del euro apliquen voluntariamente el Tratado de Estabilidad incorporándolo a su legislación nacional. Además, cabe señalar que el propio Tratado de Estabilidad contempla el objetivo explícito de incorporar su contenido al marco jurídico de la UE en un plazo máximo de cinco años tras su entrada en vigor, sobre la base de la experiencia adquirida.

5 CONCLUSIONES

Tras la entrada en vigor del marco reforzado de gobernanza económica de la UE en diciembre de 2011, el acuerdo sobre el Tratado de Estabilidad, y el pacto presupuestario, en particular, constituyen un satisfactorio paso adelante hacia un marco de gobernanza presupuestaria basado en reglas más estrictas. La introducción obligatoria de la regla de equilibrio presupuestario y del mecanismo corrector automático a escala nacional debería aumentar el compromiso a nivel nacional para conseguir unas finanzas públicas sólidas y sostenibles. Si estos instrumentos se implementan estrictamente y se aplican con rigurosidad, deberían contribuir a evitar unas políticas fiscales insostenibles, complementando las disposiciones del PEC.

En este contexto es crucial que el mecanismo corrector automático, cuyos principios comunes serán desarrollados por la Comisión, garantice una corrección efectiva de desviaciones presupuestarias acumuladas en períodos anteriores, como prevé el pacto presupuestario. Por otra parte, la Comisión debe proponer calendarios para lograr una convergencia rápida hacia la consecución de los objetivos presupuestarios a medio plazo de cada país, que van más allá de las actuales exigencias del PEC, tomando en consideración los riesgos para la sostenibilidad fiscal específicos de los respectivos países. Además, la Comisión desempeña un papel fundamental en lo que respecta a informar sobre la correcta transposición de la regla de equilibrio presupuestario al Derecho nacional de las partes contratantes y a proponer principios comunes sobre la función y la independencia de las instituciones de supervisión.

A escala nacional, es necesario un amplio compromiso, es decir, los Parlamentos, los Gobiernos y las instituciones de supervisión deben respetar el espíritu del Tratado de Estabilidad y asegurar la estricta observancia de la regla de equilibrio

presupuestario. Esto es esencial para anclar la disciplina presupuestaria y las expectativas de los mercados sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas en Europa, lo que a su vez fomentará el crecimiento a medio plazo.

A escala de la UE, el mayor grado de automatismo en el procedimiento de déficit excesivo del PEC debería ayudar a garantizar un cumplimiento riguroso del límite de déficit en los países de la zona del euro.

Aunque el pacto presupuestario aborda algunas de las deficiencias que subsisten en el marco de gobernanza presupuestaria existente, su efectividad y su credibilidad siguen dependiendo de una aplicación estricta de los mecanismos de vigilancia de las políticas presupuestarias por parte de la Comisión y de un uso limitado de la discrecionalidad política por el Consejo. Por último, la complejidad del marco presupuestario general no se ha reducido, ya que el pacto presupuestario básicamente añade otro nivel a las normas existentes del PEC.

De cara al futuro, será necesario adoptar medidas ambiciosas encaminadas a mejorar el marco presupuestario de la UE, en particular de los países de la zona del euro, con el fin de abordar las deficiencias que subsisten. Un factor de vulnerabilidad general del marco existente es que carece de instrumentos para situaciones en las que la política fiscal de un país, pese a ser objeto de una estricta vigilancia y de la aplicación de mecanismos de ejecución y de corrección, continúe registrando desviaciones perjudiciales. Esta situación podría abordarse otorgando a las instituciones europeas la competencia para obligar de manera efectiva a los Estados miembros de la zona del euro, gradualmente a medida que la situación se deteriore, a tomar las decisiones en materia fiscal que sean necesarias. Esto debería contribuir a generar incentivos creíbles para aplicar políticas fiscales firmes.

COMPARACIÓN DE LA RECIENTE CRISIS FINANCIERA DE ESTADOS UNIDOS Y LA ZONA DEL EURO CON LA EXPERIENCIA DE JAPÓN EN LOS AÑOS NOVENTA

ARTÍCULOS

Comparación de la reciente crisis financiera de Estados Unidos y la zona del euro con la experiencia de Japón en los años noventa

La crisis financiera mundial, que se inició en Estados Unidos como una crisis de deuda subprime y que, posteriormente, ha pasado por una serie de etapas diferentes —la última de las cuales ha sido la crisis de la deuda soberana de la zona del euro—, alteró significativamente la trayectoria de crecimiento en Estados Unidos y en la zona del euro. Tras una severa recesión y una recuperación relativamente discreta, en los próximos años se prevé un período de moderado crecimiento. Por consiguiente, varios analistas han comparado la situación que atraviesan actualmente Estados Unidos y la zona del euro con la llamada «década perdida» de Japón en los años noventa, el episodio más reciente en el que una economía avanzada experimentó un prolongado ajuste de los balances sectoriales, una persistente debilidad de la actividad económica, un rápido aumento de la deuda pública y una acusada y duradera corrección a la baja de los precios de los activos.

No obstante, existen diferencias importantes entre el tipo de desequilibrios que registró Japón y los que desencadenaron la reciente crisis financiera que afectó a Estados Unidos y la zona del euro. En Japón, fue principalmente el sector empresarial el que necesitó reequilibrarse tras un excesivo apalancamiento, mientras que, en Estados Unidos, los problemas con los balances afectaron a los hogares tras el auge del crédito y de los precios de la vivienda. Por lo que respecta a la zona del euro, esos problemas fueron menos evidentes a nivel agregado, pero, a medida que avanzó la crisis financiera, los desequilibrios regionales se intensificaron y, en algunos Estados miembros de la zona del euro, el apalancamiento se tornó excesivo. Además, el acusado deterioro de los saldos fiscales también dio lugar a un aumento de los riesgos para la sostenibilidad de la deuda pública, una de las principales causas de la crisis de deuda soberana que afectó a varios países de la zona del euro y también de otras regiones.

Las notables diferencias entre los motivos económicos de la «década perdida» de Japón y las medidas adoptadas para resolver los problemas, por un lado, y la crisis financiera de Estados Unidos y la zona del euro, por otro, sugieren que se trata de crisis distintas y que es improbable que Estados Unidos y la zona del euro recorran la misma senda que Japón. Sin embargo, al mismo tiempo, la experiencia de Japón subraya lo difícil que les resulta a las economías salir de las recesiones de balance y corregir los grandes desequilibrios para restablecer las perspectivas de crecimiento y lograr una recuperación sostenible y duradera. Una enseñanza que se puede extraer es que, para que la recuperación económica se afiance de forma duradera, lo primero que hay que hacer es sanear el sistema financiero. Otra enseñanza importante es que, si las reformas no se ponen en marcha o se retrasan, la recuperación podría ser lenta, frágil y propensa a revertirse, y es casi seguro que reaparecerán los problemas derivados de las debilidades estructurales.

I INTRODUCCIÓN

La reciente crisis financiera alteró significativamente la trayectoria de crecimiento en Estados Unidos y en la zona del euro. A la severa recesión que se produjo en 2008-2009, siguió una recuperación que fue relativamente discreta en comparación con anteriores episodios. Las proyecciones sugieren un nuevo período de débil crecimiento en los próximos años. Aunque los factores determinantes de las relativamente bajas tasas de crecimiento son diversos, un componente ha sido la

necesidad de realizar ajustes en los balances en la medida en que tanto el sector privado como el sector público de algunos países tratan de corregir los excesos del pasado. Ello ha llevado a los analistas a establecer comparaciones entre la situación que atraviesan actualmente Estados Unidos y la zona del euro y la llamada «década perdida» de Japón en los años noventa, el episodio más reciente en el que una economía avanzada experimentó un prolongado ajuste de los balances sectoriales, un estancamiento de la actividad económica y un rápido aumento de la deuda

pública tras una acusada corrección a la baja de los precios de los activos¹. Este artículo analiza la experiencia de Japón y las consecuencias de los períodos prolongados de ajuste de los balances, estableciendo un paralelismo con la situación actual y considerando las enseñanzas que podrían extraerse.

Las comparaciones con la situación actual deben tratarse con cierta prudencia, ya que un episodio histórico concreto no puede servir de modelo exacto para acontecimientos posteriores y, de hecho, se observan importantes diferencias entre el tipo de desequilibrios que registró Japón y los que desencadenaron la reciente crisis financiera que afectó a Estados Unidos y a la zona del euro. Los consiguientes ajustes también han dependido de las características estructurales particulares de cada economía, del estado de sus finanzas públicas y de las medidas de política adoptadas. No obstante, las comparaciones entre países pueden resaltar algunas de las causas y las consecuencias de los períodos en los que se han producido procesos de ajuste sustancial y persistente de los balances.

Las dificultades de comparación se agudizan especialmente en lo que respecta a la zona del euro, dada la heterogeneidad de las experiencias de los distintos países que la integran desde el inicio de la crisis. En la medida de lo posible, el presente

artículo se centra en la zona del euro en su conjunto. No obstante, también es necesario considerar la perspectiva de cada país, que se analiza por separado en el recuadro 2, sobre todo porque los desafíos a los que se enfrentan algunos países de la zona del euro se asemejan bastante a los problemas de ajuste de los balances.

El artículo se estructura como sigue: tras un breve resumen de la experiencia de Japón (véase recuadro 1), la sección 2 describe la naturaleza y la magnitud de los desequilibrios acumulados antes de la crisis en Japón en los años noventa y de los registrados en Estados Unidos y la zona del euro en la actualidad. En la sección 3 se describe cómo la variada naturaleza de los problemas de los balances configuró el consiguiente ajuste, analizándose con más detalle, en el recuadro 2, la experiencia de cada uno de los países miembros de la zona del euro. La sección 4 se dedica a las consecuencias a más largo plazo de las crisis. En la sección 5 se subraya el importante papel desempeñado por el sector financiero en la resolución de esos problemas. En la sección 6 se describen las políticas correctivas adoptadas y, en la sección 7, se presentan las conclusiones.

¹ Véase, por ejemplo, M. Shirakawa, «Deleveraging and Growth: Is the Developed World Following Japan's Long and Winding Road?», conferencia pronunciada en la London School of Economics, 10 de enero de 2012.

Recuadro 1

LA EXPERIENCIA ECONÓMICA DE JAPÓN EN LOS AÑOS NOVENTA

Como consecuencia de un desplome de las cotizaciones bursátiles y de los precios de los inmuebles en 1990-1991, la economía japonesa atravesó un período prolongado de ajuste de los balances durante toda la década de los noventa. Hasta 2003 no se produjo una recuperación más sostenida de la actividad económica y hubo que esperar hasta 2005 para que el crecimiento del crédito volviera a ser positivo.

Impacto del despalancamiento de las empresas en la inversión y el crecimiento

Durante el período de auge de la inversión de finales de los años ochenta se acumularon los desequilibrios económicos. En aquel momento, el sector empresarial se había endeudado masivamente con los bancos, presentando normalmente como garantía activos inmobiliarios. La fuerte caída de los

precios de los inmuebles redujo el valor de esas garantías y obligó a las empresas a sanear sus balances. Este proceso de desapalancamiento se manifestó a través de un incremento del ahorro de las empresas, así como en una prolongada caída de la inversión privada y en un estancamiento de los beneficios empresariales durante toda la década de los noventa. Sin embargo, debido a la naturaleza específica de la crisis japonesa, la situación pudo reequilibrarse, en parte, mediante un crecimiento de la demanda exterior neta en un contexto de expansión de la demanda mundial, aunque esta recuperación, inducida por las exportaciones, sufrió un revés con la crisis asiática de 1997 y los dos períodos de fuerte apreciación del yen en 1993-1994 y 1998-1999¹.

¿Cómo afectaron los problemas del sector bancario a la economía?

En un intento por limitar sus pérdidas a corto plazo, las entidades de crédito japonesas, escasamente capitalizadas, inicialmente concedieron préstamos a empresas insolventes, a los que con frecuencia se denominó «préstamos zombis». Las autoridades se mostraron indecisas a la hora de fortalecer la supervisión bancaria y desalentar esta tolerancia regulatoria, lo que aplazó el saneamiento de los préstamos y la recapitalización. Las entidades de crédito, que llevaban años luchando con el problema de las deudas incobrables, restringieron los préstamos a las nuevas empresas, lo que produjo distorsiones en la asignación del crédito y, en última instancia, exacerbó la crisis financiera y retrasó una recuperación sostenida. Es posible que los «préstamos zombis» hayan obstaculizado el acceso al mercado de empresas más eficientes, limitando la innovación y reduciendo el crecimiento de la productividad a largo plazo². De la misma manera, el fuerte hincapié que, tradicionalmente, se ha hecho en la seguridad en el empleo en Japón podría haber reducido la flexibilidad al obstaculizar los ajustes sectoriales en la economía. El ajuste en el mercado de trabajo se centró en los salarios: la tasa de paro aumentó ligeramente, pero los salarios nominales experimentaron una rápida caída, lo que parece haber contribuido a sumir al país en una fase de deflación a partir de finales de la década de los noventa. Las presiones deflacionistas se hicieron más evidentes en los precios de los bienes, lo que indica que otros factores, como la fuerte competencia de las importaciones y una amplia brecha de producción, también fueron importantes³. Además, las inciertas perspectivas de crecimiento económico de aquel momento hicieron que se aplazaran los planes de inversión y consumo, lo que ejerció aún más presión a la baja sobre los precios⁴.

Si bien la década perdida de Japón se atribuye normalmente al desapalancamiento y a los problemas con la intermediación financiera, es importante señalar que las deficiencias estructurales de la economía también podrían haber desempeñado un papel importante. Algunos estudios han sugerido que la década de estancamiento económico en Japón podría haber estado asociada a la gradual conclusión del proceso de «convergencia», al aproximarse el país a la frontera tecnológica, lo que, en última instancia, limitó aún más los aumentos de productividad⁵. Además, la economía japonesa se enfrentó a una evolución demográfica desfavorable a partir de la década de los noventa, ya que la población

1 Véanse T. Sekine, «Firm-Investment and Balance-Sheet Problems in Japan», *IMF Working Paper Series*, n.º WP/99/111, 1999; A. Kanaya y D. Woo, «The Japanese Banking Crisis of the 1990s: Sources and Lessons», *IMF Working Paper Series*, n.º WP/00/7, 2000; T. Callen, y J. D. Ostry, *Japan's Lost Decade. Policies for Economic Revival*, FMI, 2003.

2 R. J. Caballero, T. Hoshi y A. K. Kashyap, «Zombie Lending and Depressed Restructuring in Japan», *American Economic Review*, 98, pp. 1943-1977, 2008; J. Peek y E. Rosengren, «Unnatural Selection: Perverse Incentives and the Misallocation of Credit in Japan», *American Economic Review*, 95, pp. 1144-1166, 2005; K.G. Nishimura y Y. Kawamoto, «Why does the problem persist? "Rational Rigidity" and the plight of Japanese banks», *The World Economy*, vol. 26, pp. 301-324, 2003.

3 N. Baba, N. Oda, M. Shirakawa, K. Ueda y H. Ugai, «Japan's deflation, problems in the financial system, and monetary policy», *Monetary and Economic Studies*, vol. 23, pp. 47-111, 2005.

4 T. Kimura, T. Shimatani, K. Sakura y T. Nishida, «The role of money and growth expectations in price determination mechanism», *Bank of Japan Working Paper Series*, n.º 10-E-11, 2010.

5 M. Hayashi y E. Prescott, «The 1990s in Japan: A Lost Decade», *Review of Economic Dynamics*, 5, pp. 206-235, 2002.

en edad de trabajar revirtió su anterior tendencia de crecimiento y comenzó a descender. Esto también hizo que resultase más difícil absorber el exceso de oferta de vivienda.

Medidas de política frente a la crisis

Pese a la existencia de cierto margen de maniobra inicial antes de alcanzar el límite cero de los tipos de interés, la política monetaria reaccionó con lentitud frente a la crisis, debido en parte (incluso dos años después del colapso del mercado bursátil) a que ni el banco central ni otros observadores previeron una desaceleración prolongada de la economía⁶. Dado que las expectativas de inflación también se mantenían en niveles bajos, los tipos de interés reales a largo plazo siguieron siendo altos, mientras que el crédito registró una contracción. Durante este período, la eficacia del mecanismo de transmisión monetaria podría haberse visto obstaculizada por los problemas fundamentales del sector privado que no abordaron las autoridades reguladoras⁷. En vista de que las persistentes presiones deflacionistas no desaparecían, el Banco de Japón recurrió, en última instancia, a las medidas de política monetaria no convencionales. Su política de «expansión cuantitativa» (*quantitative easing*) aplicada desde 2001 hasta 2006 podría haber contribuido a que las tasas de inflación volvieran a ser ligeramente positivas.

Por lo que respecta a la política fiscal, el bajo nivel inicial de deuda pública y el abultado superávit por cuenta corriente que registraba Japón indujeron a las autoridades a contrarrestar el estancamiento económico con estímulos fiscales. Además, el deterioro de los ingresos y el aumento del gasto de la seguridad social también contribuyeron al incremento del déficit fiscal en los primeros años noventa. Para consolidar las finanzas públicas, el Gobierno aumentó los impuestos sobre el valor añadido en 1997 con el inicio de la crisis asiática, lo que, a juicio de algunos observadores, podría haber retrasado la recuperación⁸. A partir de 1998, la política fiscal se tornó cada vez más expansiva, aunque el impulso fiscal del gasto adicional siguió siendo limitado, debido, en parte, a que los multiplicadores del gasto fiscal se redujeron a partir de 1990⁹. Esta evolución refleja un desplazamiento hacia el gasto en seguridad social en detrimento de la inversión pública. Asimismo, en el contexto del proceso de desapalancamiento, el sector privado podría haber respondido en menor medida a los estímulos fiscales. Con el transcurso del tiempo, las políticas fiscales expansionistas han incrementado los niveles de deuda pública, que, en 2010, se situaban por encima del 200 % del PIB.

6 A. Ahearn, J. Gagnon, J. Haltmaier y S. Kamin, «Preventing Deflation: Lessons from Japan's Experience in the 1990s», *Federal Reserve Board International Finance Discussion Papers*, n.º 2002-729, 2002.

7 Véase recuadro 2 del artículo titulado «El crecimiento del dinero y del crédito después de crisis económicas y financieras: una perspectiva histórica mundial», *Boletín Mensual*, BCE, febrero de 2012.

8 A. Posen, «It takes more than a bubble to become Japan», en A. Richards, (ed.), *Asset Prices and Monetary Policy*, Reserve Bank of Australia, 2004; A. Posen, «The Realities and Relevance of Japan's Great Recession: Neither Ran no Rashomon», *Peterson Institute for International Economics Working Paper Series*, WP 10-7, 2010.

9 M. Syed, K. Kang y K. Tokuoka, «Lost Decade in Translation: What Japan's crisis could portend about recovery from the Great Recession», *IMF Working Paper Series*, n.º WP/09/282, 2009; R. Hemming, M. Kell y S. Mahfouz, «The effectiveness of fiscal policy in stimulating economic activity – a review of literature», *IMF Working Paper Series*, n.º WP/02/208/, 2002.

2 NATURALEZA Y CONTEXTO DE LAS CRISIS DE BALANCE

La principal similitud entre la experiencia japonesa de los años noventa y la reciente crisis de Estados Unidos y la zona del euro es que ambos

casos pueden considerarse como «recesiones de balance», en las que algunos segmentos del sector privado no financiero se vieron obligados a realizar ajustes significativos de su situación patrimonial como consecuencia de acusadas correcciones de los precios de los activos, que, a su vez, habían

venido precedidas de una fuerte expansión crediticia. No obstante, la principal causa de los problemas se concentró en diferentes sectores: en Japón, los excesos se produjeron, principalmente, en el sector empresarial, que se resintió como consecuencia del excesivo apalancamiento (véase recuadro 1), mientras que en Estados Unidos los problemas de los balances afectaron sobre todo a los hogares, tras la expansión crediticia y el auge del sector inmobiliario. En la zona del euro, aunque los préstamos también aumentaron en el período previo a la crisis, los problemas con los balances, específicos de cada sector, fueron menos evidentes a nivel agregado, pero prominentes en algunos países, lo que dio lugar a notables desequilibrios regionales y a un excesivo apalancamiento en algunos sectores de varios Estados miembros de la zona (véase recuadro 2).

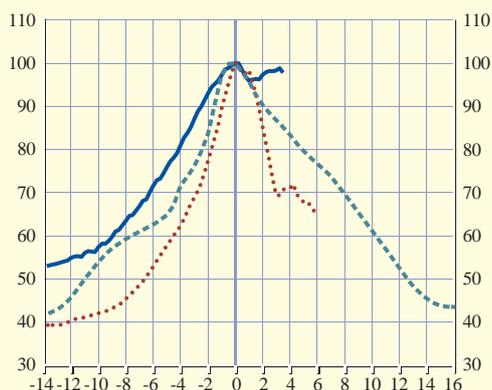
También se observaron diferencias en la magnitud y la velocidad del ajuste. En primer lugar, la corrección de los precios de los activos en el sector inmobiliario, y los consiguientes ajustes de los balances, se han producido recientemente en Estados Unidos a un ritmo más rápido que en Japón en los años noventa, mientras que el ajuste en la zona del euro ha sido mucho más mesurado. En segundo lugar, la economía japonesa experimentó una perturbación relativamente mayor en términos de efectos negativos sobre la riqueza por el descenso de los precios de los inmuebles. En Japón, los sectores de empresas y hogares sufrieron pérdidas considerables en sus activos inmobiliarios, mientras que en Estados Unidos y la zona del euro fueron los hogares los que se vieron más afectados (véanse gráficos 1 y 2). Para la zona del euro en su conjunto, el descenso de la riqueza de los hogares ha sido discreto en

Gráfico 1 Precios de la vivienda

(índice = 100 en los máximos; datos semestrales para Japón; datos trimestrales para otros países)

Eje de abscisas: años desde el máximo

— Zona del euro (II 2008)
 Estados Unidos (I 2006)
 - - - - Japón (III 1991)



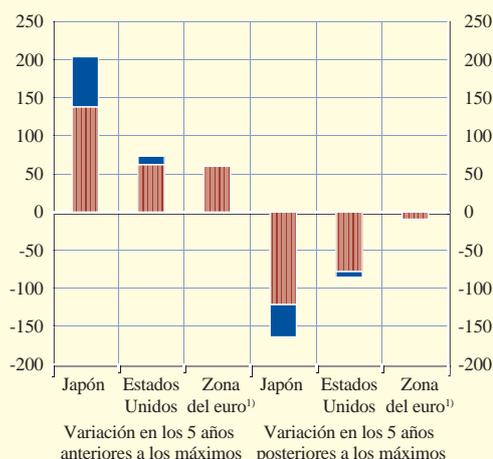
Fuentes: S&P, Fisery, MacroMarkets LLC, Japan Real Estate Research Institute y BCE.

Notas: Los datos de Estados Unidos corresponden al índice de precios de la vivienda Case Shiller; los de Japón al índice de precios de los terrenos urbanos, y los de la zona del euro al índice de precios de los inmuebles residenciales. El máximo se indica entre paréntesis. La observación más reciente corresponde al cuarto trimestre de 2011 en el caso de Estados Unidos y la zona del euro.

Gráfico 2 Variación del valor de mercado de la riqueza inmobiliaria en porcentaje del PIB

(diferencia en puntos porcentuales; datos anuales para Japón; datos trimestrales para otros países)

■ Sociedades no financieras
 ■ Hogares



Fuentes: Junta de Gobernadores de la Reserva Federal, Oficina Económica del Gobierno (de Japón) y Eurostat.

Notas: Los datos se refieren a las tenencias totales de activos inmobiliarios de los hogares y de las sociedades no financieras como porcentaje del PIB. Los hogares incluyen las instituciones sin fines de lucro y las empresas individuales sin personalidad jurídica propia. Los máximos son los siguientes: primer trimestre de 2006 para Estados Unidos, 1990 para Japón y cuarto trimestre de 2007 para la zona del euro.

1) Los datos de la zona del euro se refieren solo a los hogares y corresponden a los tres años y nueve meses siguientes al máximo.

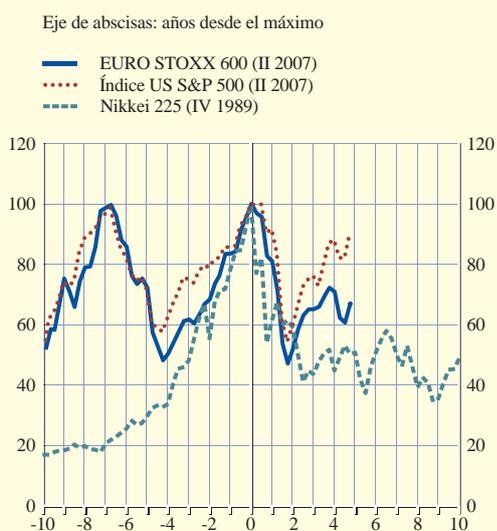
comparación, aunque se observó una fuerte heterogeneidad a nivel de países con un crecimiento excesivo de los precios de la vivienda y, consecuentemente, correcciones de mayor magnitud en algunos países (véase recuadro 2). Pese a que en Estados Unidos los precios de la vivienda experimentaron un descenso muy acusado, el impacto global en la economía se vio atenuado por el hecho de que la ratio de riqueza inmobiliaria con respecto al PIB era mucho menor (un máximo del 234% frente al 355% de Japón). En tercer lugar, el ciclo de auge y caída de las cotizaciones bursátiles y de los precios inmobiliarios fue mucho más persistente y simultáneo en Japón, lo que intensificó la perturbación. Por el contrario, los precios de las acciones repuntaron en la zona del euro y en Estados Unidos, a diferencia de Japón, que experimentó un estancamiento durante una década (véanse gráficos 3 y 4).

En conjunto, las comparaciones, específicas para la economía, de la velocidad y la magnitud del

ajuste de los precios de los activos sugieren que el problema fue algo más grave en Japón que en Estados Unidos y en la zona del euro: una burbuja mayor antes de la crisis, que afectó a varias clases de activos, seguida de una mayor caída, más simultánea y prolongada. No obstante, como la crisis actual aún sigue su curso, podría resultar prematuro extraer conclusiones definitivas respecto a la gravedad de la perturbación experimentada por cada economía en los dos episodios considerados. La materialización del riesgo sistémico a nivel mundial durante la reciente crisis financiera, que fue mucho más generalizada, magnificó la perturbación general en cada una de las economías a través de efectos de contagio financieros y comerciales. En una situación en la que muchas economías se esfuerzan simultáneamente por corregir los desequilibrios, es evidente que tanto Estados Unidos como la zona del euro han tenido que enfrentarse a un entorno exterior menos favorable que Japón.

Gráfico 3 Precios de las acciones

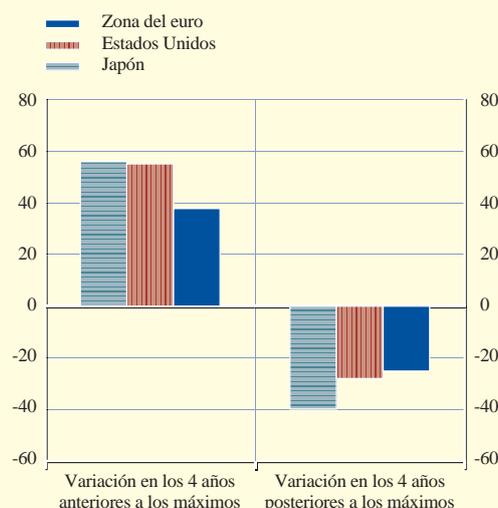
(índice = 100 en los máximos; datos trimestrales)



Fuentes: Nikkei, Wall Street Journal, Haver y STOXX Limited.
Notas: El máximo se indica entre paréntesis. La observación más reciente corresponde al primer trimestre de 2012 en el caso de Estados Unidos y la zona del euro.

Gráfico 4 Variación del valor de mercado de las acciones en porcentaje del PIB

(diferencia en puntos porcentuales; datos trimestrales)



Fuentes: Junta de Gobernadores de la Reserva Federal, Banco de Japón y Eurostat.
Notas: Los datos se refieren a las tenencias nacionales. Los datos de Estados Unidos excluyen las tenencias de renta variable privada en poder de sociedades no financieras. Los máximos son los siguientes: segundo trimestre de 2007 para Estados Unidos y la zona del euro; cuarto trimestre de 1989 para Japón.

3 EL PERÍODO DE AJUSTE: DIFERENCIAS POR SECTORES Y CONSECUENCIAS ECONÓMICAS

Históricamente, las «recesiones de balance» vienen seguidas, normalmente, de un período prolongado de depresión de la demanda, determinado por la necesidad de algunos sectores de reducir el apalancamiento. La naturaleza de los desequilibrios sectoriales también tiende a configurar los consiguientes ajustes económicos. Una diferencia significativa entre los episodios considerados es que la necesidad de proceder a una reestructuración tras el estallido de la burbuja recayó sobre un sector empresarial excesivamente apalancado en el caso de Japón, mientras que en Estados Unidos y en algunos países de la zona del euro la burbuja de los precios de la vivienda afectó sobre todo a los balances de los hogares (véanse gráficos 5 y 6)².

Así pues, en Estados Unidos y también en algunos países de la zona del euro, el ajuste ha exigido,

en particular, un aumento de la tasa de ahorro de los hogares (véase gráfico 7). Por el contrario, en Japón, el desapalancamiento llegó en forma de un incremento persistente del ahorro de las empresas, junto con un descenso prolongado de la inversión, ya que este sector necesitaba redimensionarse (véase gráfico 8). El ahorro neto de las empresas también aumentó tras el inicio de la reciente crisis. Sin embargo, en Estados Unidos y en la mayoría de los países de la zona del euro el desapalancamiento de las empresas reflejó, con frecuencia, una combinación de factores de demanda y de oferta, como una mayor propensión

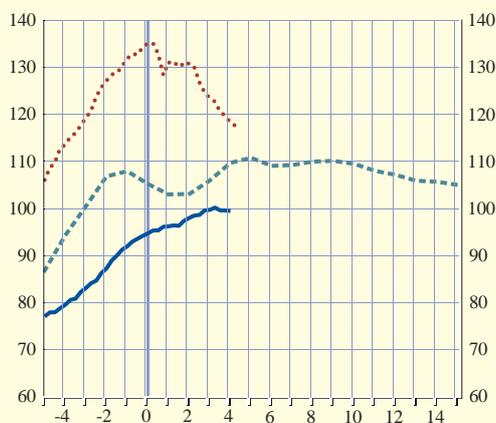
- 2 Salvo indicación en contrario (por ejemplo, en los gráficos 1 a 4 y en el gráfico 18), la elección del año de referencia para la mayoría de los gráficos del presente artículo denota el respectivo máximo de la actividad económica, identificado como el último trimestre antes del inicio de la recesión, es decir, el primer trimestre de 1991 en el caso de Japón y el tercer trimestre de 2007 en el caso de Estados Unidos. Dado el inicio simultáneo de las turbulencias financieras mundiales en el tercer trimestre de 2007 y el carácter global de la crisis posterior, el año de referencia elegido para la zona del euro es el mismo que para Estados Unidos.

Gráfico 5 Endeudamiento de los hogares en porcentaje de la renta personal disponible

(porcentajes; datos anuales para Japón; datos trimestrales para otros países)

Eje de abscisas: años desde el inicio de la crisis

— Zona del euro (III 2007)
 Estados Unidos (III 2007)
 - - - Japón (I 1991)



Fuentes: Junta de Gobernadores de la Reserva Federal, Banco de Japón, BCE y Eurostat.

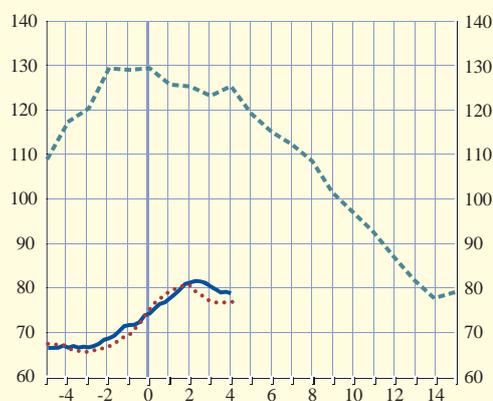
Notas: Los datos se refieren a los pasivos totales de los hogares y de las instituciones sin fines de lucro. Los trimestres entre paréntesis hacen referencia al inicio de las respectivas crisis. La observación más reciente corresponde al tercer trimestre de 2011 para la zona del euro y al cuarto trimestre de 2011 para Estados Unidos.

Gráfico 6 Ratios de deuda de las sociedades no financieras en porcentaje del PIB

(porcentajes; datos anuales para Japón; datos trimestrales para otros países)

Eje de abscisas: años desde el inicio de la crisis

— Zona del euro (III 2007)
 Estados Unidos (III 2007)
 - - - Japón (I 1991)

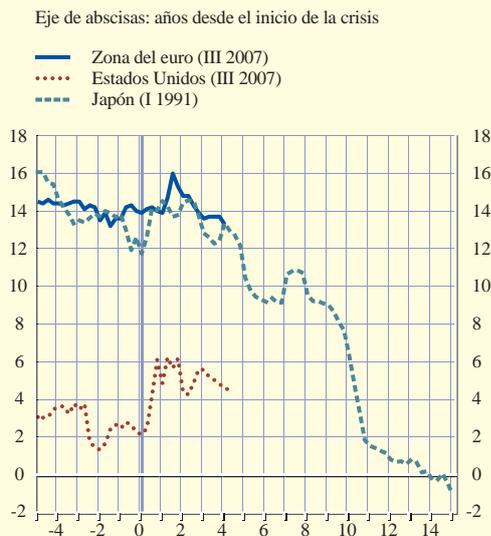


Fuentes: Junta de Gobernadores de la Reserva Federal, Banco de Japón, BCE y Eurostat.

Notas: Los datos se refieren a préstamos y valores distintos de acciones, excluidos los créditos comerciales. Los trimestres entre paréntesis hacen referencia al inicio de las respectivas crisis. La observación más reciente corresponde al tercer trimestre de 2011 para la zona del euro y al cuarto trimestre de 2011 para Estados Unidos.

Gráfico 7 Tasas de ahorro de los hogares

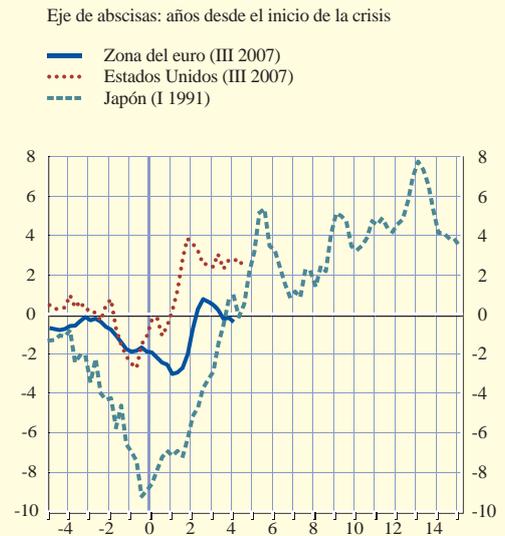
(en porcentaje de la renta disponible; datos trimestrales)



Fuentes: Bureau of Economic Analysis, Oficina Económica del Gobierno (Japón), BCE y Eurostat.
Notas: Los datos se refieren a la tasa de ahorro de los hogares. Los trimestres entre paréntesis hacen referencia al inicio de las respectivas crisis. La observación más reciente corresponde al tercer trimestre de 2011 para la zona del euro y al cuarto trimestre de 2011 para Estados Unidos.

Gráfico 8 Balance de ahorro e inversión del sector empresarial

(en porcentaje del PIB; datos trimestrales)



Fuentes: Junta de Gobernadores de la Reserva Federal, Banco de Japón, BCE y Eurostat.
Notas: Los datos se refieren a la capacidad/necesidad de financiación de las sociedades no financieras. Los trimestres entre paréntesis hacen referencia al inicio de las respectivas crisis. La observación más reciente corresponde al tercer trimestre de 2011 para la zona del euro y al cuarto trimestre de 2011 para Estados Unidos.

a retener las ganancias en un contexto de incertidumbre respecto a la demanda futura y unas condiciones de concesión de crédito restrictivas, a diferencia del intento activo de las empresas japonesas de ajustarse al descenso del valor de las garantías.

La naturaleza del ajuste también tiene consecuencias para la composición de la demanda. En Estados Unidos y en la zona del euro —especialmente en países con grandes necesidades de desapalancamiento (véase recuadro 2)— el mayor ahorro de los hogares supuso una moderación sostenida del gasto en consumo y una corrección de la inversión residencial con respecto a los niveles insosteniblemente altos alcanzados durante la expansión crediticia y el auge del sector inmobiliario. Desde

el final de la recesión, la contribución de ambos componentes al crecimiento del PIB ha sido menor que en anteriores recuperaciones.

Además, el ajuste en Estados Unidos y en la zona del euro se ha visto conformado por las circunstancias mundiales. La crisis japonesa fue, en gran medida, interna, y afectó relativamente poco al resto del mundo, lo que hizo posible que la demanda exterior neta contribuyera a «reequilibrar» la situación. La crisis reciente ha tenido un alcance notablemente más amplio y la desaceleración general del crecimiento a escala mundial probablemente ha obstaculizado la capacidad de Estados Unidos y la zona del euro para recuperarse recurriendo a un mayor crecimiento de las exportaciones (véase gráfico 9).

Recuadro 2

AJUSTES DE LOS BALANCES EN ALGUNOS PAÍSES DE LA ZONA DEL EURO

A nivel agregado, la zona del euro no comparte plenamente los problemas con los balances observados en Japón en la década de los noventa o en Estados Unidos en la actualidad. El endeudamiento del sector privado ha seguido siendo, en general, limitado y la posición de inversión internacional neta de la zona en su conjunto está, prácticamente, en equilibrio. No obstante, los problemas que afectan actualmente a algunos países de la zona del euro guardan relación, fundamentalmente, con un exceso de apalancamiento¹. Concretamente, algunos países han registrado presiones de desapalancamiento tras la fuerte expansión del crédito y una acusada corrección de los precios de los activos; así pues, los desafíos a los que se enfrentan estos países parecen asemejarse, más bien, a las dificultades asociadas al ajuste de los balances.

Al analizar los desequilibrios de la zona del euro en su conjunto, basándose en la contabilidad de la zona, se observa que, mientras a nivel agregado la posición exterior de la zona se ha mantenido próxima al equilibrio, se ha producido una creciente divergencia entre dos grupos de países: el «grupo con superávit exterior», que incluye los países que habían registrado superávit por cuenta corriente durante el período de cinco años transcurrido hasta el inicio de la crisis financiera en 2007, y el «grupo con déficit exterior», que incluye los países que registraron déficit por cuenta

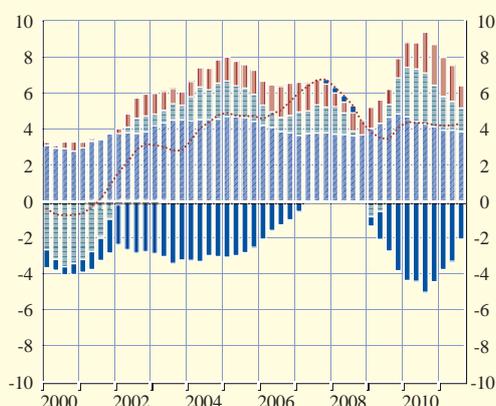
1 Véase el artículo titulado «La crisis financiera desde la óptica de las cuentas del euro: una perspectiva de los flujos de fondos», *Boletín Mensual*, BCE, octubre 2011.

Gráficos A Capacidad/necesidad de financiación por grupos de países

(en porcentaje del PIB; sumas de cuatro trimestres)

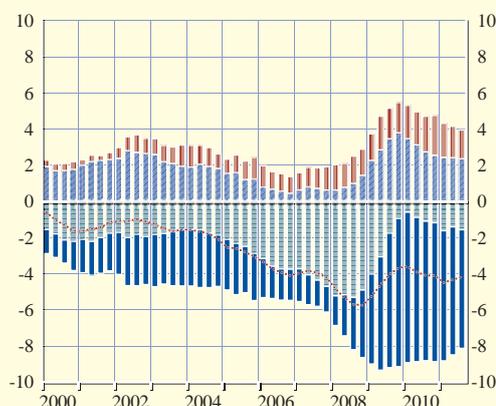
1. Países con superávit exterior

- Administraciones Públicas
- Instituciones financieras
- Sociedades no financieras
- Hogares
- Total de la economía



2. Países con déficit exterior

- Administraciones Públicas
- Instituciones financieras
- Sociedades no financieras
- Hogares
- Total de la economía



Fuentes: Eurostat y BCE.

Notas: La capacidad/necesidad de financiación que figura en los gráficos de este recuadro ha sido ajustada, por comodidad, para excluir las «adquisiciones menos cesiones de activos financieros no producidos» (a fin de evitar las distorsiones causadas por los grandes ingresos procedentes de las ventas de licencias de telefonía móvil UMTS en 2000). Las cifras positivas/negativas indican capacidad/necesidad de financiación. La observación más reciente corresponde al tercer trimestre de 2011.

corriente² (véase gráfico A). Obviamente, la composición de los grupos guarda una estrecha relación con el período de referencia y cambiaría con el tiempo. Si bien parte del aumento de los déficits financieros del sector privado en el grupo de países con déficit exterior podría reflejar una mayor integración financiera dentro de la zona del euro, también podría ser consecuencia de los episodios de auge del crédito observados en algunos países. En el grupo con déficit exterior, la recesión que siguió a la crisis, sumada a las fuertes correcciones de los precios de la vivienda en algunos países, dio lugar a un acusado desapalancamiento por parte del sector privado. La capacidad de financiación de los hogares aumentó significativamente y los saldos financieros expansivos que registraron las sociedades no financieras antes de la crisis se revirtieron rápidamente.

Paralelamente, los saldos presupuestarios registraron un considerable deterioro y la deuda pública aumentó rápidamente, aunque con marcadas diferencias entre los distintos países de la zona del euro. Como resultado, los riesgos para la sostenibilidad de la deuda se intensificaron en varios países de la zona en un clima de inestabilidad financiera y bajo crecimiento. Sin embargo, al contrario que en Japón, donde el aumento del endeudamiento del sector público se debió, en su mayoría, a los programas de obras públicas iniciados posteriormente para dar impulso a la economía, el respaldo del sector financiero ha sido más importante en la zona del euro. Al respecto, el respaldo público al saneamiento del sistema financiero puede considerarse positivo para el crecimiento a largo plazo, siempre y cuando restablezca la solidez de las finanzas y no ponga en riesgo la sostenibilidad de la deuda pública.

El cuadro que se presenta a continuación muestra la heterogeneidad del endeudamiento entre los países de la zona del euro, según los datos aportados por la Comisión Europea en el contexto de la vigilancia de los desequilibrios macroeconómicos en la UE y en la zona del euro (publicados el 14 de febrero de 2012 en el Informe sobre el mecanismo de alerta de la Comisión Europea). También

2 El «grupo con superávit exterior» incluye Bélgica, Alemania, Luxemburgo, Países Bajos, Austria y Finlandia. El «grupo con déficit exterior» incluye Irlanda, Estonia, Grecia, España, Francia, Italia, Chipre, Malta, Portugal, Eslovaquia y Eslovenia. Para más información sobre el análisis de las cuentas del euro durante la crisis financiera y los grupos de países de la zona del euro, véase el recuadro titulado «Los desequilibrios de la zona del euro desde la perspectiva de las cuentas sectoriales», *Boletín Mensual*, BCE, febrero 2012, pp. 38-43.

Cuadro de indicadores del mecanismo de alerta de las economías de la zona del euro y otros indicadores

(en porcentaje del PIB)

Año 2010	Posición de inversión internacional neta	Deuda del sector privado	Deuda del sector público
Bélgica	77,8	232,8	96,2
Alemania	38,4	128,1	83,2
Estonia	-72,8	176,1	6,7
Irlanda	-90,9	341,3	92,5
Grecia	-92,5	124,1	144,9
España	-89,5	227,3	61,0
Francia	-10,0	159,8	82,3
Italia	-23,9	126,4	118,4
Chipre	-43,4	289,2	61,5
Luxemburgo	96,5	253,9	19,1
Malta	9,2	212,0	69,1
Países Bajos	28,0	223,4	62,9
Austria	-9,8	165,7	71,8
Portugal	-107,5	248,5	93,4
Eslovenia	-35,7	128,8	38,8
Eslovaquia	-66,2	69,0	41,0
Finlandia	9,9	177,7	48,3
Pro memoria: umbrales	-35,0	160,0	60,0

Fuente: Comisión Europea.

Nota: Las celdas sombreadas en gris indican los países que rebasaron el umbral en 2010.

muestra el alcance del ajuste de los balances que habría que realizar en algunos países de la zona del euro en los próximos años. En particular, Irlanda, España, Chipre y Portugal registran elevados niveles de deuda pública y privada, y su posición de inversión internacional neta es, claramente, de déficit excesivo. España e Irlanda son también ejemplos de países en los que los problemas con los balances tienen su origen en un ciclo de auge y caída del sector inmobiliario. A este respecto, su experiencia es, en cierta medida, comparable a los ajustes de los balances realizados en Japón en los años noventa y en Estados Unidos en la actualidad. En ambos países, el crédito al sector privado aumentó de forma pronunciada desde el comienzo de la década de 2000, dando lugar a un auge de la vivienda y la construcción. Tras registrar un máximo en 2007, la inversión residencial se redujo rápidamente en los años siguientes, y parece que, por lo que respecta a este componente, se ha completado el grueso de la corrección. Los precios de la vivienda también alcanzaron máximos en 2007 en ambos países. Mientras que la corrección ha sido significativa en Irlanda, la sobrevaloración de los precios de la vivienda en España se ha corregido de forma más gradual (véase gráfico B).

En los dos países puede observarse un pronunciado aumento del endeudamiento del sector privado en los años anteriores a los auges del precio de los activos. En lo que respecta al sector hogares, la deuda aumentó de forma significativa hasta la crisis financiera, situándose cerca del 130 % del PIB en Irlanda y del 90 % en España. En comparación, el endeudamiento de los hogares en la zona del euro se estabilizó en el 65 % del PIB. Desde entonces, el desapalancamiento del sector privado ha sido mayor en Irlanda que en España (véase gráfico C)³.

3 Véase un análisis del endeudamiento de las empresas en la zona del euro, incluida una comparación con Estados Unidos, en el artículo titulado «El endeudamiento de las empresas en la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, febrero 2012, pp. 87-103.

Gráfico B Inversión residencial en porcentaje del PIB y precios reales de la vivienda en España e Irlanda

(escala izquierda: 2000 = 100; escala derecha: en porcentaje del PIB; datos trimestrales)

- España: inversión residencial (escala derecha)
- España: precios reales de la vivienda (escala izquierda)
- - - - Irlanda: precios reales de la vivienda (escala izquierda)
- Irlanda: inversión residencial (escala derecha)

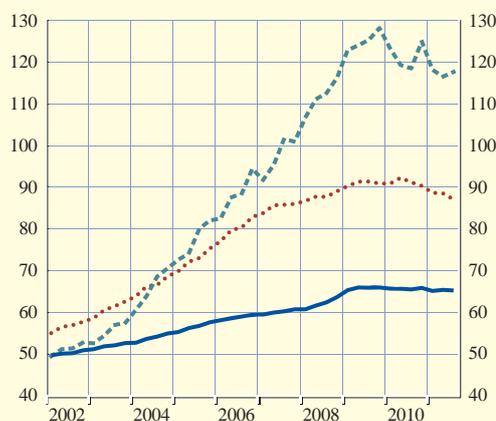


Fuentes: Central Statistics Office, Instituto Nacional de Estadística y Eurostat.
Notas: Precios de la vivienda deflactados por el IAPC. La observación más reciente corresponde al cuarto trimestre de 2011.

Gráfico C Deuda del sector hogares

(en porcentaje del PIB; datos trimestrales)

- Zona del euro
- España
- - - - Irlanda



Fuentes: Central Statistics Office, Instituto Nacional de Estadística y Eurostat.
Nota: La observación más reciente corresponde al tercer trimestre de 2011.

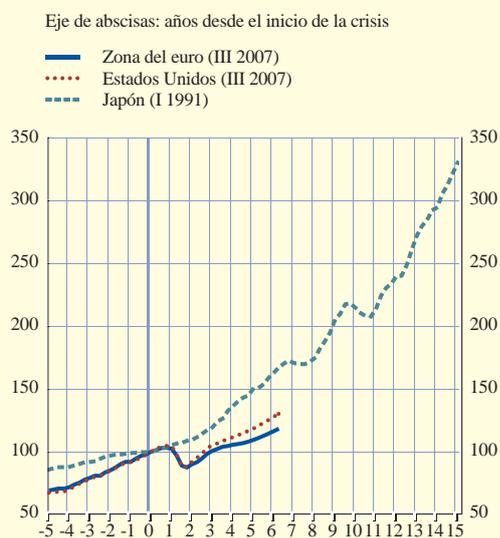
Además, ambos países registraron un aumento particularmente fuerte de la deuda pública. En comparación con los niveles anteriores a la crisis observados en 2007, se prevé que la ratio de deuda pública con respecto al PIB aumente 83,2 puntos porcentuales, hasta el 108,1 %, en Irlanda en 2011 y 33,4 puntos porcentuales, hasta el 69,6 %, en España⁴, como resultado, entre otras cosas, del considerable apoyo a las instituciones financieras en dificultades.

En general, el proceso de despalancamiento sigue su curso en varios países de la zona del euro, y la reducción de la deuda privada y pública probablemente limitará el crecimiento en los próximos años, en la medida en que el ajuste de los balances afectará al gasto en inversión de las empresas y al consumo de los hogares. Al mismo tiempo, un período de bajo crecimiento en esos países podría también formar parte del ajuste, ya que los desequilibrios reflejaban principalmente el auge de la demanda antes de la crisis. De no haberse realizado el ajuste, podría haberse producido una corrección más dolorosa en una etapa posterior.

4 Véanse las Previsiones económicas de otoño de 2011 de la Comisión Europea, Bruselas.

Gráfico 9 Demanda externa

(índice = 100 en el tercer trimestre de 2007 para Estados Unidos y la zona del euro y en el primer trimestre de 1991 para Japón; datos trimestrales)



Fuentes: OECD Economic Outlook.

Notas: Los trimestres entre paréntesis hacen referencia al inicio de las respectivas crisis. Para Estados Unidos y la zona del euro, las proyecciones abarcan desde el tercer trimestre de 2011 hasta el cuarto trimestre de 2013.

4 CORRECCIÓN DE LOS DESEQUILIBRIOS Y POTENCIAL DE CRECIMIENTO

Aparte de los efectos sobre la demanda que conlleva la fase de reequilibrio, el crecimiento económico también puede experimentar un deterioro si

el potencial de oferta de la economía se ve afectado. Si el ajuste económico es severo, podría producirse un descenso de la flexibilidad y una pérdida de capital intangible o humano, en la medida en que las empresas o los hogares sufran prolongados períodos de subutilización o de subempleo, lo que implicaría un período de menor crecimiento del potencial de producción de la economía. Las estimaciones recientes indican que el crecimiento del producto potencial tanto en la zona del euro como en Estados Unidos se ha reducido significativamente durante la reciente desaceleración económica. Aunque el producto potencial sigue siendo difícil de medir en tiempo real, la OCDE, el FMI y la Comisión Europea estiman una caída de las tasas medias de crecimiento potencial de alrededor de 1 punto porcentual en el período comprendido entre 2008 y 2011 en comparación con los diez años anteriores³. En horizontes similares, el crecimiento potencial se redujo en Japón en torno a 2 puntos porcentuales, en promedio, a partir de 1992.

Los efectos precisos sobre el crecimiento económico a largo plazo probablemente reflejen diferencias en la estructura de cada economía, así como la forma en que se ha producido el reequilibrio económico. Concretamente, no todo el descenso del producto potencial en Japón fue resultado de los ajustes de los balances y de rigideces en

3 Véase el recuadro 1 del artículo titulado «Patrones de los ciclos macroeconómicos en la zona del euro y en Estados Unidos: ¿qué ha sido diferente esta vez?», *Boletín Mensual*, BCE, mayo 2011.

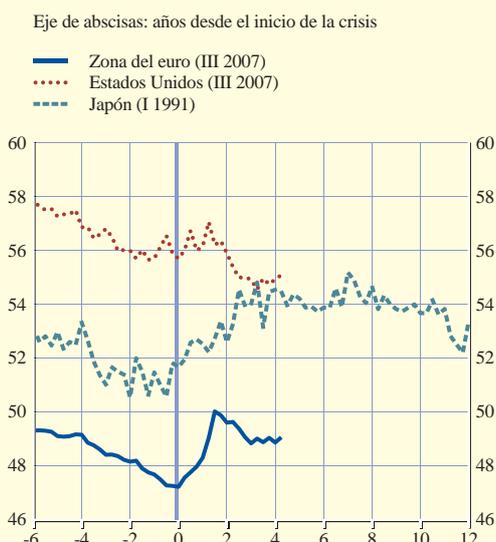
el sector empresarial (como se analiza en el recuadro 1), sino que también estuvieron relacionados con el envejecimiento de la población y con la resultante reducción de la población activa. Al respecto, las Naciones Unidas prevén que también Estados Unidos y la zona del euro tendrán que hacer frente a los crecientes desafíos que plantea dicho envejecimiento, aunque en menor medida que Japón.

En Estados Unidos, debido al grado relativamente mayor de flexibilidad del mercado de trabajo, ha sido el nivel del empleo el que ha soportado la carga del ajuste. La destrucción de empleo sostuvo el crecimiento de la productividad y de los beneficios de las empresas, a expensas de un aumento del desempleo y de una caída de la participación de las rentas del trabajo en el total de la economía (véase gráfico 10). La proporción

de desempleados durante más de un semestre en relación con el total seguía manteniéndose en torno a los máximos históricos a comienzos de 2012 (véase gráfico 11). Estos prolongados episodios de desempleo podrían traducirse en una reducción del capital humano, debido a la pérdida de capacidad. También suele reducirse la probabilidad de encontrar empleo nuevamente, ya que los trabajadores no ocupados ven mermados el acceso a las redes de empleo, su reputación o su vinculación a la población activa, convirtiendo así parte del incremento cíclico en desempleo estructural. Además, las perspectivas de empleo podrían verse afectadas durante muchos años, debido a la falta de incentivos para trabajar como consecuencia de la continua renovación de las prestaciones por desempleo, lo que podría dar lugar a que los beneficiarios de estas prestaciones se esforzaran menos por encontrar empleo.

Gráfico 10 Remuneración de los asalariados

(en porcentaje del PIB; datos trimestrales)

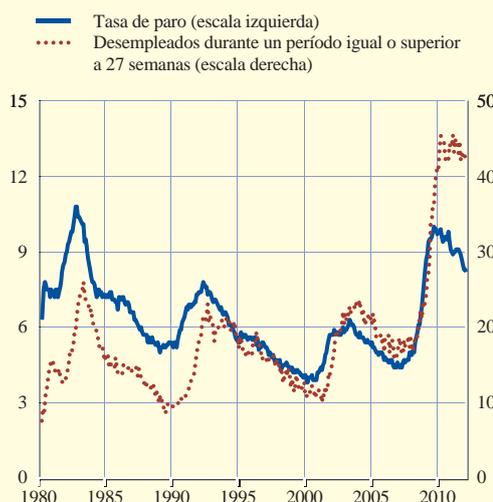


Fuentes: Bureau of Economic Analysis, Oficina Económica del Gobierno (Japón) y Eurostat.

Notas: Los datos de Estados Unidos se refieren a la remuneración de los asalariados recibida. En el caso de Japón, corresponden a la remuneración de los asalariados en la renta nacional, mientras que en el caso de la zona del euro se refieren a todas las ramas de la NACE. Los trimestres entre paréntesis hacen referencia al inicio de las respectivas crisis. La observación más reciente corresponde al cuarto trimestre de 2011 tanto para Estados Unidos como para la zona del euro.

Gráfico 11 Tasa de paro y duración del desempleo en Estados Unidos

(escala izquierda; porcentaje; escala derecha; porcentaje del total de civiles en paro desempleados durante un período igual o superior a 27 semanas; datos mensuales)



Fuente: Bureau of Labor Statistics.

Notas: Tasa de paro de la población civil cuya edad es igual o superior a 16 años. La observación más reciente corresponde a marzo de 2012.

Por último, el ajuste del factor trabajo por sectores y áreas geográficas podría verse obstaculizado por la caída de la movilidad de la mano de obra, como se refleja en la menor movilidad de los hogares en comparación con la recesión de los años 2000-2001, en particular de los propietarios de vivienda (véase gráfico 12). Cabría pensar en una relación con los problemas del mercado de la vivienda, ya que una notable proporción de los hogares se ven obligados a mantener viviendas cuyo valor es inferior al de la hipoteca que aún les resta por pagar, lo que dificulta su movilidad, dado que sería necesario el reconocimiento inmediato de las pérdidas⁴.

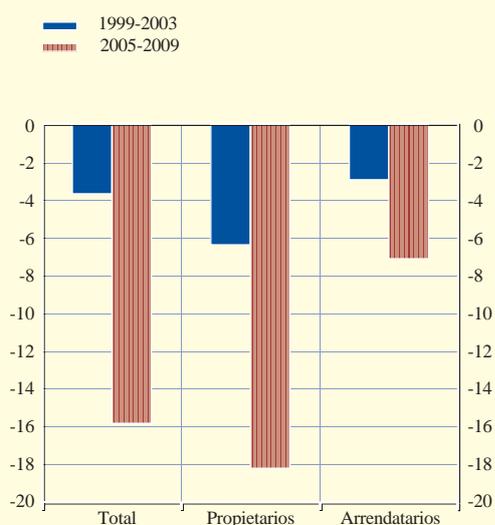
A diferencia de la caída que experimentó la movilidad de la mano de obra, apenas hay evidencia de que se haya reducido la flexibilidad en el sector empresarial de Estados Unidos. La crisis fue testigo de un acusado incremento de la proporción de empresas que abandonaron el mercado,

especialmente en sectores necesitados de ajuste, como la construcción, mientras que las tasas de acceso al mercado se mantuvieron relativamente estables, lo que sugiere el funcionamiento de un mecanismo de «destrucción creativa» (véase gráfico 13). Ello contrasta de forma acusada con la experiencia de Japón en los años noventa, cuando el aumento de la tasa de quiebras entre las empresas fue relativamente moderado, pero el número de empresas de nueva creación registró una fuerte caída, lo que, en última instancia, impidió el acceso al mercado de empresas potencialmente más eficientes (véase gráfico 14). Estados Unidos también parece haber evitado las distorsiones relacionadas con la perpetuación de los préstamos, ya que, a diferencia de lo ocurrido en Japón, la proporción de préstamos a sectores con

4 En F. Ferreira, J. Gyorko y J. Tracy, «Housing Busts and Household Mobility: An Update», *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, n.º 526, 2011, se observa que el valor negativo del capital inmobiliario ha reducido la movilidad de los hogares un 30%.

Gráfico 12 Variaciones de la tasa de movilidad de los hogares en Estados Unidos

(puntos porcentuales)

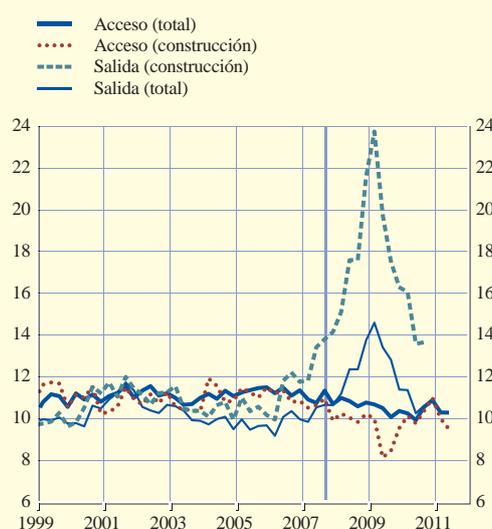


Fuentes: American Housing Survey, US Census Bureau y expertos del BCE.

Notas: Datos semestrales. La tasa de movilidad se define como la proporción de ocupantes de una vivienda que declaran haberse mudado de casa en los 12 meses anteriores. Los años de referencia se eligen para comparar la variación de la movilidad de los hogares durante un período de cuatro años, que abarca la última recesión (2007-2009) y la anterior (2000-2001).

Gráfico 13 Tasas de acceso al mercado y de salida de las empresas en Estados Unidos

(en porcentaje del total de establecimientos privados; datos trimestrales)

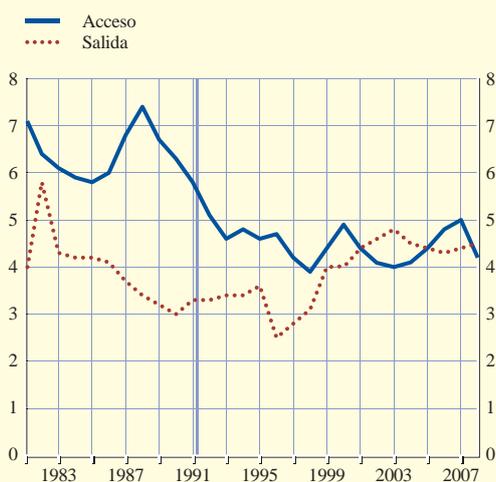


Fuentes: Bureau of Labor Statistics y expertos del BCE.

Notas: La observación más reciente corresponde al primer trimestre de 2011 para el acceso al mercado y al tercer trimestre de 2010 para la salida del mercado. La línea vertical marca el tercer trimestre de 2007, el inicio de la crisis.

Gráfico 14 Tasas de acceso al mercado y de salida de las empresas en Japón

(en porcentaje del promedio del total de empresas; datos anuales)



Fuentes: Ministerio de Sanidad, Trabajo y Bienestar y Ministerio de Economía, Comercio e Industria.

Notas: Accesos y salidas de establecimientos empresariales, incluidas las aperturas y los cierres resultantes de la apertura, el cierre y el movimiento de sucursales y fábricas. La observación más reciente corresponde a 2008. La línea vertical marca el primer trimestre de 1991, el inicio de la crisis.

problemas (como los inmuebles comerciales) en la cifra total de préstamos se redujo o se mantuvo relativamente baja.

La zona del euro se enfrenta a desafíos estructurales similares. A diferencia de Estados Unidos, varios países de la zona del euro registraban elevados niveles de desempleo de larga duración incluso antes de la recesión y, por lo tanto, el reciente aumento del desempleo ha reforzado la necesidad de aumentar la flexibilidad de los mercados de trabajo. Esta circunstancia ha sido especialmente clara en los países que registraron fuertes incrementos del empleo en la construcción durante los períodos de auge inmobiliario. Estas economías se encuentran ahora con un elevado número de parados que antes trabajaban en ese sector, lo que supone un desafío en términos de políticas de activación y formación. Además, si bien hay evidencia de cambios en los patrones netos de migración dentro de la zona del euro desde la reciente recesión económica, las migraciones entre países dentro de la zona están menos extendidas que los movimientos de mano de obra entre

los estados de Estados Unidos y constituyen un cauce menos importante para aliviar problemas regionales específicos.

Por último, la reciente crisis ha puesto de relieve los desafíos a los que se enfrentan varios países de la zona del euro que perdieron competitividad durante los primeros diez años de existencia de la unión monetaria. Mientras que en el conjunto de la zona del euro los costes laborales unitarios crecieron un 1,5% en promedio entre 1999 y 2007, en países como Grecia, Portugal, España e Irlanda los incrementos fueron de casi el doble. Las pérdidas de competitividad reflejan las altas tasas de crecimiento nominal observadas en cada uno de esos países. No obstante, en algunos países reflejan también unos deficientes resultados en materia de productividad. El impacto acumulativo de esas persistentes diferencias fue una gradual erosión de la competitividad de esos países y, como se analiza en el recuadro 2, la acumulación de desequilibrios externos con abultados pasivos netos en la posición de inversión internacional. En una unión monetaria con una moneda única y una política monetaria única, el principal mecanismo de ajuste —en ausencia de un mayor grado de movilidad laboral o de transferencias fiscales entre países— es el canal de la competitividad. Para restaurar la competitividad, los salarios tendrán que crecer a un ritmo más lento que la productividad durante algún tiempo en algunos países. Si no se toman medidas rápidamente para alcanzar este objetivo, en particular reduciendo los costes laborales unitarios, los países se enfrentarán probablemente a un período prolongado de crecimiento más lento hasta que se corrijan los desequilibrios y se restablezca la competitividad.

5 POSIBLES DISTORSIONES A LARGO PLAZO EN LA INTERMEDIACIÓN FINANCIERA

Otra consecuencia de no corregir los desequilibrios durante períodos prolongados es el impacto en el sector financiero. La necesidad de ajustar los balances cuando el sector financiero u otros sectores tratan de corregir los excesos del pasado puede ser un obstáculo para la disponibilidad de

crédito y puede crear distorsiones en la intermediación financiera. En Japón, los efectos del estallido de la burbuja del mercado de valores se limitaron, básicamente, a un deterioro de la solidez del sistema bancario nacional⁵. En cambio, el predominio en Estados Unidos del modelo de «originar para distribuir» a través de las titulizaciones (que también era común en algunos países de la zona del euro) significó que los efectos del espectacular aumento de la morosidad y de los impagos de las hipotecas en Estados Unidos no se limitaron exclusivamente a las entidades de crédito estadounidenses, sino que se propagaron fuera del sector bancario y a escala mundial a través de las pérdidas de capital que sufrieron los inversores en bonos de titulización hipotecaria estadounidenses. Ello tuvo repercusiones en el sector financiero de la zona del euro y obligó a recapitalizar las entidades de crédito en la mayoría de los países de la zona.

El impacto de la crisis sobre la intermediación del crédito dependió, en parte, del papel que desempe-

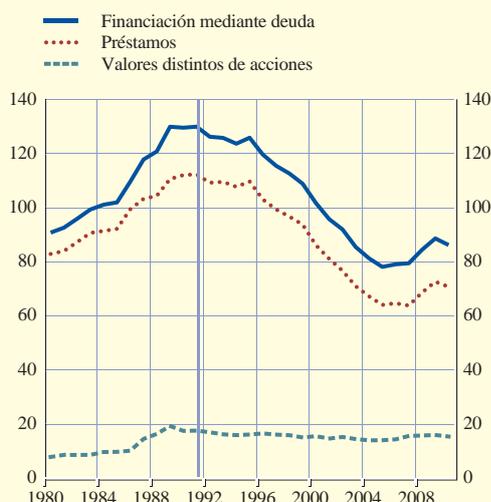
ñan los intermediarios financieros en los sistemas financieros de Japón, la zona del euro y Estados Unidos. En Estados Unidos, donde las empresas dependen en mayor medida de la financiación de mercado, el deterioro del mecanismo de selección en la asignación del crédito empresarial asociado a los problemas del sector bancario podría ser menos relevante (véanse gráficos 15 a 17). Esto es así porque las decisiones de préstamos de los mercados son menos susceptibles a la tolerancia regulatoria, que parece haber influido en las decisiones de los bancos japoneses (véase recuadro 1). De hecho, un aspecto diferenciador del ciclo de crédito en Estados Unidos y, en menor medida, en Europa ha sido la normalización más rápida de los mercados de activos en relación con los sistemas bancarios y un cambio de los bancos por los mercados de capital como fuente preferente de financiación empresarial⁶.

5 A diferencia de las entidades de crédito de Estados Unidos y de la zona del euro, los bancos japoneses mantienen normalmente posiciones mayores de capital en sociedades no bancarias.

6 Véase *Global Financial Stability Report*, FMI, septiembre de 2011.

Gráfico 15 Financiación mediante deuda de las sociedades no financieras en Japón

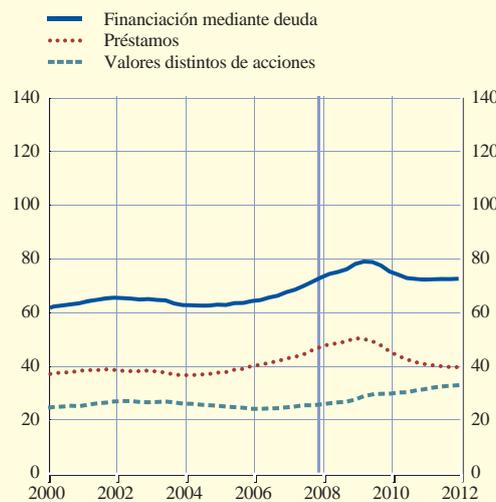
(en porcentaje del PIB; datos trimestrales)



Fuentes: Banco de Japón y expertos del BCE.
Notas: La financiación mediante deuda corresponde a los instrumentos del mercado de créditos que aparecen en las cuentas financieras de Japón. La observación más reciente corresponde a 2010. La línea vertical marca el primer trimestre de 1991, el inicio de la crisis.

Gráfico 16 Financiación mediante deuda de las empresas no financieras en Estados Unidos

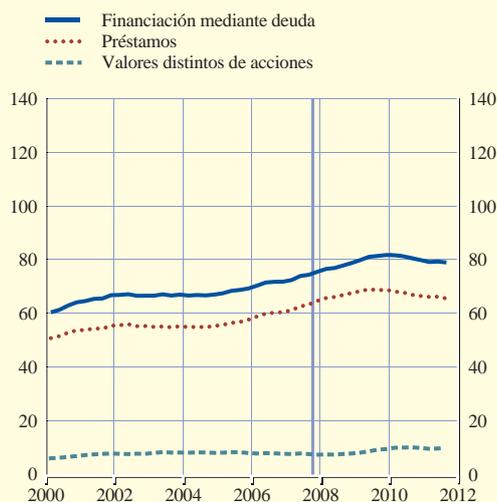
(en porcentaje del PIB; datos trimestrales)



Fuentes: Junta de Gobernadores de la Reserva Federal y expertos del BCE.
Notas: La financiación mediante deuda corresponde a los instrumentos del mercado de créditos que aparecen en los datos de las cuentas financieras de Estados Unidos. La observación más reciente corresponde al cuarto trimestre de 2011. La línea vertical marca el tercer trimestre de 2007, el inicio de la crisis.

Gráfico 17 Financiación mediante deuda de las sociedades no financieras en la zona del euro

(en porcentaje del PIB; datos trimestrales)



Fuentes: BCE y expertos del BCE.

Notas: La financiación mediante deuda de las sociedades no financieras de la zona del euro se declara en cifras consolidadas excluyendo los préstamos entre empresas relacionadas de los datos originales no consolidados, e incluye las reservas de fondos de pensiones. La observación más reciente corresponde al tercer trimestre de 2011. La línea vertical marca el tercer trimestre de 2007, el inicio de la crisis.

Si bien la financiación de mercado es un medio para aliviar las restricciones crediticias creadas por los problemas del sector bancario, las pequeñas y medianas empresas tienden a recurrir, casi exclusivamente, a la financiación bancaria⁷. Al respecto, las medidas de política adoptadas para resolver los problemas de las entidades de crédito son cruciales. Mientras que Japón sufrió las consecuencias del retraso en la adopción de esas medidas, los bancos de Estados Unidos y la zona del euro reconocieron las pérdidas y recapitalizaron en una etapa temprana con el respaldo de fondos públicos⁸ y, actualmente, las entidades de crédito de ambas economías operan con ratios de capital más elevadas que antes de la crisis. La mayor rapidez con que se adoptaron las medidas estuvo determinada, en parte, por la diferente naturaleza del problema. En la reciente crisis, las pérdidas tuvieron su origen principalmente en los productos titulizados, a los que se aplican normalmente valoraciones a precio de mercado. Ello facilitó el reconocimiento temprano de las pérdidas, a diferencia de Japón, en donde los problemas se centraron

fundamentalmente en los préstamos morosos que los bancos japoneses mantenían en su contabilidad.

No obstante, los sectores financieros de Estados Unidos y de la zona del euro tienen que hacer frente a desafíos específicos con potencial suficiente para restringir el crédito y la velocidad de la recuperación económica. En un contexto de inquietud de los mercados respecto a la solvencia de algunos Gobiernos de la zona del euro, las entidades de crédito de la zona han visto cuestionada recientemente la solidez de sus balances en relación con su riesgo soberano. Al exigirse a los bancos que eleven sus ratios de capital como protección frente a ese riesgo, se prevé que las entidades de crédito de toda Europa reduzcan sus balances en los próximos años, lo que podría afectar a la concesión de créditos a sectores productivos de la economía.

En Estados Unidos, un problema que podría presentar similitudes con los «préstamos zombies» de Japón es la lenta reestructuración y las distorsiones del mercado hipotecario, como consecuencia del predominio de agencias semipúblicas (GSE), que desplazan a los recursos privados debido a sus bajos costes de financiación. La retirada de los inversores privados del mercado y la reforma pendiente de la regulación, encaminada a endurecer las condiciones para las titulaciones hipotecarias y a reducir el papel que desempeñan las agencias semipúblicas, probablemente limitarán el acceso de los hogares al crédito y elevarán el coste de las hipotecas en el futuro⁹.

7 Otra forma de reducir la dependencia de los bancos sería recurrir a los créditos comerciales y a los préstamos entre empresas relacionadas. Véase, por ejemplo, el artículo titulado «La crisis financiera desde la óptica de las cuentas del euro: una perspectiva de los flujos de fondos», *Boletín Mensual*, BCE, octubre 2011.

8 En el momento de mayor virulencia de la crisis, el Gobierno de Estados Unidos realizó inversiones en entidades de crédito, que representaban, aproximadamente, el 88% de las sociedades *holding* bancarias estadounidenses por activos (245 mm de dólares desembolsados) en el marco del programa de asistencia denominado *Troubled Asset Relief Program* (TARP). En 2011, las cantidades que aún no se habían reembolsado al Tesoro representaban menos del 8% de dichas sociedades por activos, y los contribuyentes recuperaron 256 mm de dólares, incluidos los intereses y otros ingresos (véase US Treasury, *Three Year Anniversary Report*, octubre de 2011).

9 En 2011, los mercados privados de bonos de titulización hipotecaria sobre inmuebles residenciales permanecieron, de hecho, cerrados y el 90% de las hipotecas residenciales originadas en Estados Unidos se concedieron con el respaldo de las GSE y de la agencia con garantía pública *Federal Housing Administration* (véase FMI, *Article IV Consultation on the United States, Selected Issues*, capítulo 4, *IMF Country Report*, n.º 11/202, 2011).

6 MEDIDAS DE POLÍTICA PARA HACER FRENTE A LA CRISIS

En comparación con la experiencia de Japón en los años noventa, en Estados Unidos y en la zona del euro se adoptaron políticas monetarias y fiscales de mayor alcance y en fechas más tempranas para hacer frente a la desaceleración económica inicial. En lo que respecta a la política monetaria, los tipos de interés se mantuvieron en un nivel considerablemente más alto que en la zona del euro y en Estados Unidos tras el inicio de las correcciones en los mercados bursátiles y de los precios de los terrenos (véase gráfico 18). El Banco de Japón reaccionó más lentamente y, además, la política monetaria se complicó con un rápido proceso de desinflación, que dio paso a la deflación desde finales de la década de los noventa (véase recuadro 1). Por el contrario, los indicadores de las expectativas de inflación, tanto en la zona del euro como en Estados Unidos, se han mantenido firmemente

anclados en niveles próximos a los observados antes de la crisis, lo que significa que el actual contexto de bajos tipos de interés se tradujo en tipos de interés reales negativos (véase gráfico 19).

Una enseñanza que puede extraerse de la experiencia de Japón en los años ochenta es que, en situaciones en las que es necesario sanear los balances del sector privado, los sectores excesivamente endeudados pueden resultar insensibles a la relajación de la política monetaria, lo que se traduce en un mal funcionamiento del mecanismo de transmisión de los tipos de interés¹⁰. Esto es algo que adquiere relevancia en Estados Unidos, en donde la gran proporción de prestatarios cuya deuda hipotecaria es mayor que el valor de la propiedad ha dificultado la refinanciación de los préstamos a costes más bajos, a pesar de los mínimos históricos en que se encuentran los tipos hipotecarios. De la misma manera, la crisis de la deuda soberana en la zona del euro ha obstaculizado la repercusión de los tipos de interés oficiales más bajos al sector privado en algunos países de la zona, debido en parte a la fuerte correlación que existe entre el coste de la financiación de mercado para los deudores soberanos y las entidades de crédito. Esa evidencia indica que la política monetaria puede servir para tratar los síntomas y ganar tiempo, pero no puede sustituir a ajustes estructurales y a reformas de la regulación largamente pospuestos. Además, un período prolongado de políticas acomodaticias y exceso de liquidez puede ser fuente de ineficiencias, en la medida en que mantiene en funcionamiento empresas y entidades de crédito inviables, o puede distorsionar los incentivos y retrasar ajustes necesarios, como el saneamiento de las finanzas públicas.

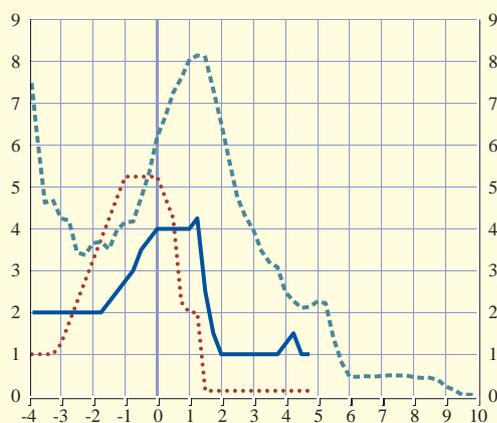
Por lo que respecta a las políticas fiscales, las crisis se asociaron a un rápido crecimiento de la deuda

Gráfico 18 Tipos de interés oficiales

(en porcentaje; datos trimestrales)

Eje de abscisas: años desde el máximo registrado por los índices bursátiles

— Zona del euro (II 2007)
 Estados Unidos (II 2007)
 - - - Japón (IV 1989)



Fuentes: Reserva Federal, Banco de Japón y BCE.

Notas: Los tipos de interés oficiales corresponden al tipo de las operaciones principales de refinanciación en el caso de la zona del euro, al tipo objetivo para los fondos federales en Estados Unidos y al tipo de interés a un día sin garantía de Tokio en el caso de Japón. El máximo se indica entre paréntesis. La observación más reciente para Estados Unidos y la zona del euro corresponde al primer trimestre de 2012.

10 A diferencia de anteriores recesiones cíclicas en Japón, la reducción del tipo de interés oficial a comienzos de la década de los noventa no logró impedir una acusada caída de la inversión, ya que las empresas necesitaban sanear los balances y no podían o no estaban dispuestas a asumir nuevas deudas en un contexto de reducción del valor de las garantías. Véase, por ejemplo, K. G. Nishimura, «This Time May Truly Be Different: Balance Sheet Adjustment under Population Ageing», discurso pronunciado en la Reunión Anual de 2011 de la American Economic Association en Denver, 7 de enero de 2011.

Gráfico 19 Tasas de inflación implícita a cinco años dentro de cinco años

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



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

Notas: La observación más reciente corresponde al 6 de abril de 2012 para Estados Unidos y al 10 de abril para la zona del euro.

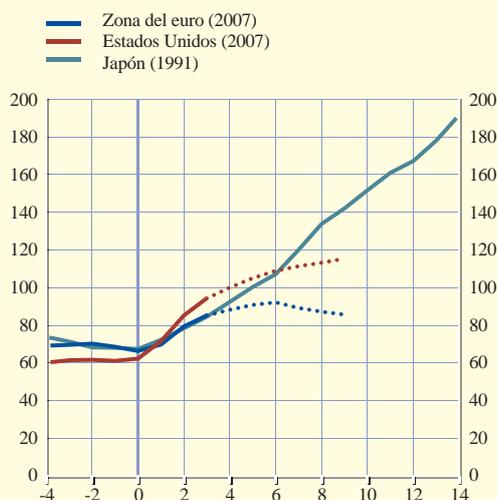
pública, de diferente magnitud según se trate de Japón, Estados Unidos, la zona del euro y sus Estados miembros (véanse recuadro 2 y gráficos 20 y 21). El aumento de los ratios de deuda con respecto al PIB tuvo su origen, entre otros factores, en el acusado deterioro del crecimiento económico, la considerable magnitud de los estímulos fiscales y el respaldo al sector bancario, en la medida en que las recesiones de balance se transmitieron a unas instituciones financieras excesivamente apalancadas.

Si bien Japón, Estados Unidos y muchos países de la zona del euro respondieron a sus respectivas recesiones económicas con grandes expansiones fiscales, la crisis de la deuda soberana ha presionado en particular a los países de la zona del euro para poner en marcha planes integrales de consolidación fiscal. Ni Japón en los años noventa, ni Estados Unidos en la reciente crisis han tenido que hacer frente a la intensa presión de los mercados para ajustar sus elevados niveles de deuda

Gráfico 20 Ratios de deuda bruta con respecto al PIB

(porcentajes; datos anuales)

Eje de abscisas: años desde el inicio de la crisis

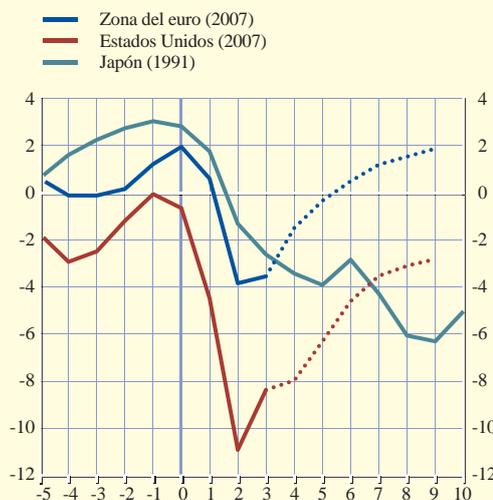


Fuente: FMI: Perspectivas de la Economía Mundial, octubre de 2011.
Notas: Para Estados Unidos y la zona del euro, los datos observados abarcan hasta 2010, y las proyecciones, desde 2011 hasta 2016. Los años entre paréntesis hacen referencia al inicio de las respectivas crisis.

Gráfico 21 Saldo primario de las Administraciones Públicas

(en porcentaje del PIB; datos anuales)

Eje de abscisas: años desde el inicio de la crisis



Fuente: FMI: Perspectivas de la Economía Mundial, octubre de 2011.
Notas: Para Estados Unidos y la zona del euro, los datos observados abarcan hasta 2010, y las proyecciones desde 2011 hasta 2016. Los años entre paréntesis hacen referencia al inicio de las respectivas crisis.

pública¹¹. Por consiguiente, hasta ahora el ajuste fiscal se ha realizado antes y ha sido más completo en la zona del euro. Además, la necesidad de recuperar la confianza de los mercados financieros en la sostenibilidad de las finanzas públicas ha obligado a realizar reformas en profundidad del marco fiscal de la UE, lo que ha reforzado la disciplina fiscal.

7 CONCLUSIONES

En el presente artículo se describen varias diferencias, tanto en las causas como en las medidas de política adoptadas para hacer frente al problema, entre la «década perdida» de Japón y la reciente crisis en Estados Unidos y la zona del euro. Es bastante improbable que estas dos economías recorran precisamente la misma senda que siguió Japón. Al mismo tiempo, la experiencia de Japón subraya las dificultades a las que se enfrentan las economías que salen de una recesión de balance y corrigen grandes desequilibrios, y demuestra que tanto Estados Unidos como la zona del euro tienen ante sí importantes desafíos para restablecer las perspectivas de crecimiento y lograr una recuperación sostenible y duradera. Así pues, la recuperación en ambas economías será probablemente lenta y estará sujeta a incertidumbre, en consonancia con los episodios anteriores que han seguido a las crisis financieras.

La experiencia de Japón indica también que las mejoras transitorias pueden no ser autosostenidas si no se corrigen suficientemente las causas en las que la crisis hunde sus raíces. Una enseñanza que puede extraerse es que el saneamiento del sistema financiero es un requisito previo para lograr una recuperación duradera, ya que las disfunciones del sector financiero pueden ser un obstáculo para el crecimiento de la productividad en la medida en

que frenan la inversión, las «fuerzas de destrucción creativa» y, en última instancia, la innovación. En Japón, no se afianzó una recuperación más sostenida hasta que no se adoptó una estrategia integral para sanear el sistema financiero (2001-2003)¹². Incluso con las medidas de política adecuadas, el saneamiento de los balances tarda en materializarse y puede dar lugar a una reducción de la flexibilidad y a pérdidas de capital si la infrautilización de los recursos y el subempleo se mantienen durante un período prolongado. La experiencia de Japón subraya, asimismo, la importancia de eliminar los obstáculos que frenan el crecimiento adoptando reformas estructurales. En ausencia de esas reformas, los problemas derivados de las deficiencias estructurales reaparecerán con toda seguridad y la recuperación será lenta, frágil y propensa a revertirse. Aunque de naturaleza singular en sus causas y sin que hasta ahora se conozcan plenamente cuáles serán sus consecuencias, la crisis de la deuda soberana de la zona del euro ha puesto en primer plano las deficiencias estructurales y las carencias de los mecanismos institucionales. La consciencia cada vez mayor de la necesidad de reformas en Europa, así como las medidas concretas adoptadas para sanear las finanzas públicas, un sistema bancario mejor capitalizado, el fortalecimiento de la gobernanza de la zona del euro y el restablecimiento de la competitividad de los países, constituyen pasos muy acertados en esta dirección.

11 Esa falta de presión de los mercados refleja, en el caso de Japón, el efecto del sesgo nacional, dado que las tenencias de deuda interior representan casi el 95 % de la deuda. A Estados Unidos le ha beneficiado la existencia de una base de inversores relativamente estable en una situación de fuerte demanda de los inversores institucionales y de las entidades oficiales extranjeras. Las importantes compras de deuda realizadas por los bancos centrales en el marco de la relajación cuantitativa de la política monetaria también han permitido que parte de la deuda pública viva haya quedado excluida de la presión de los mercados. Véase FMI, *Fiscal Monitor*, octubre de 2011.

12 Véase M. Syed, K. Kang y K. Tokuda, «Lost Decade in Translation: What Japan's Crisis could Portend about Recovery from the Great Recession», *IMF Working Papers*, WP/09/282, 2009.

ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO



ÍNDICE¹

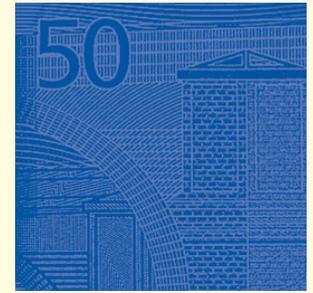
PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO		
	Resumen de indicadores económicos de la zona del euro	S5
I	ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA	
1.1	Estado financiero consolidado del Eurosistema	S6
1.2	Tipos de interés oficiales del BCE	S7
1.3	Operaciones de política monetaria del Eurosistema adjudicadas mediante subastas	S8
1.4	Estadísticas de reservas mínimas y de liquidez	S9
2	DINERO, SISTEMA BANCARIO Y OTRAS INSTITUCIONES FINANCIERAS	
2.1	Balance agregado de las IFM de la zona del euro	S10
2.2	Balance consolidado de las IFM de la zona del euro	S11
2.3	Estadísticas monetarias	S12
2.4	Detalle de los préstamos concedidos por las IFM	S14
2.5	Detalle de los depósitos mantenidos en las IFM	S17
2.6	Detalle de los valores en poder de las IFM	S20
2.7	Detalle por monedas de algunas partidas del balance de las IFM	S21
2.8	Balance agregado de los fondos de inversiones de la zona del euro	S22
2.9	Detalle de valores mantenidos por los fondos de inversión, por emisores	S23
2.10	Balance agregado de las sociedades instrumentales dedicadas a operaciones de titulización de la zona del euro	S24
2.11	Balance agregado de las empresas de seguros y los fondos de pensiones de la zona del euro	S25
3	CUENTAS DE LA ZONA DEL EURO	
3.1	Cuentas económicas y financieras integradas por sectores institucionales	S26
3.2	Cuentas no financieras de la zona del euro	S30
3.3	Hogares	S32
3.4	Sociedades no financieras	S33
3.5	Empresas de seguros y fondos de pensiones	S34
4	MERCADOS FINANCIEROS	
4.1	Valores distintos de acciones por plazo a la emisión, residencia del emisor y moneda	S35
4.2	Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro por sector emisor y tipo de instrumento	S36
4.3	Tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro	S38
4.4	Acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro	S40
4.5	Tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos y a los préstamos denominados en euros a sectores residentes en la zona del euro	S42
4.6	Tipos de interés del mercado monetario	S44
4.7	Curvas de rendimientos de la zona del euro	S45
4.8	Índices bursátiles	S46
5	PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO	
5.1	IAPC, otros precios y costes	S47
5.2	Producto y demanda	S50
5.3	Mercado de trabajo	S54

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

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

Símbolos utilizados en los cuadros

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



PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

Resumen de indicadores económicos de la zona del euro

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Evolución monetaria y tipos de interés ¹⁾

	M1 ²⁾	M2 ²⁾	M3 ^{2),3)}	M3 ^{2),3)} Media móvil de 3 meses (centrada)	Préstamos de las IFM a residentes en la zona del euro, excluidas IFM y AAPP ²⁾	Valores distintos de acciones emitidos en euros por insti- tuciones distintas de IFM ²⁾	Tipo de interés a 3 meses (euríbor; porcentaje; medias del período)	Tipo al contado a 10 años (porcentaje; fin de período) ⁴⁾
	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	0,9	1,39	2,65
2011 II	1,7	2,4	2,1	-	2,6	1,3	1,42	3,41
III	1,4	2,3	2,4	-	2,5	0,6	1,56	2,48
IV	1,9	2,1	2,2	-	2,1	-0,3	1,50	2,65
2012 I	2,2	2,5	2,5	-	0,9	.	1,04	2,60
2011 Nov	2,1	2,1	1,9	2,0	1,7	-1,1	1,48	3,07
Dic	1,7	1,8	1,5	2,0	1,1	-0,3	1,43	2,65
2012 Ene	2,1	2,3	2,5	2,3	1,2	0,4	1,22	2,67
Feb	2,5	2,8	2,8	2,8	0,8	0,8	1,05	2,59
Mar	2,7	2,9	3,2	.	0,6	.	0,86	2,60
Abr	.	.	.	.	.	.	0,74	2,47

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

	IAPC ¹⁾	Precios industriales	Costes laborales por hora	PIB real (d.)	Producción industrial excluida construcción	Utilización de la capacidad productiva en manufacturas (%)	Ocupados (d.)	Parados (% de la población activa; d.)
	1	2	3	4	5	6	7	8
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	80,3	0,1	10,2
2011 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	79,7	-0,2	10,6
2012 I	2,7	.	.	.	.	79,7	.	10,9
2011 Nov	3,0	5,4	-	-	0,0	-	-	10,6
Dic	2,7	4,3	-	-	-1,6	-	-	10,6
2012 Ene	2,7	3,8	-	-	-1,7	79,8	-	10,8
Feb	2,7	3,6	-	-	-1,9	-	-	10,8
Mar	2,7	.	-	-	.	-	-	10,9
Abr	2,6	.	-	-	.	79,6	-	.

3. Estadísticas del sector exterior

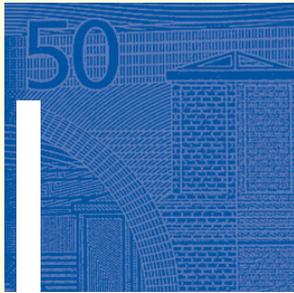
(mm de euros, salvo indicación en contrario)

	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 ⁶⁾ (índice: 1999 I = 100)		Tipo de cambio dólar estado- unídense/euro
	Cuenta corriente y cuenta de capital	Inversiones directas y de cartera					Nominal	Real (IPC)	
		Bienes							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2010	-0,4	15,1	51,2	591,2	-13,4	120,4	103,6	101,6	1,3257
2011	7,6	4,6	157,1	667,1	-12,1	120,5	103,4	100,7	1,3920
2011 II	-17,9	-2,4	107,2	580,9	-13,5	118,9	105,2	102,6	1,4391
III	4,4	2,8	15,8	646,6	-13,1	122,5	103,5	100,6	1,4127
IV	39,9	14,3	-59,1	667,1	-12,1	120,5	102,1	99,4	1,3482
2012 I	.	.	.	671,3	.	.	99,5	96,9	1,3108
2011 Nov	11,5	5,7	-7,4	683,5	.	.	102,6	99,9	1,3556
Dic	23,3	8,2	-43,7	667,1	.	.	100,8	98,2	1,3179
2012 Ene	-10,0	-9,2	-49,8	702,4	.	.	98,9	96,3	1,2905
Feb	-4,3	2,4	12,8	696,4	.	.	99,6	97,2	1,3224
Mar	.	.	.	671,3	.	.	99,8	97,3	1,3201
Abr	.	.	.	.	.	.	99,5	96,9	1,3162

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

	6 abril 2012	13 abril 2012	20 abril 2012	27 abril 2012
Oro y derechos en oro	432.706	432.706	432.706	432.705
Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro	240.334	239.669	240.381	241.240
Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro	53.771	54.513	54.618	52.449
Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro	19.870	20.106	19.271	20.271
Préstamos en euros concedidos a entidades de crédito de la zona del euro	1.154.483	1.147.981	1.142.714	1.139.372
Operaciones principales de financiación	62.625	55.362	51.775	46.369
Operaciones de financiación a plazo más largo	1.090.891	1.090.626	1.090.626	1.092.384
Operaciones temporales de ajuste	0	0	0	0
Operaciones temporales estructurales	0	0	0	0
Facilidad marginal de crédito	966	1.993	311	619
Préstamos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	0	0	1	1
Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro	60.752	62.548	183.692	184.738
Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro	627.950	627.712	609.674	608.287
Valores mantenidos con fines de política monetaria	280.423	280.680	281.148	281.629
Otros valores	347.526	347.032	328.526	326.658
Créditos en euros a las Administraciones Públicas	31.131	31.131	31.131	31.131
Otros activos	344.337	358.493	252.923	251.910
Total activo	2.965.333	2.974.859	2.967.109	2.962.103

2. Pasivo

	6 abril 2012	13 abril 2012	20 abril 2012	27 abril 2012
Billetes en circulación	880.885	874.293	869.653	872.690
Depósitos en euros mantenidos por entidades de crédito de la zona del euro	1.084.998	1.086.212	1.084.186	1.099.466
Cuentas corrientes (incluidas las reservas mínimas)	86.003	129.019	93.498	91.254
Facilidad de depósito	784.829	742.825	775.650	793.958
Depósitos a plazo	213.500	214.000	214.000	214.000
Operaciones temporales de ajuste	0	0	0	0
Depósitos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	667	367	1.037	253
Otros pasivos en euros con entidades de crédito de la zona del euro	2.288	2.386	2.388	2.402
Certificados de deuda emitidos	0	0	0	0
Depósitos en euros de otros residentes en la zona del euro	157.631	169.809	166.552	140.609
Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro	74.064	76.841	76.522	76.400
Pasivos en moneda extranjera con residentes en la zona del euro	4.681	3.597	3.819	5.159
Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro	7.579	7.846	8.587	8.685
Contrapartida de los derechos especiales de giro asignados por el FMI	54.716	54.716	54.716	54.716
Otros pasivos	215.159	214.196	215.708	217.000
Cuentas de revalorización	399.445	399.445	399.445	399.445
Capital y reservas	83.887	85.519	85.532	85.532
Total pasivo	2.965.333	2.974.859	2.967.109	2.962.103

Fuente: BCE.

1.2 Tipos de interés oficiales del BCE

(niveles en porcentaje; variaciones en puntos porcentuales)

	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			
	Nivel	Variación	Nivel	Nivel	Variación	Nivel	Variación
	1	2	3	4	5	6	7
1999 1 Ene	2,00	-	3,00	-	-	4,50	-
4 ²⁾	2,75	0,75	3,00	-	-	3,25	-1,25
22	2,00	-0,75	3,00	-	-	4,50	1,25
9 Abr	1,50	-0,50	2,50	-	-0,50	3,50	-1,00
5 Nov	2,00	0,50	3,00	-	0,50	4,00	0,50
2000 4 Feb	2,25	0,25	3,25	-	0,25	4,25	0,25
17 Mar	2,50	0,25	3,50	-	0,25	4,50	0,25
28 Abr	2,75	0,25	3,75	-	0,25	4,75	0,25
9 Jun	3,25	0,50	4,25	-	0,50	5,25	0,50
28 ³⁾	3,25	...	-	4,25	...	5,25	...
1 Sep	3,50	0,25	-	4,50	0,25	5,50	0,25
6 Oct	3,75	0,25	-	4,75	0,25	5,75	0,25
2001 11 May	3,50	-0,25	-	4,50	-0,25	5,50	-0,25
31 Ago	3,25	-0,25	-	4,25	-0,25	5,25	-0,25
18 Sep	2,75	-0,50	-	3,75	-0,50	4,75	-0,50
9 Nov	2,25	-0,50	-	3,25	-0,50	4,25	-0,50
2002 6 Dic	1,75	-0,50	-	2,75	-0,50	3,75	-0,50
2003 7 Mar	1,50	-0,25	-	2,50	-0,25	3,50	-0,25
6 Jun	1,00	-0,50	-	2,00	-0,50	3,00	-0,50
2005 6 Dic	1,25	0,25	-	2,25	0,25	3,25	0,25
2006 8 Mar	1,50	0,25	-	2,50	0,25	3,50	0,25
15 Jun	1,75	0,25	-	2,75	0,25	3,75	0,25
9 Ago	2,00	0,25	-	3,00	0,25	4,00	0,25
11 Oct	2,25	0,25	-	3,25	0,25	4,25	0,25
13 Dic	2,50	0,25	-	3,50	0,25	4,50	0,25
2007 14 Mar	2,75	0,25	-	3,75	0,25	4,75	0,25
13 Jun	3,00	0,25	-	4,00	0,25	5,00	0,25
2008 9 Jul	3,25	0,25	-	4,25	0,25	5,25	0,25
8 Oct	2,75	-0,50	-	-	-	4,75	-0,50
9 ⁴⁾	3,25	0,50	-	-	-	4,25	-0,50
15 ⁵⁾	3,25	...	3,75	-	-0,50	4,25	...
12 Nov	2,75	-0,50	3,25	-	-0,50	3,75	-0,50
10 Dic	2,00	-0,75	2,50	-	-0,75	3,00	-0,75
2009 21 Ene	1,00	-1,00	2,00	-	-0,50	3,00	...
11 Mar	0,50	-0,50	1,50	-	-0,50	2,50	-0,50
8 Abr	0,25	-0,25	1,25	-	-0,25	2,25	-0,25
13 May	0,25	...	1,00	-	-0,25	1,75	-0,50
2011 13 Abr	0,50	0,25	1,25	-	0,25	2,00	0,25
13 Jul	0,75	0,25	1,50	-	0,25	2,25	0,25
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 ^{1), 2)}

(millones de euros; tipos de interés en porcentaje)

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

Fecha de liquidación	Importe de las pujas	Número de participantes	Importe adjudicado	Subastas a tipo fijo		Subastas a tipo variable			Vencimiento a [...] días
				Tipo fijo	Tipo mínimo de puja	Tipo marginal ⁴⁾	Tipo medio ponderado		
	1	2	3	4	5	6	7	8	
Operaciones principales de financiación									
2012 25 Ene	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	
11	55.362	82	55.362	1,00	-	-	-	7	
18	51.775	85	51.775	1,00	-	-	-	7	
25	46.369	82	46.369	1,00	-	-	-	7	
2 May	34.420	77	34.420	1,00	-	-	-	7	
Operaciones de financiación a plazo más largo									
2011 14 Dic	41.150	42	41.150	1,00	-	-	-	35	
22	29.741	72	29.741	1,00	-	-	-	98	
22 ^{5) 6)}	489.191	523	489.191	.	-	-	-	1.134	
2012 18 Ene	38.734	44	38.734	1,00	-	-	-	28	
26	19.580	54	19.580	1,00	-	-	-	91	
15 Feb	14.325	18	14.325	1,00	-	-	-	28	
1 Mar ⁵⁾	6.496	30	6.496	.	-	-	-	91	
1 ^{5) 6)}	529.531	800	529.531	.	-	-	-	1.092	
14	9.754	19	9.754	1,00	-	-	-	28	
29 ⁵⁾	25.127	48	25.127	.	-	-	-	91	
11 Abr	11.389	20	11.389	1,00	-	-	-	28	
26 ⁵⁾	21.338	39	21.338	.	-	-	-	91	

2. Otras operaciones de subasta

Fecha de liquidación	Tipo de operación	Importe de las pujas	Número de participantes	Importe adjudicado	Subastas a tipo fijo		Subastas a tipo variable			Vencimiento a [...] días
					Tipo fijo	Tipo mínimo de puja	Tipo máximo de puja	Tipo marginal ⁴⁾	Tipo medio ponderado	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2012 25 Ene	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
11	Captación de depósitos a plazo fijo	365.273	66	214.000	-	-	1,00	0,26	0,26	7
18	Captación de depósitos a plazo fijo	438.325	75	214.000	-	-	1,00	0,26	0,26	7
25	Captación de depósitos a plazo fijo	411.451	70	214.000	-	-	1,00	0,26	0,26	7
2 May	Captación de depósitos a plazo fijo	389.405	58	214.000	-	-	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 indicadas 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 ¹⁾			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 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	19.111,4	9.901,1	684,7	2.784,2	1.343,8	4.397,7	
Feb	19.090,1	9.870,4	700,9	2.768,7	1.356,6	4.393,6	

2. Reservas mantenidas

Período de mantenimiento que finaliza en:	Reservas obligatorias	Cuentas corrientes de las entidades de crédito	Exceso de reservas	Incumplimientos	Tipos de interés de las reservas mínimas
	1	2	3	4	5
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 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	109,6	4,3	0,0	1,00
8 May	105,2				

3. Liquidez

Período de mantenimiento que finaliza en:	Factores de inyección de liquidez						Factores de absorción de liquidez				Cuentas corrientes de entidades de crédito	Base monetaria
	Operaciones de política monetaria del Eurosistema						Billetes en circulación	Depósitos de la Administración Central en el Eurosistema	Otros factores (neto)			
	Activos netos en oro y moneda extranjera del Eurosistema	Operaciones principales de financiación	Operaciones de financiación a plazo más largo	Facilidad marginal de crédito	Otras operaciones de inyección de liquidez ²⁾	Facilidad de depósito				Otras operaciones de absorción de liquidez ³⁾		
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 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
10 Abr	667,6	56,4	1.093,4	3,0	280,6	771,3	215,8	871,2	146,3	-13,3	109,6	1.752,1

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 ¹⁾

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

1. Activo

	Total	Préstamos y créditos a residentes en la zona del euro				Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro				Particip. emitidas por fondos del mercado monetario ²⁾	Acciones y participac. emitidas por residentes en la zona del euro	Activos frente a no residentes en la zona del euro	Activo fijo	Resto de activos ³⁾
		Total	AAPP	Otros residentes en la zona del euro	IFM	Total	AAPP	Otros sectores residentes	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Eurosistema														
2010	3.212,4	1.566,8	18,6	0,9	1.547,3	573,6	425,4	9,4	138,7	-	18,6	684,1	8,0	361,4
2011	4.700,4	2.728,5	18,0	1,0	2.709,5	717,2	556,9	10,9	149,5	-	20,3	779,2	8,1	447,0
2011 IV	4.700,4	2.728,5	18,0	1,0	2.709,5	717,2	556,9	10,9	149,5	-	20,3	779,2	8,1	447,0
2012 I ^(p)	5.187,4	3.238,6	18,0	1,0	3.219,6	744,5	578,5	10,5	155,4	-	21,0	773,9	8,1	401,4
2011 Dic	4.700,4	2.728,5	18,0	1,0	2.709,5	717,2	556,9	10,9	149,5	-	20,3	779,2	8,1	447,0
2012 Ene	4.740,8	2.762,7	18,0	1,0	2.743,7	731,3	571,9	11,0	148,4	-	20,7	809,4	8,1	408,6
Feb	4.821,7	2.789,0	18,0	1,0	2.770,0	738,0	578,0	11,2	148,8	-	21,0	803,2	8,0	462,4
Mar ^(p)	5.187,4	3.238,6	18,0	1,0	3.219,6	744,5	578,5	10,5	155,4	-	21,0	773,9	8,1	401,4
IFM, excluido el Eurosistema														
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	33.542,9	18.482,4	1.160,0	11.162,0	6.160,4	4.766,9	1.397,5	1.517,9	1.851,6	50,2	1.213,5	4.252,7	233,2	4.544,0
2011 IV	33.542,9	18.482,4	1.160,0	11.162,0	6.160,4	4.766,9	1.397,5	1.517,9	1.851,6	50,2	1.213,5	4.252,7	233,2	4.544,0
2012 I ^(p)	33.758,9	18.620,7	1.136,9	11.162,1	6.321,8	4.951,9	1.519,0	1.515,8	1.917,0	60,1	1.233,5	4.253,0	220,9	4.418,7
2011 Dic	33.542,9	18.482,4	1.160,0	11.162,0	6.160,4	4.766,9	1.397,5	1.517,9	1.851,6	50,2	1.213,5	4.252,7	233,2	4.544,0
2012 Ene	33.723,1	18.502,9	1.156,3	11.195,0	6.151,6	4.839,8	1.448,1	1.521,4	1.870,3	51,7	1.231,7	4.232,7	231,0	4.633,4
Feb	33.709,3	18.474,6	1.140,5	11.164,3	6.169,8	4.929,1	1.496,6	1.527,9	1.904,5	55,8	1.224,3	4.209,6	224,8	4.591,2
Mar ^(p)	33.758,9	18.620,7	1.136,9	11.162,1	6.321,8	4.951,9	1.519,0	1.515,8	1.917,0	60,1	1.233,5	4.253,0	220,9	4.418,7

2. Pasivo

	Total	Efectivo en circulación	Depósitos de residentes en la zona del euro				Participaciones emitidas por fondos del mercado monetario ⁴⁾	Valores distintos de acciones y participaciones ⁵⁾	Capital y reservas	Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro	Resto de pasivos ³⁾
			Total	Administración Central	Otras AAPP y otros sectores residentes	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Eurosistema											
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	4.700,4	913,7	2.609,0	63,8	12,1	2.533,1	-	0,0	481,2	285,3	411,1
2011 IV	4.700,4	913,7	2.609,0	63,8	12,1	2.533,1	-	0,0	481,2	285,3	411,1
2012 I ^(p)	5.187,4	894,7	3.176,5	135,9	9,0	3.031,5	-	0,0	508,7	206,7	400,9
2011 Dic	4.700,4	913,7	2.609,0	63,8	12,1	2.533,1	-	0,0	481,2	285,3	411,1
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	4.821,7	892,1	2.752,7	135,6	12,4	2.604,6	-	0,0	526,3	241,2	409,4
Mar ^(p)	5.187,4	894,7	3.176,5	135,9	9,0	3.031,5	-	0,0	508,7	206,7	400,9
IFM, excluido el Eurosistema											
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	33.542,9	-	17.267,2	195,5	10.752,4	6.319,3	570,5	5.008,1	2.234,1	3.803,2	4.659,9
2011 IV	33.542,9	-	17.267,2	195,5	10.752,4	6.319,3	570,5	5.008,1	2.234,1	3.803,2	4.659,9
2012 I ^(p)	33.758,9	-	17.461,7	192,5	10.804,1	6.465,1	554,3	5.064,4	2.258,9	3.931,2	4.488,3
2011 Dic	33.542,9	-	17.267,2	195,5	10.752,4	6.319,3	570,5	5.008,1	2.234,1	3.803,2	4.659,9
2012 Ene	33.723,1	-	17.257,8	210,5	10.764,2	6.283,1	547,6	5.015,9	2.258,1	3.859,3	4.784,4
Feb	33.709,3	-	17.279,6	206,6	10.776,5	6.296,5	530,5	5.042,4	2.264,7	3.837,5	4.754,6
Mar ^(p)	33.758,9	-	17.461,7	192,5	10.804,1	6.465,1	554,3	5.064,4	2.258,9	3.931,2	4.488,3

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 ¹⁾

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

1. Activo

	Total	Préstamos y créditos a residentes en la zona del euro			Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro			Acciones y particip. emitidas por otros residentes en la zona del euro	Activos frente a no residentes en la zona del euro	Activo fijo	Resto de activos ²⁾
		Total	AAPP	Otros residentes en la zona del euro	Total	AAPP	Otros residentes en la zona del euro				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Saldos vivos											
2010	25.756,7	12.267,4	1.240,4	11.027,0	3.487,7	1.949,7	1.538,1	800,4	5.005,6	231,5	3.964,1
2011	26.771,6	12.340,9	1.178,0	11.163,0	3.483,1	1.954,4	1.528,7	739,5	5.031,9	241,4	4.934,8
2011 IV	26.771,6	12.340,9	1.178,0	11.163,0	3.483,1	1.954,4	1.528,7	739,5	5.031,9	241,4	4.934,8
2012 I ^(p)	26.723,5	12.317,9	1.154,9	11.163,1	3.623,9	2.097,5	1.526,3	755,6	5.026,9	229,0	4.770,2
2011 Dic	26.771,6	12.340,9	1.178,0	11.163,0	3.483,1	1.954,4	1.528,7	739,5	5.031,9	241,4	4.934,8
2012 Ene	26.942,9	12.370,3	1.174,3	11.196,0	3.552,4	2.020,1	1.532,4	747,6	5.042,1	239,1	4.991,4
Feb	26.932,2	12.323,8	1.158,5	11.165,3	3.613,7	2.074,6	1.539,1	745,1	5.012,8	232,8	5.004,1
Mar ^(p)	26.723,5	12.317,9	1.154,9	11.163,1	3.623,9	2.097,5	1.526,3	755,6	5.026,9	229,0	4.770,2
Operaciones											
2010	577,6	412,8	206,3	206,5	138,1	140,5	-2,5	5,7	-112,3	2,3	130,8
2011	1.029,7	57,3	-58,8	116,1	132,1	150,2	-18,1	-30,0	-37,3	8,1	899,4
2011 IV	-255,8	-101,2	13,5	-114,7	80,3	41,4	38,9	-9,0	-173,6	3,8	-56,0
2012 I ^(p)	103,7	-1,9	-22,2	20,3	148,8	146,5	2,4	19,1	67,8	-12,4	-117,1
2011 Dic	63,8	-80,7	15,1	-95,8	-4,4	1,6	-6,0	-9,6	-19,8	2,6	175,7
2012 Ene	238,8	37,2	-3,0	40,3	75,2	66,8	8,4	8,1	18,0	-3,2	103,9
Feb	44,1	-36,2	-16,2	-20,0	52,5	46,6	5,9	-1,4	20,3	-5,6	14,5
Mar ^(p)	-179,2	-2,9	-3,0	0,0	21,1	33,1	-12,0	12,3	29,4	-3,6	-235,5

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 ³⁾	Valores distintos de acciones y participaciones ⁴⁾	Capital y reservas	Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro	Resto de pasivos ²⁾	Discrepancias de pasivos entre IFM con respecto a los activos
Saldos vivos										
2010	25.756,7	808,6	264,2	10.535,1	552,4	2.822,9	2.022,6	4.372,0	4.350,2	28,6
2011	26.771,6	857,5	259,3	10.764,5	520,3	3.007,0	2.221,0	4.088,5	5.071,0	-17,5
2011 IV	26.771,6	857,5	259,3	10.764,5	520,3	3.007,0	2.221,0	4.088,5	5.071,0	-17,5
2012 I ^(p)	26.723,5	844,8	328,4	10.813,1	494,1	2.991,9	2.268,7	4.137,9	4.889,2	-44,8
2011 Dic	26.771,6	857,5	259,3	10.764,5	520,3	3.007,0	2.221,0	4.088,5	5.071,0	-17,5
2012 Ene	26.942,9	843,0	319,2	10.774,0	495,9	2.997,2	2.274,9	4.102,7	5.199,9	-63,7
Feb	26.932,2	842,5	342,2	10.788,9	474,7	2.989,0	2.290,9	4.078,7	5.164,0	-38,8
Mar ^(p)	26.723,5	844,8	328,4	10.813,1	494,1	2.991,9	2.268,7	4.137,9	4.889,2	-44,8
Operaciones										
2010	577,6	38,6	11,8	331,6	-98,2	38,3	99,8	-25,5	145,9	35,3
2011	1.029,7	49,1	-0,8	174,3	-29,1	50,5	137,7	-199,2	893,3	-46,0
2011 IV	-255,8	26,4	-2,2	-31,3	-6,6	-49,1	46,8	-115,0	-102,8	-22,0
2012 I ^(p)	103,7	-12,5	69,3	55,3	22,1	-4,0	13,1	113,3	-159,2	6,3
2011 Dic	63,8	16,2	-5,4	21,5	-4,7	-22,5	24,6	-36,7	95,8	-24,9
2012 Ene	238,8	-14,4	59,9	12,3	7,9	-14,6	8,0	59,7	131,5	-11,5
Feb	44,1	-0,4	23,2	20,1	0,3	6,4	-0,2	-0,6	-28,5	23,8
Mar ^(p)	-179,2	2,3	-13,8	22,9	13,9	4,3	5,3	54,2	-262,2	-6,0

Fuente: BCE.

- Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.
- En diciembre de 2010, se modificó la manera de registrar los derivados en un Estado miembro, lo que provocó un incremento en su posición.
- Saldos mantenidos por residentes en la zona del euro.
- Los saldos de valores distintos de acciones y participaciones hasta dos años en poder de no residentes están incluidos en «Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro».

2.3 Estadísticas monetarias ¹⁾

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

1. Agregados monetarios ²⁾ y contrapartidas

	M3				M3 Media móvil de 3 meses (centrada)	Pasivos financieros a más largo plazo	Crédito a las AAPP	Crédito a otros residentes en la zona del euro			Activos netos frente a no residentes en la zona del euro ³⁾	
	M2		M3-M2	Préstamos				Pro memoria: Préstamos ajustados por ventas y titulizaciones ⁴⁾				
	M1	M2-M1							9	10		11
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Saldos vivos												
2010	4.702,1	3.707,3	8.409,4	1.130,5	9.539,9	-	7.276,6	3.216,8	13.384,8	11.048,7	-	619,5
2011	4.786,2	3.804,7	8.590,9	1.149,3	9.740,1	-	7.683,9	3.158,6	13.451,4	11.185,5	-	929,2
2011 IV	4.786,2	3.804,7	8.590,9	1.149,3	9.740,1	-	7.683,9	3.158,6	13.451,4	11.185,5	-	929,2
2012 I ^(p)	4.844,3	3.880,9	8.725,3	1.154,6	9.879,9	-	7.654,7	3.249,5	13.472,5	11.183,7	-	907,3
2011 Dic	4.786,2	3.804,7	8.590,9	1.149,3	9.740,1	-	7.683,9	3.158,6	13.451,4	11.185,5	-	929,2
2012 Ene	4.790,3	3.837,1	8.627,4	1.136,5	9.763,9	-	7.741,2	3.195,6	13.485,5	11.214,5	-	937,3
Feb	4.815,2	3.869,7	8.684,8	1.128,6	9.813,5	-	7.728,0	3.231,5	13.474,5	11.192,8	-	928,5
Mar ^(p)	4.844,3	3.880,9	8.725,3	1.154,6	9.879,9	-	7.654,7	3.249,5	13.472,5	11.183,7	-	907,3
Operaciones												
2010	195,9	-10,0	185,9	-24,2	161,8	-	249,6	347,1	210,1	207,7	264,6	-86,1
2011	77,9	76,4	154,2	-7,0	147,2	-	214,0	90,0	69,0	117,0	143,4	161,8
2011 IV	4,2	-11,3	-7,1	-71,4	-78,5	-	-12,3	70,2	-57,7	-63,2	-26,4	-52,2
2012 I ^(p)	61,4	77,7	139,1	44,8	183,9	-	-40,8	95,1	49,1	18,4	25,9	-13,0
2011 Dic	-2,9	-4,9	-7,7	-22,8	-30,5	-	-17,4	37,9	-81,1	-71,0	-66,0	5,3
2012 Ene	5,8	33,1	38,9	10,1	49,0	-	17,3	38,7	46,1	36,2	41,2	-29,6
Feb	27,3	33,4	60,7	13,8	74,5	-	-13,0	27,5	0,0	-11,0	-8,2	17,4
Mar ^(p)	28,4	11,1	39,5	20,8	60,4	-	-45,2	28,9	3,1	-6,8	-7,0	-0,8
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	-86,1
2011	1,7	2,1	1,8	-0,7	1,5	2,0	2,9	3,0	0,5	1,1	1,3	161,8
2011 IV	1,7	2,1	1,8	-0,7	1,5	2,0	2,9	3,0	0,5	1,1	1,3	161,8
2012 I ^(p)	2,7	3,3	2,9	5,1	3,2	2,8	1,2	7,3	0,5	0,6	1,2	-18,0
2011 Dic	1,7	2,1	1,8	-0,7	1,5	2,0	2,9	3,0	0,5	1,1	1,3	161,8
2012 Ene	2,1	2,6	2,3	4,2	2,5	2,3	2,7	4,5	0,7	1,2	1,6	106,8
Feb	2,5	3,1	2,8	2,8	2,8	2,8	2,1	5,6	0,4	0,8	1,2	107,5
Mar ^(p)	2,7	3,3	2,9	5,1	3,2	.	1,2	7,3	0,5	0,6	1,2	-18,0

GI Agregados monetarios ¹⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



G2 Contrapartidas ¹⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

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

2.3 Estadísticas monetarias ¹⁾

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

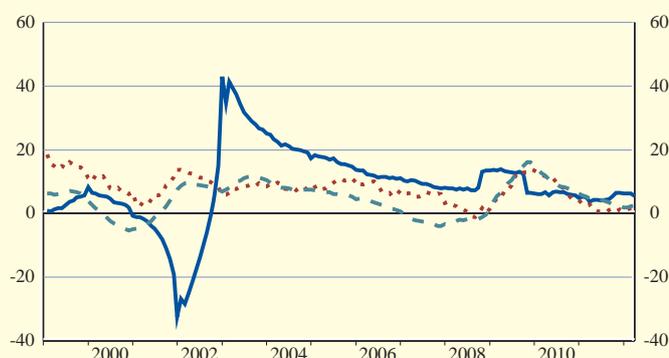
2. Componentes de los agregados monetarios y de los pasivos financieros a más largo plazo

	Efectivo en circulación	Depósitos a la vista	Depósitos a plazo hasta 2 años	Depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses	Cesiones temporales	Particip. en fondos del mercado monetario	Valores distintos de acciones hasta 2 años	Valores distintos de acciones a más de 2 años	Depósitos disponibles con preaviso superior a 3 meses	Depósitos a plazo a más de 2 años	Capital y reservas
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Saldos vivos											
2010	794,0	3.908,2	1.794,7	1.912,6	438,6	568,7	123,1	2.719,0	118,9	2.432,1	2.006,6
2011	843,2	3.942,9	1.846,3	1.958,4	407,6	535,4	206,3	2.821,8	115,4	2.544,1	2.202,5
2011 IV	843,2	3.942,9	1.846,3	1.958,4	407,6	535,4	206,3	2.821,8	115,4	2.544,1	2.202,5
2012 I ^(p)	847,8	3.996,6	1.905,6	1.975,3	417,1	493,1	244,4	2.745,9	113,1	2.521,9	2.273,8
2011 Dic	843,2	3.942,9	1.846,3	1.958,4	407,6	535,4	206,3	2.821,8	115,4	2.544,1	2.202,5
2012 Ene	849,9	3.940,5	1.877,8	1.959,3	431,7	499,6	205,2	2.809,5	114,4	2.549,6	2.267,6
Feb	852,6	3.962,5	1.901,0	1.968,6	436,7	473,1	218,9	2.775,2	113,9	2.550,9	2.287,9
Mar ^(p)	847,8	3.996,6	1.905,6	1.975,3	417,1	493,1	244,4	2.745,9	113,1	2.521,9	2.273,8
Operaciones											
2010	36,5	159,5	-122,1	112,1	96,3	-101,3	-19,2	59,3	-14,1	107,9	96,4
2011	49,4	28,4	39,8	36,6	-10,0	-29,9	32,9	19,5	-2,4	61,8	135,1
2011 IV	11,2	-7,0	-8,0	-3,3	-99,5	6,2	21,9	-45,7	-3,0	9,1	27,3
2012 I ^(p)	4,7	56,7	59,4	18,4	9,7	6,2	28,9	-55,6	-3,2	-18,9	36,9
2011 Dic	-1,3	-1,6	9,7	-14,6	-52,9	10,9	19,2	-26,6	-0,8	-3,8	13,7
2012 Ene	6,8	-1,1	31,9	1,3	24,0	-3,3	-10,6	-7,6	-0,9	6,4	19,4
Feb	2,8	24,5	23,1	10,4	5,3	-5,1	13,6	-19,6	-1,5	4,1	4,1
Mar ^(p)	-4,9	33,3	4,4	6,7	-19,6	14,6	25,9	-28,3	-0,9	-29,5	13,5
Tasas de crecimiento											
2010	4,8	4,3	-6,4	6,2	28,3	-15,1	-14,0	2,3	-10,6	4,7	5,2
2011	6,2	0,7	2,2	1,9	-2,3	-5,2	23,8	0,7	-2,1	2,5	6,7
2011 IV	6,2	0,7	2,2	1,9	-2,3	-5,2	23,8	0,7	-2,1	2,5	6,7
2012 I ^(p)	5,5	2,1	4,1	2,4	4,1	0,0	20,0	-2,7	-5,2	1,1	6,8
2011 Dic	6,2	0,7	2,2	1,9	-2,3	-5,2	23,8	0,7	-2,1	2,5	6,7
2012 Ene	6,2	1,2	3,3	1,9	11,5	-2,7	11,3	-0,3	-2,9	2,5	7,4
Feb	6,2	1,7	4,0	2,3	4,2	-3,2	21,2	-1,4	-4,4	2,6	6,6
Mar ^(p)	5,5	2,1	4,1	2,4	4,1	0,0	20,0	-2,7	-5,2	1,1	6,8

G3 Componentes de los agregados monetarios ¹⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)

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



Fuente: BCE.

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

G4 Componentes de los pasivos financieros a más largo plazo ¹⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)

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



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

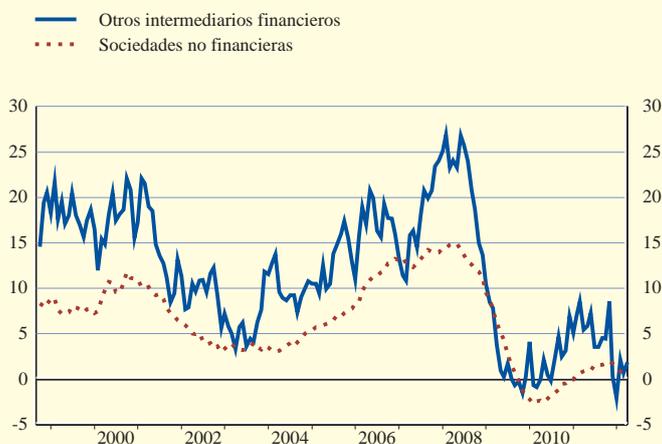
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

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

	Empresas de seguros y fondos de pensiones		Sociedades no financieras				Hogares ³⁾					
	Total	Total	Total	Préstamos ajustados por ventas y titulizaciones ⁴⁾	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Préstamos ajustados por ventas y titulizaciones ⁴⁾	Crédito al consumo	Préstamos para adquisición de vivienda	Otras finalidades
Saldos vivos												
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	1.139,3	4.722,7	-	1.146,8	860,8	2.715,1	5.232,4	-	626,2	3.777,5	828,8
2011 IV	91,1	1.139,3	4.722,7	-	1.146,8	860,8	2.715,1	5.232,4	-	626,2	3.777,5	828,8
2012 I ^(p)	87,9	1.150,8	4.703,4	-	1.137,2	849,2	2.716,9	5.241,7	-	621,3	3.792,0	828,4
2011 Dic	91,1	1.139,3	4.722,7	-	1.146,8	860,8	2.715,1	5.232,4	-	626,2	3.777,5	828,8
2012 Ene	87,7	1.168,2	4.718,6	-	1.146,5	853,6	2.718,5	5.239,9	-	626,8	3.781,9	831,3
Feb	84,2	1.161,8	4.710,0	-	1.142,2	849,5	2.718,3	5.236,8	-	624,2	3.782,9	829,7
Mar ^(p)	87,9	1.150,8	4.703,4	-	1.137,2	849,2	2.716,9	5.241,7	-	621,3	3.792,0	828,4
Operaciones												
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	-22,9	58,4	64,1	22,1	-20,8	57,1	80,1	100,8	-11,6	84,5	7,2
2011 IV	-4,5	-9,0	-32,5	-30,0	-26,8	-8,4	2,8	-17,2	17,4	-1,2	-11,9	-4,1
2012 I ^(p)	-3,0	14,1	-7,0	-5,0	-6,7	-7,5	7,2	14,4	19,8	-2,2	15,8	0,8
2011 Dic	-1,1	-32,3	-32,2	-31,8	-25,5	-4,3	-2,4	-5,4	-1,0	0,1	0,1	-5,6
2012 Ene	-3,2	29,8	0,9	1,2	1,2	-6,5	6,2	8,8	13,4	1,5	4,3	2,9
Feb	-3,5	-4,5	-2,4	-0,7	-2,6	-2,0	2,2	-0,5	0,6	-2,0	2,1	-0,7
Mar ^(p)	3,7	-11,2	-5,5	-5,5	-5,3	1,0	-1,2	6,1	5,8	-1,7	9,3	-1,5
Tasas de crecimiento												
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	-2,0	1,2	1,4	2,0	-2,3	2,2	1,6	1,9	-1,8	2,3	0,9
2011 IV	1,6	-2,0	1,2	1,4	2,0	-2,3	2,2	1,6	1,9	-1,8	2,3	0,9
2012 I ^(p)	-0,3	2,0	0,3	0,5	-0,4	-2,8	1,7	0,6	1,7	-2,0	1,1	0,7
2011 Dic	1,6	-2,0	1,2	1,4	2,0	-2,3	2,2	1,6	1,9	-1,8	2,3	0,9
2012 Ene	-1,3	2,2	0,9	1,0	0,7	-2,9	2,2	1,3	2,0	-1,6	1,8	1,1
Feb	-8,3	0,8	0,6	0,7	0,1	-3,2	2,0	1,2	1,8	-1,8	1,8	0,8
Mar ^(p)	-0,3	2,0	0,3	0,5	-0,4	-2,8	1,7	0,6	1,7	-2,0	1,1	0,7

G5 Préstamos a otros intermediarios financieros y sociedades no financieras ²⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos sin desestacionalizar)



G6 Préstamos a hogares ²⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos sin desestacionalizar)



Fuente: BCE.

1) Sector IFM, excluido el Eurosistema; la clasificación por sectores se basa en el SEC 95.

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

3) Incluye los fondos de inversión.

4) Ajuste por préstamos dados de baja del balance de las IFM por ventas o titulizaciones.

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

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

2. Préstamos a intermediarios financieros y sociedades no financieras

	Empresas de seguros y fondos de pensiones				Otros intermediarios financieros				Sociedades no financieras				
	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	
	1	2	3	4	5	6 Adquisiciones a entidades de contrapartida central	7	8	9	10	11	12	13
Saldos vivos													
2011	83,4	63,7	6,3	13,4	1.115,5	155,6	579,6	213,5	322,4	4.720,4	1.139,0	860,8	2.720,6
2011 IV	83,4	63,7	6,3	13,4	1.115,5	155,6	579,6	213,5	322,4	4.720,4	1.139,0	860,8	2.720,6
2012 I ^(p)	86,0	67,9	5,0	13,1	1.142,0	184,8	590,0	220,9	331,0	4.702,8	1.137,6	850,2	2.715,0
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	2.720,5
Feb	82,7	63,4	6,1	13,2	1.142,2	182,7	593,7	222,8	325,6	4.711,1	1.143,8	848,9	2.718,4
Mar ^(p)	86,0	67,9	5,0	13,1	1.142,0	184,8	590,0	220,9	331,0	4.702,8	1.137,6	850,2	2.715,0
Operaciones													
2011	1,9	2,8	1,1	-2,0	-23,7	12,8	-19,4	-10,3	6,0	57,1	21,2	-20,8	56,7
2011 IV	-15,0	-15,2	1,0	-0,8	-55,8	-22,6	-54,6	4,5	-5,7	-31,4	-33,7	-9,1	11,3
2012 I ^(p)	2,8	4,3	-1,3	-0,1	29,0	29,2	12,5	7,7	8,9	-5,3	1,6	-6,5	-0,3
2012 Ene	1,3	1,4	-0,2	0,0	36,9	22,7	25,3	9,7	1,8	6,9	12,6	-8,3	2,7
Feb	-1,7	-1,7	0,1	-0,1	-7,6	4,4	-9,2	0,0	1,7	-5,1	-4,6	-0,8	0,3
Mar ^(p)	3,3	4,5	-1,2	-0,1	-0,3	2,1	-3,6	-2,1	5,4	-7,1	-6,4	2,6	-3,2
Tasas de crecimiento													
2011	2,1	3,9	21,7	-13,3	-2,1	8,9	-3,2	-4,9	1,9	1,2	1,9	-2,3	2,1
2011 IV	2,1	3,9	21,7	-13,3	-2,1	8,9	-3,2	-4,9	1,9	1,2	1,9	-2,3	2,1
2012 I ^(p)	-0,5	1,9	-7,8	-8,4	1,9	34,4	0,0	3,9	4,0	0,3	-0,4	-2,8	1,7
2012 Ene	-1,7	-0,8	20,1	-13,5	2,1	25,2	1,5	3,3	2,5	0,9	0,8	-2,9	2,2
Feb	-8,2	-8,5	12,5	-14,2	0,7	15,1	-1,4	2,9	3,1	0,6	0,2	-3,2	2,0
Mar ^(p)	-0,5	1,9	-7,8	-8,4	1,9	34,4	0,0	3,9	4,0	0,3	-0,4	-2,8	1,7

3. Préstamos a hogares ³⁾

	Total	Crédito al consumo				Préstamos para adquisición de vivienda				Otras finalidades				
		Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10 Empresarios individuales	11	12	13	14
Saldos vivos														
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 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
2012 I ^(p)	5.231,3	618,6	136,5	180,2	301,9	3.786,4	14,1	56,6	3.715,8	826,3	418,2	142,4	85,6	598,3
2012 Ene	5.236,6	624,4	140,1	182,5	301,8	3.782,2	14,2	56,7	3.711,4	830,0	418,6	143,2	87,3	599,5
Feb	5.228,3	619,4	137,7	180,9	300,8	3.780,8	14,0	56,6	3.710,2	828,2	418,2	143,2	86,2	598,9
Mar ^(p)	5.231,3	618,6	136,5	180,2	301,9	3.786,4	14,1	56,6	3.715,8	826,3	418,2	142,4	85,6	598,3
Operaciones														
2011	80,7	-11,7	-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 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
2012 I ^(p)	-6,3	-7,1	-4,2	-2,1	-0,9	3,4	-0,4	0,1	3,7	-2,6	-1,7	-0,2	-1,3	-1,1
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	-5,7	-4,4	-2,3	-1,4	-0,7	-0,4	-0,2	-0,1	-0,1	-0,9	-0,3	0,1	-0,9	-0,1
Mar ^(p)	4,2	0,4	-1,1	0,0	1,5	5,9	0,1	0,1	5,7	-2,1	-0,6	-0,9	-0,3	-0,9
Tasas de crecimiento														
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 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
2012 I ^(p)	0,6	-2,0	-1,4	-3,7	-1,3	1,1	1,1	5,1	1,0	0,7	2,2	-3,9	-2,4	2,3
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	1,2	-1,8	-1,6	-3,2	-1,1	1,8	0,1	4,7	1,7	0,8	2,1	-2,8	-2,7	2,2
Mar ^(p)	0,6	-2,0	-1,4	-3,7	-1,3	1,1	1,1	5,1	1,0	0,7	2,2	-3,9	-2,4	2,3

Fuente: BCE.

1) Sector IFM, excluido el Eurosistema; la clasificación por sectores se basa en el SEC 95.

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

3) Incluye las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.

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

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

4. Préstamos a las AAPP y a no residentes en la zona del euro

	AAPP					No residentes en la zona del euro				
	Total	Administración Central	Otras AAPP			Total	Bancos ³⁾	No bancos		
			Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social			Total	AAPP	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2010	1.221,8	397,5	225,2	553,0	46,1	2.963,0	2.010,9	952,1	49,5	902,6
2011 ^(p)	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 ^(p)	1.160,0	348,1	221,9	567,7	21,8	3.020,5	2.022,2	998,4	62,6	935,8
Operaciones										
2010	207,2	156,3	14,9	24,1	11,9	6,3	8,3	-2,3	0,6	-3,0
2011 ^(p)	-58,2	-46,3	-0,1	11,1	-23,4	15,6	-26,4	42,2	13,1	29,1
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	65,9	59,6	6,3	1,4	5,0
IV ^(p)	13,5	4,3	1,4	10,3	-3,0	-151,0	-108,0	-42,9	-1,3	-41,6
Tasas de crecimiento										
2010	20,6	67,1	7,1	4,6	35,1	0,6	0,5	-0,1	0,8	-0,2
2011 ^(p)	-4,8	-11,7	-0,1	2,0	-51,9	0,6	-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	28,9	0,2	1,8	-43,3	5,2	4,0	7,4	24,6	6,4
IV ^(p)	-4,8	-11,7	-0,1	2,0	-51,9	0,6	-1,2	4,5	27,0	3,2

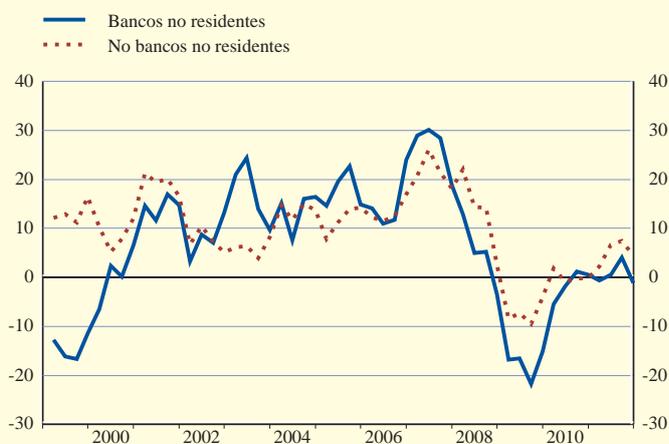
G7 Préstamos a las AAPP ²⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos sin desestacionalizar)



G8 Préstamos a no residentes en la zona del euro ²⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos sin desestacionalizar)



Fuente: BCE.

1) Sector IFM, excluido el Eurosistema; la clasificación por sectores se basa en el SEC 95.

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

3) En este cuadro, el término «bancos» se emplea para designar a entidades similares a IFM residentes fuera de la zona del euro.

2.5 Detalle de los depósitos mantenidos en las IFM ^{1), 2)}

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

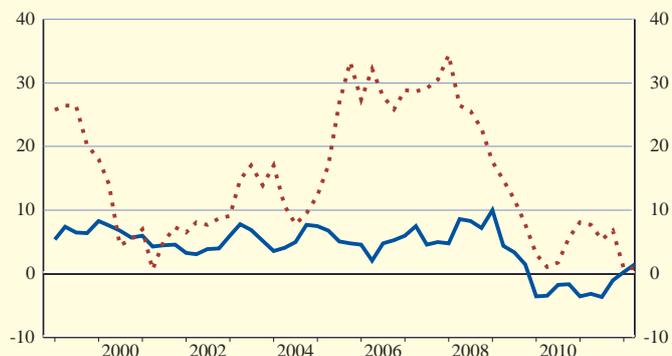
1. Depósitos de los intermediarios financieros

	Empresas de seguros y fondos de pensiones							Otros intermediarios financieros							
	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales	
			Hasta 2 años	A más de 2 años	Hasta 3 meses	A más de 3 meses				Hasta 2 años	A más de 2 años	Hasta 3 meses	A más de 3 meses	A entidades de contrapartida central	A entidades de contrapartida central
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
Saldos vivos															
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 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
2012 I ^(p)	710,8	98,0	86,7	504,6	4,5	0,2	16,8	2.207,1	416,8	266,8	1.147,4	15,6	0,4	360,2	275,7
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
Feb	721,2	106,7	87,1	506,9	4,2	0,2	16,1	2.250,7	407,9	277,9	1.175,9	14,1	0,3	374,6	286,2
Mar ^(p)	710,8	98,0	86,7	504,6	4,5	0,2	16,8	2.207,1	416,8	266,8	1.147,4	15,6	0,4	360,2	275,7
Operaciones															
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 IV	-8,2	3,6	-5,2	-6,1	0,1	0,0	-0,7	-99,2	4,5	-23,7	19,0	3,3	0,1	-102,3	-79,8
2012 I ^(p)	7,4	6,0	6,9	-7,4	0,5	0,0	1,4	-10,8	27,8	-17,7	-42,2	1,0	-0,2	20,5	15,5
2011 Dic	-1,9	3,5	0,1	-3,8	-0,2	0,0	-1,4	-64,3	-8,1	-4,3	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
Feb	1,9	-2,1	3,8	-2,4	0,1	0,0	2,4	3,2	-6,9	6,5	-12,2	1,4	0,0	14,4	15,6
Mar ^(p)	-10,6	-8,9	-0,4	-2,3	0,3	0,0	0,7	-44,5	8,5	-11,2	-28,9	1,6	0,0	-14,5	-10,5
Tasas de crecimiento															
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 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
2012 I ^(p)	1,5	17,4	15,0	-3,8	43,3	-	18,7	0,9	10,9	-13,0	-1,1	32,8	-	8,0	14,6
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
Feb	2,2	25,4	14,8	-3,6	38,3	-	4,2	2,5	7,8	-9,7	2,1	26,8	-	8,0	13,5
Mar ^(p)	1,5	17,4	15,0	-3,8	43,3	-	18,7	0,9	10,9	-13,0	-1,1	32,8	-	8,0	14,6

G9 Depósitos totales por sector ²⁾

(tasas de crecimiento interanual)

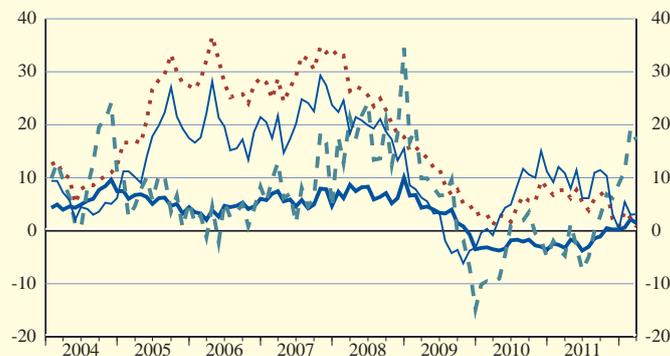
- Empresas de seguros y fondos de pensiones (total)
- Otros intermediarios financieros (total)



G10 Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector ²⁾

(tasas de crecimiento interanual)

- Empresas de seguros y fondos de pensiones (total)
- Otros intermediarios financieros (total)
- - - - - Empresas de seguros y fondos de pensiones (incluidos en M3) ³⁾
- - - - - Otros intermediarios financieros (incluidos en M3) ⁴⁾



Fuente: BCE.

- 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.
- Comprende los depósitos de las columnas 2, 3, 5 y 7.
- Comprende los depósitos de las columnas 9, 10, 12 y 14.

2.5 Detalle de los depósitos mantenidos en las IFM ^{1),2)}

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

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

	Sociedades no financieras							Hogares ³⁾						
	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales
			Hasta 2 años	A más de 2 años	Hasta 3 meses	A más de 3 meses				Hasta 2 años	A más de 2 años	Hasta 3 meses	A más de 3 meses	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Saldos vivos														
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 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
2012 I ^(p)	1.667,3	1.019,5	454,8	101,2	76,0	2,1	13,6	5.944,4	2.223,1	995,5	737,3	1.864,0	105,0	19,6
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	5.903,5	2.228,9	966,8	726,9	1.852,6	105,9	22,4
Feb	1.629,1	987,0	451,6	100,3	74,1	2,1	14,0	5.918,9	2.218,1	982,1	734,0	1.858,4	105,6	20,7
Mar ^(p)	1.667,3	1.019,5	454,8	101,2	76,0	2,1	13,6	5.944,4	2.223,1	995,5	737,3	1.864,0	105,0	19,6
Operaciones														
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 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
2012 I ^(p)	-17,1	-23,1	0,4	4,9	3,2	0,1	-2,6	51,3	-32,4	47,5	13,6	28,3	-2,6	-3,1
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
Feb	-6,6	-5,9	-1,8	3,0	-1,0	0,1	-1,0	16,3	-10,4	15,7	7,2	6,8	-1,2	-1,7
Mar ^(p)	38,0	32,5	3,1	0,9	1,9	0,0	-0,4	25,4	4,8	13,5	3,3	5,6	-0,7	-1,1
Tasas de crecimiento														
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 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
2012 I ^(p)	1,2	1,8	-1,0	12,6	-6,5	4,2	-5,1	2,9	-0,1	9,6	7,3	2,8	-4,8	-37,5
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
Feb	0,8	0,9	0,1	11,0	-8,7	1,6	4,1	2,5	-0,4	7,8	7,3	2,6	-3,9	-33,2
Mar ^(p)	1,2	1,8	-1,0	12,6	-6,5	4,2	-5,1	2,9	-0,1	9,6	7,3	2,8	-4,8	-37,5

G11 Depósitos totales por sector ²⁾

(tasas de crecimiento interanual)

- Sociedades no financieras (total)
- ... Hogares (total)



Fuente: BCE.

1) Sector IFM, excluido el Eurosistema; la clasificación por sectores se basa en el SEC 95.

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

3) Incluye las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.

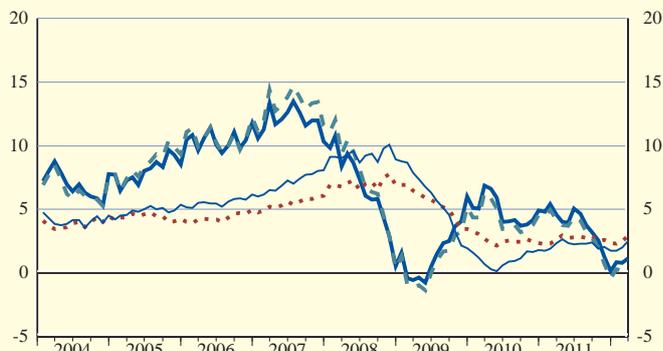
4) Comprende los depósitos de las columnas 2, 3, 5 y 7.

5) Comprende los depósitos de las columnas 9, 10, 12 y 14.

G12 Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector ²⁾

(tasas de crecimiento interanual)

- Sociedades no financieras (total)
- ... Hogares (total)
- - - Sociedades no financieras (incluidos en M3)⁴⁾
- Hogares (incluidos en M3)⁵⁾



2.5 Detalle de los depósitos mantenidos en las IFM ^{1), 2)}

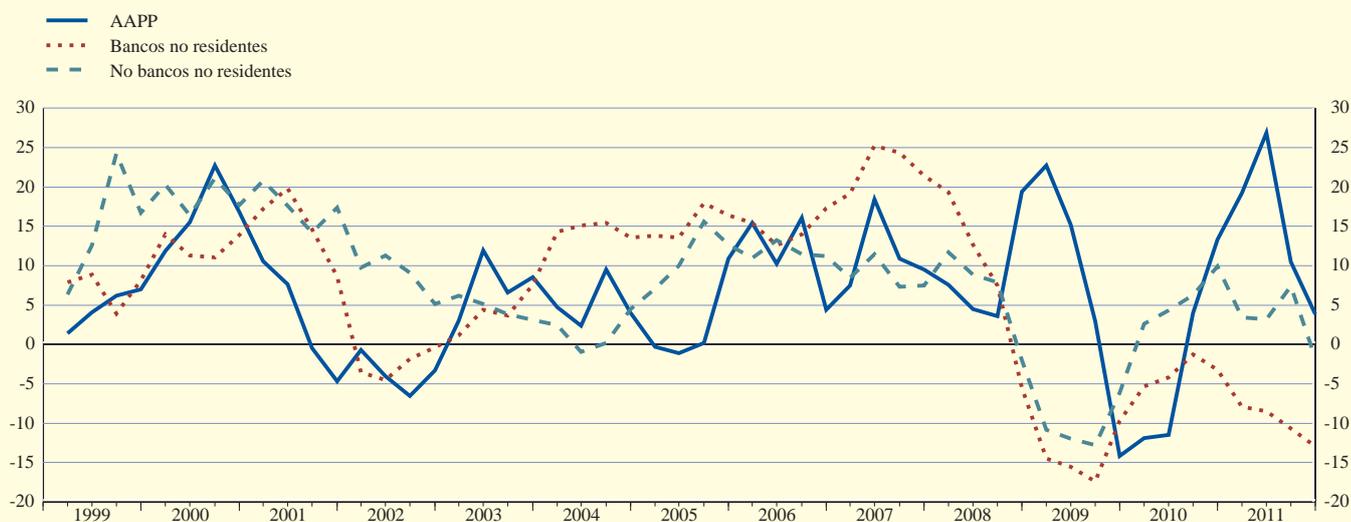
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

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

	AAPP					No residentes en la zona del euro				
	Total	Administración Central	Otras AAPP			Total	Bancos ³⁾	No bancos		
			Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social			Total	AAPP	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2010	427,6	196,2	47,7	109,6	74,1	3.488,8	2.492,0	996,9	45,9	950,9
2011 ^(p)	442,7	195,5	48,6	113,5	85,2	3.153,0	2.175,4	976,2	44,2	932,0
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	3.343,0	2.295,3	1.047,7	50,0	997,7
IV ^(p)	442,7	195,5	48,6	113,5	85,2	3.153,0	2.175,4	976,2	44,2	932,0
Operaciones										
2010	49,9	47,4	4,3	-5,0	2,9	0,8	-83,9	84,7	7,5	77,1
2011 ^(p)	16,9	3,4	0,6	2,3	10,6	-334,5	-318,0	-17,9	-2,2	-15,7
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	0,6	-49,1	49,7	1,4	48,3
IV ^(p)	-22,3	-15,9	-5,9	2,0	-2,5	-234,0	-151,5	-83,9	-6,4	-77,5
Tasas de crecimiento										
2010	13,3	32,2	9,9	-4,4	4,1	0,3	-3,2	9,9	12,7	9,6
2011 ^(p)	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 ^(p)	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 ²⁾

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

1) Sector IFM, excluido el Eurosistema; la clasificación por sectores se basa en el SEC 95.

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

3) En este cuadro, el término «bancos» se emplea para designar a entidades similares a IFM residentes fuera de la zona del euro.

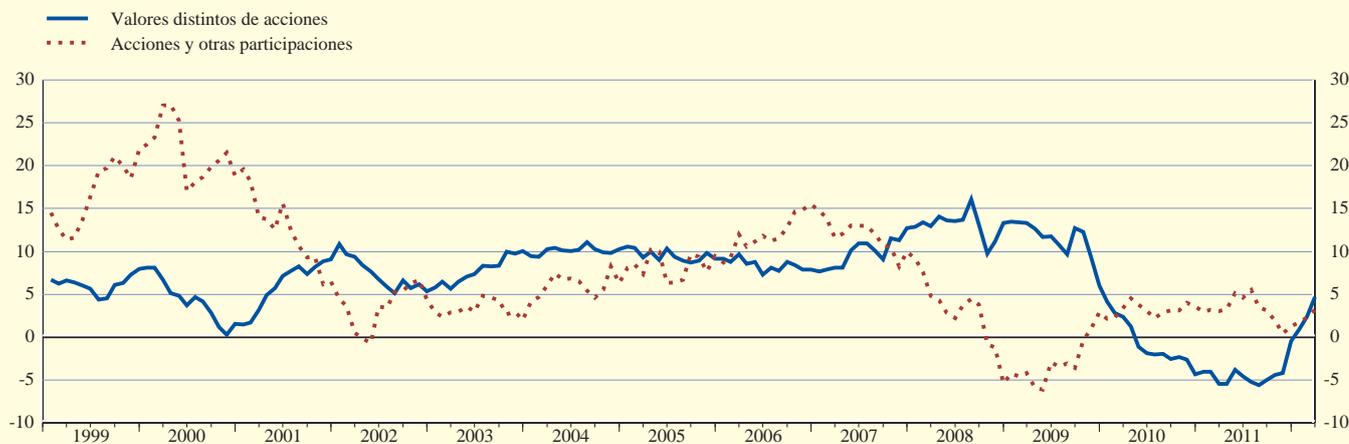
2.6 Detalle de los valores en poder de las IFM ^{1), 2)}

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

	Valores distintos de acciones							Acciones y otras participaciones				
	Total	IFM		AAPP		Otros residentes en la zona del euro		No residentes en la zona del euro	Total	IFM	No IFM	No residentes en la zona del euro
		Euro	No euro	Euro	No euro	Euro	No euro					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Saldos vivos												
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	5.699,3	1.763,8	87,8	1.374,6	22,9	1.489,5	28,3	932,4	1.509,0	487,0	726,4	295,5
2011 IV	5.699,3	1.763,8	87,8	1.374,6	22,9	1.489,5	28,3	932,4	1.509,0	487,0	726,4	295,5
2012 I ^(p)	5.902,5	1.819,2	97,9	1.487,5	31,5	1.490,8	25,0	950,6	1.528,2	491,6	741,9	294,7
2011 Dic	5.699,3	1.763,8	87,8	1.374,6	22,9	1.489,5	28,3	932,4	1.509,0	487,0	726,4	295,5
2012 Ene	5.764,0	1.781,7	88,6	1.424,9	23,3	1.497,6	23,8	924,1	1.527,8	497,5	734,2	296,2
Feb	5.852,7	1.813,6	91,0	1.465,6	31,0	1.504,3	23,6	923,7	1.516,7	492,8	731,4	292,5
Mar ^(p)	5.902,5	1.819,2	97,9	1.487,5	31,5	1.490,8	25,0	950,6	1.528,2	491,6	741,9	294,7
Operaciones												
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	-25,9	45,4	8,0	-4,3	5,5	-19,9	0,4	-60,9	18,5	61,4	-31,6	-11,2
2011 IV	75,2	66,4	0,5	-14,5	-0,2	36,5	2,3	-15,9	-6,7	6,4	-9,7	-3,5
2012 I ^(p)	264,8	61,7	12,9	132,5	9,7	5,2	-2,3	45,1	30,7	12,6	19,1	-0,9
2011 Dic	55,4	60,2	-3,8	-5,1	0,5	-6,7	0,8	9,5	-0,9	8,1	-9,9	1,0
2012 Ene	110,9	28,1	3,1	56,2	1,2	12,0	-3,6	13,9	17,1	9,5	8,1	-0,5
Feb	94,5	31,1	3,7	38,7	8,0	5,7	0,1	7,2	-4,5	0,0	-1,4	-3,1
Mar ^(p)	59,4	2,5	6,1	37,6	0,5	-12,5	1,2	23,9	18,2	3,1	12,3	2,8
Tasas de crecimiento												
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	-0,4	2,7	7,9	-0,4	33,8	-1,3	0,8	-6,2	1,2	14,1	-4,2	-3,6
2011 IV	-0,4	2,7	7,9	-0,4	33,8	-1,3	0,8	-6,2	1,2	14,1	-4,2	-3,6
2012 I ^(p)	4,7	7,7	22,9	8,7	51,5	1,2	-14,6	-2,9	3,2	16,7	-2,5	-1,9
2011 Dic	-0,4	2,7	7,9	-0,4	33,8	-1,3	0,8	-6,2	1,2	14,1	-4,2	-3,6
2012 Ene	1,0	4,7	11,5	2,6	28,6	0,1	-9,4	-7,5	1,7	16,0	-4,7	-2,2
Feb	2,5	6,1	19,3	5,0	63,7	0,1	-14,2	-6,0	2,3	15,9	-3,8	-2,0
Mar ^(p)	4,7	7,7	22,9	8,7	51,5	1,2	-14,6	-2,9	3,2	16,7	-2,5	-1,9

G14 Detalle de los valores en poder de las IFM ²⁾

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

1) Sector IFM, excluido el Eurosistema; la clasificación por sectores se basa en el SEC 95.

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

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

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

1. Préstamos, valores distintos de acciones y depósitos

	IFM ³⁾							No IFM						
	Total monedas (saldos vivos)	Euro ⁴⁾	Monedas distintas del euro				Total monedas (saldos vivos)	Euro ⁴⁾	Monedas distintas del euro					
			Total	USD	JPY	CHF			GBP	Total	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Préstamos														
<i>A residentes en la zona del euro</i>														
2009	5.916,1	-	-	-	-	-	11.785,6	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 ⁴⁾	6.160,4	-	-	-	-	-	12.322,0	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	12,6	906,8	40,0	60,0	42,1	1,2	3,7	8,0
2010	2.010,9	44,9	55,1	30,7	2,9	3,2	11,6	952,1	39,9	60,1	42,8	1,4	3,7	6,7
2011 III	2.133,1	44,1	55,9	34,8	2,8	3,3	9,0	1.022,7	40,0	60,0	41,3	2,2	3,3	7,0
IV ⁴⁾	2.022,2	44,5	55,5	35,6	2,5	2,7	9,3	998,4	38,2	61,8	41,2	2,6	3,3	7,8
Valores distintos de acciones														
<i>Emitidos por residentes en la zona del euro</i>														
2009	2.079,9	94,8	5,2	3,1	0,2	0,3	1,4	2.980,2	98,1	1,9	1,2	0,2	0,1	0,3
2010	1.885,8	94,3	5,7	3,3	0,1	0,3	1,7	3.052,8	98,6	1,4	0,8	0,1	0,1	0,4
2011 III	1.799,8	94,8	5,2	2,6	0,1	0,3	1,8	2.874,2	98,4	1,6	0,9	0,2	0,1	0,4
IV ⁴⁾	1.851,6	95,3	4,7	2,5	0,1	0,3	1,5	2.915,3	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	14,6	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	16,8	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	17,1	483,1	32,5	67,5	39,2	6,0	0,8	12,5
IV ⁴⁾	457,1	56,4	43,6	21,1	0,3	0,3	16,0	475,2	32,2	67,8	39,7	5,6	0,7	13,6
Depósitos														
<i>De residentes en la zona del euro</i>														
2009	6.281,6	92,9	7,1	4,4	0,3	1,2	0,7	10.187,4	97,0	3,0	1,9	0,2	0,1	0,4
2010	5.774,9	92,9	7,1	4,1	0,3	1,3	0,8	10.722,6	97,1	2,9	1,9	0,2	0,1	0,4
2011 III	6.085,4	92,2	7,8	4,6	0,3	1,4	0,8	10.993,9	97,0	3,0	2,0	0,2	0,1	0,4
IV ⁴⁾	6.319,3	92,1	7,9	5,1	0,2	1,3	0,7	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	9,6	836,7	53,5	46,5	31,4	1,1	1,7	7,5
2010	2.492,0	52,1	47,9	31,8	2,2	1,8	8,6	996,9	58,8	41,2	29,3	1,2	1,4	5,1
2011 III	2.295,3	57,0	43,0	27,0	2,1	1,8	7,8	1.047,7	59,1	40,9	28,6	1,5	1,7	4,6
IV ⁴⁾	2.175,4	59,1	40,9	25,6	2,1	1,8	7,3	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 ⁴⁾	Monedas distintas del euro				
			Total	USD	JPY	CHF	GBP
	1	2	3	4	5	6	7
2009	5.168,3	83,3	16,7	8,8	1,6	1,9	2,5
2010	5.082,6	81,6	18,4	9,7	1,8	2,1	2,5
2011 III	5.180,3	81,8	18,2	9,7	1,7	2,1	2,5
IV ⁴⁾	5.236,8	82,0	18,0	9,4	1,7	2,0	2,6

Fuente: BCE.

1) Sector IFM, excluido el Eurosistema; la clasificación por sectores se basa en el SEC 95.

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

3) En el caso de las no residentes en la zona del euro, el término «IFM» se emplea para designar a entidades similares a las IFM de la zona del euro.

4) Incluye las emisiones en cualquiera de las denominaciones nacionales del euro.

2.8 Balance agregado de los fondos de inversión de la zona del euro ¹⁾

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

1. Activo

	Total	Depósitos y préstamos	Valores distintos de acciones	Acciones y otras participaciones (excluidas las participaciones en fondos de inversión/ fondos del mercado monetario)	Participaciones en fondos de inversión/ fondos del mercado monetario	Activos no financieros	Otros activos (incluidos derivados financieros)
	1	2	3	4	5	6	7
Saldos vivos							
2011 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	416,0	2.503,8	1.733,1	838,6	236,6	485,1
2012 Ene	6.479,7	435,1	2.586,1	1.820,0	865,9	234,9	537,7
Feb ^(p)	6.636,7	446,9	2.637,8	1.879,8	885,6	235,4	551,2
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	-184,2	-33,8	-2,9	-26,4	-11,1	2,0	-112,1

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 Ago	6.200,9	130,3	5.551,2	4.280,4	623,3	1.270,8	519,3
Sep	6.080,9	126,7	5.423,0	4.175,4	604,2	1.247,6	531,1
Oct	6.177,6	127,4	5.532,0	4.243,8	616,2	1.288,2	518,3
Nov	6.082,7	128,7	5.448,2	4.163,1	597,8	1.285,1	505,9
Dic	6.213,2	117,8	5.664,8	4.264,5	614,0	1.400,3	430,7
2012 Ene	6.479,7	124,2	5.883,7	4.410,1	653,2	1.473,6	471,9
Feb ^(p)	6.636,7	135,0	6.021,1	4.516,9	678,3	1.504,2	480,6
Operaciones							
2011 II	71,4	-4,2	78,0	25,3	10,5	52,7	-2,4
III	-4,7	6,5	-44,0	-55,1	-31,0	11,0	32,9
IV	-184,2	-13,8	-39,7	-57,6	-2,7	18,8	-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 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	5.664,8	1.920,6	1.496,6	1.402,5	297,1	122,1	425,9	5.579,5	85,3	991,9
2012 Ene	5.883,7	2.021,4	1.575,9	1.431,7	300,1	122,3	432,3	5.798,3	85,4	938,1
Feb ^(p)	6.021,1	2.059,8	1.631,3	1.463,4	300,9	121,9	443,8	5.934,7	86,3	923,8
Operaciones										
2011 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	0,4	10,5	-6,5	-3,4	2,5	-0,3	-2,5	-1,7	2,1	0,7
2012 Ene	13,1	11,7	2,3	-0,5	0,5	0,1	-1,0	13,2	-0,1	6,1
Feb ^(p)	25,4	8,3	2,5	10,3	1,0	-0,8	4,1	24,6	0,8	2,7

Fuente: BCE.

1) Distintos de los fondos del mercado monetario (que figuran en la columna 10 del cuadro 3 de esta sección, titulada Pro memoria). Para más información, véanse las Notas Generales.

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

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

1. Valores distintos de acciones

	Total	Zona del euro						Resto del mundo			
		Total	IFM	Adminis- traciones Públicas	Otros intermediarios financieros	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Sociedades no financieras	Estados miembros de la UE no pertencientes a la zona del euro	Estados Unidos	Japón	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Saldos vivos											
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 ^(p)	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
Operaciones											
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 ^(p)	-2,9	-0,1	3,6	-6,7	-1,1	-0,3	4,3	-1,3	-3,2	1,6	-0,3

2. Acciones y otras participaciones (distintas de participaciones en fondos de inversión y en fondos del mercado monetario)

	Total	Zona del euro						Resto del mundo			
		Total	IFM	Adminis- traciones Públicas	Otros intermediarios financieros ²⁾	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Sociedades no financieras	Estados miembros de la UE no pertencientes a la zona del euro	Estados Unidos	Japón	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Saldos vivos											
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 ^(p)	1.733,1	636,5	51,1	-	36,4	21,5	527,4	1.096,6	154,7	356,8	71,2
Operaciones											
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 ^(p)	-26,4	-9,7	-1,7	-	-2,3	0,4	-6,1	-16,8	-0,9	-7,3	0,9

3. Participaciones en fondos de inversión/fondos del mercado monetario

	Total	Zona del euro						Resto del mundo			
		Total	IFM ²⁾	Adminis- traciones Públicas	Otros intermediarios financieros ²⁾	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Sociedades no financieras	Estados miembros de la UE no pertencientes a la zona del euro	Estados Unidos	Japón	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Saldos vivos											
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 ^(p)	838,6	709,0	95,0	-	614,0	-	-	129,6	20,7	40,1	0,6
Operaciones											
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 ^(p)	-11,1	-2,4	0,3	-	-2,7	-	-	-8,7	-0,8	-9,1	-0,1

Fuente: BCE.

1) Distintos de los fondos del mercado monetario. Para más información, véanse las Notas Generales.

2) Las participaciones en fondos de inversión (distintas de las participaciones en fondos del mercado monetario) son emitidas por otros intermediarios financieros. Las participaciones en fondos del mercado monetario son emitidas por IFM.

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

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

1. Activo

	Total	Depósitos y préstamos	Préstamos titulizados							Valores distintos de acciones	Otros activos titulizados	Acciones y otras participaciones	Otros activos
			Total	Originados en la zona del euro				Originados fuera de la zona del euro					
				IFM	Otros intermediarios financieros, empresas de seguros y fondos de pensiones	Sociedades no financieras	Administraciones Públicas						
									No dados de baja en el balance de las IFM ¹⁾				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Saldos vivos													
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
Operaciones													
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	
Saldos vivos							
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
Operaciones							
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 ²⁾					Sector prestatario fuera de la zona del euro	Total	Residentes en la zona del euro			No residentes en la zona del euro	
		Hogares	Sociedades no financieras	Otros intermediarios financieros	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Administraciones Públicas			Total	IFM	No IFM		
													Sociedades instrumentales
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Saldos vivos													
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
Operaciones													
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
2011 IV						
Cuenta de intercambios exteriores						
Exportaciones de bienes y servicios						605
<i>Balanza comercial</i> ¹⁾						-32
Cuenta de explotación						
Valor añadido bruto (precios básicos)						
Impuestos menos subvenciones sobre los productos						
Producto interior bruto (precios de mercado)						
Remuneración de los asalariados	1.244	128	778	65	273	
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción	25	8	7	4	5	
Consumo de capital fijo	364	97	206	11	49	
<i>Excedente neto de explotación y renta mixta</i> ¹⁾	533	271	233	30	-2	
Cuenta de asignación de la renta primaria						
Excedente neto de explotación y renta mixta						7
Remuneración de los asalariados						
Impuestos menos subvenciones sobre la producción						
Rentas de la propiedad	709	40	275	321	73	117
Intereses	403	37	74	219	73	53
Otras rentas de la propiedad	306	3	201	102	0	64
<i>Renta nacional neta</i> ¹⁾	2.075	1.705	81	51	238	
Cuenta de distribución secundaria de la renta						
Renta nacional neta						
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	322	246	64	12	0	0
Cotizaciones sociales	476	476				1
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	485	1	18	35	431	1
Otras transferencias corrientes	205	75	26	49	55	10
Primas netas de seguros no vida	46	33	11	1	1	2
Indemnizaciones de seguros no vida	46			46		1
Otras	112	42	15	1	55	8
<i>Renta disponible neta</i> ¹⁾	2.045	1.484	6	54	501	
Cuenta de utilización de la renta						
Renta disponible neta						
Gasto en consumo final	1.934	1.380			554	
Gasto en consumo individual	1.718	1.380			338	
Gasto en consumo colectivo	216				216	
Ajuste por variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones	15	0	0	15	0	0
<i>Ahorro neto/cuenta de operaciones corrientes con el exterior</i> ¹⁾	111	119	6	39	-53	-25
Cuenta de capital						
Ahorro neto / cuenta de operaciones corrientes con el exterior						
Formación bruta de capital	450	146	231	11	61	
Formación bruta de capital fijo	472	146	254	11	61	
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos	-23	0	-23	0	0	
Consumo de capital fijo						
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos	0	0	7	0	-7	0
Transferencias de capital	64	9	3	17	35	10
Impuestos sobre el capital	10	6	1	3	0	0
Otras transferencias de capital	54	3	1	14	35	10
<i>Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital)</i> ¹⁾	32	74	-4	30	-69	-32
Discrepancia estadística	0	-8	8	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
2011 IV						
Cuenta de intercambios exteriores						
Importaciones de bienes y servicios						573
<i>Balanza comercial</i>						
Cuenta de explotación						
Valor añadido bruto (precios básicos)	2.164	504	1.225	110	326	
Impuestos menos subvenciones sobre los productos	251					
Producto interior bruto (precios de mercado) ²⁾	2.416					
Remuneración de los asalariados						
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción						
Consumo de capital fijo						
<i>Excedente neto de explotación y renta mixta</i>						
Cuenta de asignación de la renta primaria						
Excedente neto de explotación y renta mixta	533	271	233	30	-2	
Remuneración de los asalariados	1.247	1.247				3
Impuestos menos subvenciones sobre la producción	289				289	-13
Rentas de la propiedad	715	227	123	342	23	111
Intereses	390	62	47	269	11	67
Otras rentas de la propiedad	326	165	76	73	12	44
<i>Renta nacional neta</i>						
Cuenta de distribución secundaria de la renta						
Renta nacional neta	2.075	1.705	81	51	238	
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	322				322	1
Cotizaciones sociales	475	1	18	52	404	1
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	484	484				3
Otras transferencias corrientes	178	92	15	47	23	37
Primas netas de seguros no vida	46			46		1
Indemnizaciones de seguros no vida	45	35	9	1	0	2
Otras	86	57	6	0	23	34
<i>Renta disponible neta</i>						
Cuenta de utilización de la renta						
Renta disponible neta	2.045	1.484	6	54	501	
Gasto en consumo final						
Gasto en consumo individual						
Gasto en consumo colectivo						
Ajuste por variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones	15	15				0
<i>Ahorro neto/cuenta de operaciones corrientes con el exterior</i>						
Cuenta de capital						
Ahorro neto/cuenta de operaciones corrientes con el exterior	111	119	6	39	-53	-25
Formación bruta de capital						
Formación bruta de capital fijo						
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos						
Consumo de capital fijo	364	97	206	11	49	
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos						
Transferencias de capital	71	12	25	9	25	3
Impuestos sobre el capital	10				10	0
Otras transferencias de capital	61	12	25	9	15	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
Balance al principio del período, activos financieros								
Total activos financieros		18.548	16.196	33.644	15.185	6.715	3.750	16.985
Oro monetario y derechos especiales de giro (DEG)				469				
Efectivo y depósitos		6.726	1.934	10.349	2.471	823	712	3.673
Valores distintos de acciones a corto plazo		43	83	512	350	54	32	710
Valores distintos de acciones a largo plazo		1.336	240	6.015	2.441	2.650	448	4.004
Préstamos		77	3.184	13.524	3.658	464	534	1.936
<i>de los cuales: a largo plazo</i>		58	1.802	10.555	2.589	348	460	.
Acciones y otras participaciones		3.995	7.108	1.787	5.987	2.352	1.322	5.884
Acciones cotizadas		648	1.200	317	1.808	518	215	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		2.086	5.529	1.178	3.219	290	958	.
Participaciones en fondos de inversión		1.260	379	292	959	1.543	148	.
Reservas técnicas de seguro		5.834	169	3	0	232	4	241
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		535	3.478	986	278	140	698	540
<i>Patrimonio financiero neto</i>								
Cuenta financiera, activos financieros								
Total de operaciones de activos financieros		84	97	725	-6	-33	61	-110
Oro monetario y DEG				0				0
Efectivo y depósitos		84	48	758	-106	-8	3	-146
Valores distintos de acciones a corto plazo		12	9	63	-3	10	6	-64
Valores distintos de acciones a largo plazo		29	3	83	27	-34	-2	-24
Préstamos		6	49	-144	56	2	10	37
<i>de los cuales: a largo plazo</i>		6	43	-8	50	-2	15	.
Acciones y otras participaciones		-6	22	-7	59	3	5	86
Acciones cotizadas		3	-2	-3	-31	2	-2	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		25	25	8	104	-11	3	.
Participaciones en fondos de inversión por operaciones		-33	-1	-12	-14	12	4	.
Reservas técnicas de seguro		6	-2	0	0	-6	0	5
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		-47	-32	-28	-38	1	38	-4
<i>Variaciones del patrimonio financiero neto derivadas de operaciones</i>								
Cuenta de otras variaciones de activos financieros								
Total de otras variaciones de activos financieros		46	278	-60	168	23	-9	251
Oro monetario y DEG				7				
Efectivo y depósitos		2	-1	-24	-4	-5	0	48
Valores distintos de acciones a corto plazo		1	2	-12	52	-1	-1	-4
Valores distintos de acciones a largo plazo		-26	21	-40	-25	-18	-5	56
Préstamos		0	6	0	34	1	0	7
<i>de los cuales: a largo plazo</i>		0	2	-6	26	1	5	.
Acciones y otras participaciones		3	170	18	108	42	2	196
Acciones cotizadas		3	38	9	114	10	-7	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		-27	137	9	-24	3	6	.
Participaciones en fondos de inversión		27	-5	0	17	29	4	.
Reservas técnicas de seguro		52	0	0	0	0	0	6
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		14	79	-9	2	4	-6	-58
<i>Otras variaciones del patrimonio financiero neto</i>								
Balance al final del período, activos financieros								
Total activos financieros		18.678	16.571	34.310	15.347	6.705	3.802	17.126
Oro monetario y DEG				476				
Efectivo y depósitos		6.811	1.982	11.083	2.361	810	715	3.575
Valores distintos de acciones a corto plazo		57	94	563	399	63	37	641
Valores distintos de acciones a largo plazo		1.340	264	6.057	2.443	2.598	442	4.036
Préstamos		83	3.239	13.380	3.748	467	544	1.979
<i>de los cuales: a largo plazo</i>		64	1.847	10.542	2.665	347	480	.
Acciones y otras participaciones		3.992	7.299	1.797	6.154	2.397	1.330	6.165
Acciones cotizadas		655	1.236	323	1.891	530	206	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		2.084	5.691	1.194	3.300	283	967	.
Participaciones en fondos de inversión		1.253	373	280	963	1.583	156	.
Reservas técnicas de seguro		5.892	168	3	0	226	4	252
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		503	3.525	949	242	144	730	478
<i>Patrimonio financiero neto</i>								

Fuente: BCE.

3.1 Cuentas económicas y financieras integradas por sectores institucionales (cont.)

(mm de euros)

Pasivos	Zona del euro	Hogares	Sociedades no financieras	IFM	Otros intermediarios financieros	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Adminis-traciones Públicas	Resto del mundo
Balance al principio del período, pasivos								
Pasivos totales		6.728	25.413	32.611	14.627	6.865	9.323	14.987
Oro monetario y derechos especiales de giro (DEG)								
Efectivo y depósitos			30	23.561	33	0	262	2.802
Valores distintos de acciones a corto plazo			94	639	71	1	749	229
Valores distintos de acciones a largo plazo			827	4.585	2.803	32	6.013	2.874
Préstamos		6.180	8.580	3.430	308	1.741	3.138	
<i>de los cuales: a largo plazo</i>		5.821	6.093	1.883	116	1.431	.	
Acciones y otras participaciones		7	11.955	2.529	8.069	382	6	5.485
Acciones cotizadas			3.142	348	181	97	0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		7	8.813	1.114	2.658	283	6	.
Participaciones en fondos de inversión				1.067	5.230			.
Reservas técnicas de seguro		35	336	71	1	6.039	1	
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		505	3.591	1.226	220	104	552	457
<i>Patrimonio financiero neto ¹⁾</i>	-1.529	11.820	-9.217	1.033	558	-150	-5.574	
Cuenta financiera, pasivos								
Total de operaciones de pasivos		19	93	676	-11	-9	129	-78
Oro monetario y DEG								
Efectivo y depósitos			0	728	0	0	11	-107
Valores distintos de acciones a corto plazo			-9	65	-4	0	-36	16
Valores distintos de acciones a largo plazo			14	-39	40	0	88	-20
Préstamos		14	6		-23	-11	62	-32
<i>de los cuales: a largo plazo</i>		16	8		35	1	59	.
Acciones y otras participaciones		0	29	26	38	1	0	67
Acciones cotizadas			3	4	1	0	0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		0	26	8	80	1	0	.
Participaciones en fondos de inversión				14	-43			.
Reservas técnicas de seguro		0	0	0	0	3	0	
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		4	52	-104	-63	-3	5	-1
<i>Variaciones del patrimonio financiero neto ¹⁾</i>	32	66	4	49	5	-24	-69	-32
Cuenta de otras variaciones de pasivos								
Total de otras variaciones de pasivos		-20	205	-54	317	54	-155	343
Oro monetario y DEG								
Efectivo y depósitos			0	30	0	0	0	-13
Valores distintos de acciones a corto plazo			1	5	4	0	1	28
Valores distintos de acciones a largo plazo			0	10	16	-2	-132	72
Préstamos		-2	0		12	0	1	36
<i>de los cuales: a largo plazo</i>		-2	1		7	0	1	.
Acciones y otras participaciones		0	221	-120	277	3	0	157
Acciones cotizadas			154	-20	8	0	0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		0	67	-11	-13	3	0	.
Participaciones en fondos de inversión				-89	281			.
Reservas técnicas de seguro		0	0	0	0	58	0	
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		-18	-17	21	7	-4	-26	63
<i>Otras variaciones del patrimonio financiero neto ¹⁾</i>	100	66	73	-6	-148	-32	146	-93
Balance al final del período, pasivos								
Total activos financieros		6.726	25.710	33.233	14.932	6.910	9.298	15.252
Oro monetario y DEG								
Efectivo y depósitos			29	24.319	33	0	274	2.683
Valores distintos de acciones a corto plazo			86	710	71	1	714	272
Valores distintos de acciones a largo plazo			841	4.556	2.859	30	5.968	2.925
Préstamos		6.191	8.586	3.419	308	1.741	3.142	
<i>de los cuales: a largo plazo</i>		5.835	6.102	1.926	117	1.491	.	
Acciones y otras participaciones		7	12.205	2.435	8.385	386	6	5.709
Acciones cotizadas			3.300	333	191	97	0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		7	8.905	1.111	2.725	287	6	.
Participaciones en fondos de inversión				992	5.469			.
Reservas técnicas de seguro		35	336	71	1	6.100	1	
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		492	3.626	1.142	164	96	530	520
<i>Patrimonio financiero neto ¹⁾</i>	-1.398	11.952	-9.139	1.076	415	-206	-5.496	

Fuente: BCE.

3.2 Cuentas no financieras de la zona del euro

(mm de euros; flujos acumulados de cuatro trimestres)

Empleos	2007	2008	2009	2010 I- 2010 IV	2010 II- 2011 I	2010 III- 2011 II	2010 IV- 2011 III	2011 I- 2011 IV
Cuenta de explotación								
Valor añadido bruto (precios básicos)								
Impuestos menos subvenciones sobre los productos								
Producto interior bruto (precios de mercado)								
Remuneración de los asalariados	4.279	4.461	4.442	4.491	4.518	4.551	4.580	4.606
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción	99	94	85	82	84	87	92	95
Consumo de capital fijo	1.294	1.361	1.385	1.416	1.426	1.436	1.443	1.451
<i>Excedente neto de explotación y renta mixta</i> ¹⁾	2.401	2.365	2.111	2.213	2.241	2.260	2.273	2.272
Cuenta de asignación de la renta primaria								
Excedente neto de explotación y renta mixta								
Remuneración de los asalariados								
Impuestos menos subvenciones sobre la producción								
Rentas de la propiedad	3.698	3.945	2.976	2.816	2.862	2.939	2.997	3.037
Intereses	2.129	2.383	1.607	1.411	1.442	1.487	1.535	1.577
Otras rentas de la propiedad	1.568	1.561	1.369	1.404	1.419	1.452	1.463	1.461
<i>Renta nacional neta</i> ¹⁾	7.768	7.804	7.533	7.754	7.814	7.876	7.927	7.957
Cuenta de distribución secundaria de la renta								
Renta nacional neta								
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	1.136	1.145	1.029	1.054	1.072	1.083	1.100	1.109
Cotizaciones sociales	1.596	1.671	1.676	1.701	1.712	1.724	1.739	1.755
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	1.586	1.657	1.774	1.821	1.826	1.832	1.840	1.848
Otras transferencias corrientes	738	771	776	776	776	779	779	779
Primas netas de seguros no vida	183	187	181	181	180	180	180	180
Derechos de seguros no vida	184	188	182	181	181	180	180	180
Otras	370	395	413	413	415	418	418	419
<i>Renta disponible neta</i> ¹⁾	7.675	7.703	7.424	7.641	7.700	7.764	7.817	7.845
Cuenta de utilización de la renta								
Renta disponible neta								
Gasto en consumo final	6.887	7.140	7.143	7.304	7.353	7.400	7.441	7.466
Gasto en consumo individual	6.188	6.404	6.373	6.532	6.580	6.626	6.666	6.691
Gasto en consumo colectivo	698	736	771	772	773	774	775	775
Ajuste por variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones	61	70	61	56	56	56	58	59
<i>Ahorro neto</i> ¹⁾	788	562	280	337	347	364	376	379
Cuenta de capital								
Ahorro neto								
Formación bruta de capital	2.066	2.075	1.715	1.790	1.835	1.856	1.874	1.873
Formación bruta de capital fijo	1.989	2.010	1.763	1.772	1.797	1.812	1.825	1.833
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos	76	65	-48	18	38	44	50	41
Consumo de capital fijo								
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos	-1	1	1	1	1	1	1	0
Transferencias de capital	153	152	185	227	214	205	169	162
Impuestos sobre el capital	24	24	34	25	26	26	27	31
Otras transferencias de capital	129	128	151	202	188	180	142	132
<i>Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital)</i> ¹⁾	32	-143	-42	-27	-52	-47	-45	-32

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	2010 I- 2010 IV	2010 II- 2011 I	2010 III- 2011 II	2010 IV- 2011 III	2011 I- 2011 IV
Cuenta de explotación								
Valor añadido bruto (precios básicos)	8.072	8.281	8.023	8.202	8.269	8.334	8.388	8.423
Impuestos menos subvenciones sobre los productos	960	946	894	940	956	960	967	972
Producto interior bruto (precios de mercado) ²⁾	9.032	9.227	8.917	9.143	9.225	9.294	9.355	9.395
Remuneración de los asalariados								
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción								
Consumo de capital fijo								
<i>Excedente neto de explotación y renta mixta</i>								
Cuenta de asignación de la renta primaria								
Excedente neto de explotación y renta mixta	2.401	2.365	2.111	2.213	2.241	2.260	2.273	2.272
Remuneración de los asalariados	4.287	4.468	4.452	4.503	4.530	4.563	4.593	4.618
Impuestos menos subvenciones sobre la producción	1.067	1.047	996	1.036	1.053	1.060	1.072	1.078
Rentas de la propiedad	3.712	3.868	2.950	2.818	2.851	2.932	2.988	3.026
Intereses	2.092	2.327	1.563	1.367	1.398	1.440	1.485	1.523
Otras rentas de la propiedad	1.620	1.541	1.388	1.450	1.453	1.492	1.503	1.503
<i>Renta nacional neta</i>								
Cuenta de distribución secundaria de la renta								
Renta nacional neta	7.768	7.804	7.533	7.754	7.814	7.876	7.927	7.957
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	1.144	1.154	1.034	1.059	1.077	1.089	1.107	1.115
Cotizaciones sociales	1.595	1.670	1.674	1.699	1.710	1.722	1.737	1.753
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	1.578	1.649	1.768	1.815	1.820	1.825	1.833	1.841
Otras transferencias corrientes	644	671	669	666	665	669	671	670
Primas netas de seguros no vida	184	188	182	181	181	180	180	180
Derechos de seguros no vida	180	184	178	178	177	177	177	176
Otras	280	298	308	307	308	312	314	313
<i>Renta disponible neta</i>								
Cuenta de utilización de la renta								
Renta disponible neta	7.675	7.703	7.424	7.641	7.700	7.764	7.817	7.845
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	61	56	56	56	58	59
<i>Ahorro neto</i>								
Cuenta de capital								
Ahorro neto	788	562	280	337	347	364	376	379
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	1.385	1.416	1.426	1.436	1.443	1.451
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos								
Transferencias de capital	168	161	194	237	225	215	179	175
Impuestos sobre el capital	24	24	34	25	26	26	27	31
Otras transferencias de capital	144	137	160	212	199	189	152	144
<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	2010 I- 2010 IV	2010 II- 2011 I	2010 III- 2011 II	2010 IV- 2011 III	2011 I- 2011 IV
Renta, ahorro y variaciones del patrimonio neto								
Remuneración de los asalariados (+)	4.287	4.468	4.452	4.503	4.530	4.563	4.593	4.618
Excedente bruto de explotación y renta mixta (+)	1.484	1.522	1.446	1.454	1.466	1.481	1.491	1.496
Intereses, recursos (+)	316	351	241	214	221	230	239	246
Intereses, empleos (-)	220	249	146	126	130	137	143	147
Otras rentas de la propiedad, recursos (+)	789	786	718	719	728	735	747	752
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	848	855	861	872	875
Cotizaciones sociales netas (-)	1.592	1.667	1.671	1.696	1.707	1.719	1.734	1.750
Prestaciones sociales netas (+)	1.573	1.644	1.763	1.809	1.814	1.820	1.827	1.835
Transferencias corrientes netas, recursos (+)	63	70	71	70	68	69	69	69
= Renta disponible bruta	5.854	6.043	6.022	6.089	6.125	6.172	6.206	6.234
Gasto en consumo final (-)	5.081	5.241	5.156	5.291	5.335	5.379	5.418	5.439
Variación en el patrimonio neto de los fondos de pensiones (+)	60	69	61	55	55	56	58	59
= Ahorro bruto	833	871	927	853	846	848	847	854
Consumo de capital fijo (-)	358	372	376	380	382	384	386	387
Transferencias netas de capital, recursos (+)	12	-1	10	11	11	10	10	8
Otras variaciones del patrimonio neto (+)	1.310	-1.776	-799	731	711	586	-192	-720
= Variaciones del patrimonio neto	1.797	-1.278	-238	1.215	1.185	1.061	279	-246
Inversión, financiación y variaciones del patrimonio neto								
Adquisiciones netas de activos no financieros (+)	661	646	554	560	568	571	577	580
Consumo de capital fijo (-)	358	372	376	380	382	384	386	387
Inversión financiera: principales partidas (+)								
Activos a corto plazo	421	460	-13	38	104	125	132	125
Efectivo y depósitos	351	438	123	119	139	137	147	117
Participaciones en fondos del mercado monetario	37	-4	-43	-57	-36	-27	-17	-21
Valores distintos de acciones ¹⁾	33	27	-93	-24	1	15	2	29
Activos a largo plazo	171	25	500	392	299	251	217	193
Depósitos	-31	-29	85	56	41	50	51	50
Valores distintos de acciones	85	17	16	-14	28	32	44	53
Acciones y otras participaciones	-104	-97	170	119	35	-3	-23	-26
Acciones cotizadas y no cotizadas y otras participaciones	39	76	119	103	53	23	28	36
Participaciones en fondos de inversión	-143	-173	52	17	-18	-26	-51	-62
Reservas de seguro de vida y reservas de fondos de pensiones	221	133	228	231	195	172	145	115
Financiación: principales partidas (-)								
Préstamos	384	257	103	126	119	136	121	87
de los cuales: de IFM de la zona del euro	283	83	65	147	170	168	148	81
Otras variaciones de los activos (+)								
Activos no financieros	1.227	-372	-1.101	620	665	298	262	-269
Activos financieros	102	-1.459	303	136	44	238	-466	-477
Acciones y otras participaciones	79	-1.209	109	75	71	222	-373	-457
Reservas de seguro de vida y reservas de fondos de pensiones	8	-239	173	105	35	48	-43	25
Otros flujos netos (+)	-42	52	-2	-26	6	97	65	75
= Variaciones del patrimonio neto	1.797	-1.278	-238	1.215	1.185	1.061	279	-246
Balance								
Activos no financieros (+)	28.117	28.018	27.096	27.896	27.932	27.980	28.242	27.820
Activos financieros (+)								
Activos a corto plazo	5.264	5.813	5.788	5.829	5.870	5.911	5.907	5.970
Efectivo y depósitos	4.851	5.321	5.476	5.600	5.598	5.650	5.658	5.730
Participaciones en fondos del mercado monetario	280	317	241	185	209	199	194	169
Valores distintos de acciones ¹⁾	133	175	71	44	63	63	54	70
Activos a largo plazo	12.200	10.718	11.555	12.080	12.160	12.167	11.699	11.799
Depósitos	965	913	970	1.027	1.037	1.055	1.068	1.081
Valores distintos de acciones	1.284	1.307	1.375	1.314	1.336	1.355	1.325	1.327
Acciones y otras participaciones	5.152	3.806	4.118	4.311	4.319	4.261	3.801	3.823
Acciones cotizadas y no cotizadas y otras participaciones	3.761	2.877	3.000	3.107	3.149	3.093	2.735	2.739
Participaciones en fondos de inversión	1.391	929	1.118	1.204	1.170	1.168	1.066	1.084
Reservas de seguro de vida y reservas de fondos de pensiones	4.798	4.692	5.092	5.428	5.468	5.496	5.505	5.569
Otros activos netos (+)	308	312	306	315	309	390	394	375
Pasivos (-)								
Préstamos	5.569	5.820	5.942	6.102	6.103	6.162	6.180	6.191
de los cuales: de IFM de la zona del euro	4.831	4.914	4.968	5.213	5.256	5.304	5.313	5.281
= Patrimonio neto	40.320	39.041	38.803	40.018	40.168	40.287	40.063	39.773

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	2010 I- 2010 IV	2010 II- 2011 I	2010 III- 2011 II	2010 IV- 2011 III	2011 I- 2011 IV
Renta y ahorro								
Valor añadido bruto (precios básicos) (+)	4.648	4.759	4.497	4.635	4.684	4.730	4.769	4.792
Remuneración de los asalariados (-)	2.711	2.833	2.776	2.807	2.830	2.859	2.884	2.906
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción (-)	49	46	39	33	34	37	40	41
= Excedente bruto de explotación (+)	1.888	1.880	1.682	1.794	1.820	1.835	1.845	1.845
Consumo de capital fijo (-)	726	767	784	803	810	816	820	824
= Excedente neto de explotación (+)	1.162	1.113	899	991	1.010	1.019	1.025	1.021
Rentas de la propiedad, recursos (+)	639	637	549	552	554	572	577	572
Intereses, recursos	218	239	174	157	161	168	175	181
Otras rentas de la propiedad, recursos	421	398	376	395	393	404	402	391
Intereses y otras rentas, empleos (-)	366	421	299	263	270	281	292	301
= Renta empresarial neta (+)	1.436	1.329	1.149	1.280	1.295	1.310	1.311	1.292
Renta distribuida (-)	1.005	1.027	936	944	959	964	974	977
Impuestos sobre la renta y el patrimonio, empleos (-)	248	236	152	168	176	179	184	190
Cotizaciones sociales, recursos (+)	64	68	70	69	70	70	71	71
Prestaciones sociales, empleos (-)	63	65	68	69	70	70	70	70
Otras transferencias corrientes netas (-)	43	48	47	46	46	44	44	45
= Ahorro neto	141	21	17	123	114	124	109	82
Inversión, financiación y ahorro								
Adquisiciones netas de activos no financieros (+)	409	369	78	159	191	200	210	210
Formación bruta de capital fijo (+)	1.058	1.077	911	944	963	976	988	996
Consumo de capital fijo (-)	726	767	784	803	810	816	820	824
Adquisiciones netas de otros activos no financieros (+)	77	60	-50	18	37	39	43	39
Inversión financiera: principales partidas (+)								
Activos a corto plazo	167	72	91	43	28	41	-2	-33
Efectivo y depósitos	153	15	87	67	63	66	45	0
Participaciones en fondos del mercado monetario	-20	33	40	-23	-27	-27	-43	-44
Valores distintos de acciones ¹⁾	34	24	-35	-2	-7	2	-4	10
Activos a largo plazo	763	664	242	471	480	544	559	554
Depósitos	-8	39	0	12	23	22	24	53
Valores distintos de acciones	51	-42	18	-9	2	14	17	23
Acciones y otras participaciones	412	331	110	238	249	304	321	275
Otros (principalmente préstamos entre empresas relacionadas)	308	336	114	230	206	204	197	203
Otros activos netos (+)	209	-27	56	-35	-32	-41	-66	-111
Financiación: principales partidas (-)								
Deuda	928	664	79	181	209	280	261	243
de la cual: préstamos de IFM de la zona del euro	538	394	-113	-11	27	75	79	50
de la cual: valores distintos de acciones	32	48	88	65	44	43	48	46
Acciones y otras participaciones	413	315	284	260	272	271	266	232
Acciones cotizadas	62	5	58	31	30	28	29	28
Acciones no cotizadas y otras participaciones	350	310	227	229	242	242	237	203
Transferencias netas de capital, recursos (-)	69	74	83	73	70	68	66	65
= Ahorro neto	141	21	17	123	114	124	109	82
Balance financiero								
Activos financieros								
Activos a corto plazo	1.788	1.879	1.959	1.992	1.958	1.946	1.944	1.968
Efectivo y depósitos	1.507	1.538	1.631	1.693	1.668	1.674	1.680	1.704
Participaciones en fondos del mercado monetario	163	192	214	192	183	171	158	146
Valores distintos de acciones ¹⁾	118	149	114	107	107	102	107	118
Activos a largo plazo	10.813	9.370	10.282	10.953	11.134	11.268	10.604	10.910
Depósitos	213	255	232	258	237	239	254	278
Valores distintos de acciones	230	180	195	197	219	215	216	240
Acciones y otras participaciones	8.026	6.278	7.075	7.474	7.625	7.706	6.950	7.153
Otros (principalmente préstamos entre empresas relacionadas)	2.344	2.657	2.779	3.024	3.052	3.108	3.184	3.239
Otros activos netos (+)	253	204	190	41	141	92	86	96
Pasivos								
Deuda	8.644	9.326	9.423	9.588	9.655	9.761	9.837	9.849
de la cual: préstamos de IFM de la zona del euro	4.465	4.870	4.711	4.695	4.726	4.751	4.766	4.725
de la cual: valores distintos de acciones	647	702	824	882	859	878	921	927
Acciones y otras participaciones	14.376	11.123	12.436	13.148	13.427	13.417	11.955	12.205
Acciones cotizadas	5.068	2.941	3.502	3.813	3.923	3.914	3.142	3.300
Acciones no cotizadas y otras participaciones	9.308	8.182	8.934	9.334	9.504	9.503	8.813	8.905

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	2010 I- 2010 IV	2010 II- 2011 I	2010 III- 2011 II	2010 IV- 2011 III	2011 I- 2011 IV
Cuenta financiera, operaciones financieras								
Inversión financiera: principales partidas (+)								
Activos a corto plazo	22	73	-48	-19	-24	-35	2	50
Efectivo y depósitos	7	57	-33	-9	-9	-15	5	16
Participaciones en fondos del mercado monetario	4	12	0	-17	-24	-23	-12	11
Valores distintos de acciones ¹⁾	11	3	-14	7	9	3	9	23
Activos a largo plazo	240	119	286	282	246	268	220	100
Depósitos	47	-9	19	-8	8	11	17	10
Valores distintos de acciones	108	72	105	180	144	128	69	3
Préstamos	-15	25	6	26	19	22	14	4
Acciones cotizadas	21	-10	-57	13	16	16	11	7
Acciones no cotizadas y otras participaciones	14	16	-15	1	4	5	12	-4
Participaciones en fondos de inversión	64	25	229	70	56	86	98	81
Otros activos netos (+)	2	13	24	20	2	-47	-48	-37
Financiación: principales partidas (-)								
Valores distintos de acciones	3	4	5	0	0	2	3	3
Préstamos	-2	32	-2	11	17	13	8	7
Acciones y otras participaciones	3	8	4	7	6	1	1	1
Reservas técnicas de seguro	247	121	234	273	217	180	139	103
Particip. neta hogares en reservas seguros de vida y fondos de pensiones	224	119	230	249	197	168	132	103
Reservas para primas y para siniestros	22	1	4	24	21	12	7	-1
= Variaciones del patrimonio financiero neto derivadas de operaciones	13	40	21	-7	-16	-11	23	-1
Cuenta de otras variaciones								
Otras variaciones de los activos financieros (+)								
Acciones y otras participaciones	-9	-515	207	99	33	60	-122	-113
Otros activos netos	-32	53	27	-13	-63	-44	-62	33
Otras variaciones de los pasivos (-)								
Acciones y otras participaciones	-21	-172	12	-10	-8	12	-43	-44
Reservas técnicas de seguro	28	-254	186	107	40	50	-31	41
Particip. neta hogares en reservas seguros de vida y fondos de pensiones	16	-244	183	107	42	55	-30	40
Reservas para primas y para siniestros	12	-10	3	0	-2	-5	-2	0
= Otras variaciones del patrimonio financiero neto	-47	-35	37	-12	-62	-46	-110	-76
Balance financiero								
Activos financieros (+)								
Activos a corto plazo	318	393	340	326	319	319	350	361
Efectivo y depósitos	163	224	195	190	181	181	199	193
Participaciones en fondos del mercado monetario	91	101	93	77	75	75	81	87
Valores distintos de acciones ¹⁾	63	67	51	58	63	63	70	81
Activos a largo plazo	5.470	5.080	5.650	6.015	6.069	6.100	5.993	5.974
Depósitos	594	599	617	611	624	624	624	617
Valores distintos de acciones	2.202	2.265	2.441	2.604	2.617	2.631	2.634	2.581
Préstamos	410	433	437	463	462	467	464	467
Acciones cotizadas	750	491	523	563	576	570	518	530
Acciones no cotizadas y otras participaciones	348	321	301	293	292	290	290	283
Participaciones en fondos de inversión	1.166	971	1.331	1.481	1.497	1.517	1.463	1.496
Otros activos netos (+)	174	237	212	242	252	239	268	274
Pasivos (-)								
Valores distintos de acciones	20	23	31	33	31	33	32	31
Préstamos	244	281	273	293	297	300	308	297
Acciones y otras participaciones	580	416	432	429	445	429	382	386
Reservas técnicas de seguro	5.290	5.156	5.576	5.957	6.013	6.035	6.039	6.100
Particip. neta hogares en reservas seguros de vida y fondos de pensiones	4.481	4.356	4.769	5.126	5.168	5.196	5.203	5.269
Reservas para primas y para siniestros	809	800	807	831	844	839	836	830
= Riqueza financiera neta	-173	-168	-110	-129	-146	-141	-150	-206

Fuente: BCE.

1) Valores hasta dos años emitidos por IFM y valores hasta un año emitidos por otros sectores.



MERCADOS FINANCIEROS

4.1 Valores distintos de acciones por plazo a la emisión, residencia del emisor y moneda

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

	Emisiones totales en euros ¹⁾			Emisiones por residentes en la zona del euro								
	Saldos vivos	Emisiones brutas	Emisiones netas	En euros			En todas las monedas					
				Saldos vivos	Emisiones brutas	Emisiones netas	Saldos vivos	Emisiones brutas	Emisiones netas	Tasas de crecimiento interanual	Desestacionalizadas ²⁾	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Emisiones netas	Tasas crec. de 6 meses	
Total												
2011 Feb	16.464,2	866,8	100,3	14.279,2	813,9	92,1	16.039,9	920,2	98,7	4,1	48,5	4,1
Mar	16.462,3	986,9	-1,6	14.270,1	919,9	-8,9	16.015,7	1.028,0	0,3	3,3	9,8	3,5
Abr	16.483,1	889,7	21,4	14.317,0	850,3	47,5	16.041,6	934,9	50,9	3,2	25,0	3,3
May	16.586,4	922,5	101,6	14.409,5	865,9	90,9	16.190,0	963,7	118,1	3,6	41,7	1,8
Jun	16.619,1	851,8	32,7	14.433,6	799,9	24,0	16.207,5	896,8	24,6	3,8	50,7	3,2
Jul	16.589,3	852,6	-30,3	14.423,9	825,3	-10,4	16.221,0	907,2	-11,1	3,7	14,3	2,4
Ago	16.619,5	806,8	30,4	14.454,9	772,4	31,3	16.228,8	858,3	19,0	3,2	47,7	2,4
Sep	16.652,2	1.002,0	33,0	14.461,3	926,1	6,9	16.274,8	1.026,6	8,7	3,3	61,1	3,0
Oct	16.703,2	1.034,5	51,8	14.539,8	992,9	79,1	16.318,4	1.086,5	69,6	3,3	59,4	3,5
Nov	16.787,2	1.061,8	83,4	14.629,9	1.014,6	89,3	16.441,5	1.125,8	93,8	2,4	5,0	3,0
Dic	16.858,2	1.124,5	71,0	14.698,8	1.082,1	68,9	16.538,7	1.173,3	68,9	4,0	194,6	4,8
2012 Ene	.	.	.	14.794,5	1.117,0	98,7	16.617,7	1.249,2	91,2	4,0	77,2	5,6
Feb	.	.	.	14.930,9	1.042,1	141,5	16.752,6	1.159,7	159,1	4,3	104,6	6,3
A largo plazo												
2011 Feb	15.018,9	284,2	105,7	12.911,6	253,2	95,5	14.468,2	285,1	92,1	5,0	42,8	5,6
Mar	15.029,3	313,5	10,9	12.928,6	277,4	17,4	14.461,2	311,7	14,9	4,2	20,4	5,1
Abr	15.082,7	303,3	53,7	12.992,9	278,4	64,6	14.507,5	308,9	67,8	4,2	48,4	4,8
May	15.158,8	275,8	75,0	13.060,5	243,4	66,5	14.613,2	266,4	80,2	4,5	14,8	3,4
Jun	15.212,0	259,0	52,7	13.111,8	227,7	50,7	14.662,1	256,6	53,7	4,6	44,0	3,8
Jul	15.193,8	203,3	-20,4	13.100,8	192,1	-13,3	14.673,5	213,8	-12,8	4,4	25,9	2,7
Ago	15.188,6	121,6	-5,2	13.099,9	112,0	-1,0	14.653,5	122,0	-9,6	4,0	28,4	2,5
Sep	15.180,2	229,2	-7,7	13.087,7	189,8	-11,4	14.682,1	213,9	-4,1	4,0	42,7	2,8
Oct	15.253,9	278,3	75,6	13.167,2	250,9	81,4	14.728,1	268,0	69,8	4,0	73,9	3,2
Nov	15.325,5	210,8	71,4	13.248,7	191,6	81,0	14.841,3	212,2	87,6	3,2	4,8	3,0
Dic	15.382,7	236,9	56,1	13.318,9	227,7	69,2	14.939,5	245,3	72,6	4,1	142,5	4,4
2012 Ene	.	.	.	13.389,7	301,3	74,1	14.991,6	330,3	62,8	4,0	89,5	5,3
Feb	.	.	.	13.518,1	305,0	132,6	15.113,4	335,7	143,3	4,3	92,5	6,2

G15 Saldo vivo total y emisiones brutas de valores distintos de acciones por residentes en la zona del euro

(mm de euros)

- Emisión bruta total (escala derecha)
- Saldo vivo total (escala izquierda)
- - - Saldo vivo en euros (escala izquierda)



Fuentes: BCE y BPI (en el caso de emisiones realizadas por no residentes en la zona del euro).

1) Emisión total de valores distintos de acciones denominados en euros realizada por residentes y no residentes en la zona del euro.

2) Para más información sobre el cálculo de las tasas de crecimiento, véanse las Notas Técnicas. Las tasas de crecimiento de seis meses se han anualizado.

4.2 Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro por sector emisor y tipo de instrumento

(mm de euros, operaciones realizadas en el mes y saldos vivos a fin de período; valores nominales)

1. Saldos vivos y emisiones brutas

	Saldos vivos						Emisiones brutas ¹⁾					
	Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	Total											
2010	15.872	5.246	3.291	850	5.932	554	1.007	625	80	69	205	29
2011	16.539	5.530	3.301	868	6.216	624	999	609	98	62	191	39
2011 I	16.016	5.347	3.257	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	16.275	5.425	3.229	854	6.160	607	931	580	78	60	180	33
IV	16.539	5.530	3.301	868	6.216	624	1.129	714	136	70	172	36
2011 Nov	16.441	5.457	3.265	870	6.229	621	1.126	730	107	63	181	45
Dic	16.539	5.530	3.301	868	6.216	624	1.173	784	156	60	139	34
2012 Ene	16.618	5.541	3.295	878	6.271	633	1.249	767	118	65	249	51
Feb	16.753	5.606	3.296	883	6.314	654	1.160	742	81	65	218	54
	A corto plazo											
2010	1.540	572	122	67	724	54	759	534	34	57	115	19
2011	1.599	702	110	77	634	77	747	511	47	53	107	29
2011 I	1.554	618	114	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	1.599	702	110	77	634	77	887	629	75	60	94	28
2011 Nov	1.600	652	105	84	686	74	914	665	68	54	95	31
Dic	1.599	702	110	77	634	77	928	679	89	52	78	29
2012 Ene	1.626	709	109	80	649	79	919	626	67	53	139	34
Feb	1.639	716	114	82	644	83	824	572	51	53	122	27
	A largo plazo ²⁾											
2010	14.332	4.674	3.168	783	5.207	499	248	91	46	12	90	9
2011	14.939	4.827	3.191	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	14.939	4.827	3.191	791	5.583	547	242	85	61	10	78	8
2011 Nov	14.841	4.805	3.160	786	5.544	547	212	65	39	9	85	13
Dic	14.939	4.827	3.191	791	5.583	547	245	106	67	8	61	4
2012 Ene	14.992	4.832	3.186	797	5.622	554	330	141	51	12	110	17
Feb	15.113	4.889	3.182	801	5.670	571	336	171	30	12	96	27
	del cual: a tipo fijo											
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 Nov	9.970	2.765	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	10.088	2.799	1.157	703	5.021	409	218	95	16	11	86	9
Feb	10.208	2.845	1.163	707	5.076	417	240	106	18	11	88	16
	del cual: a tipo variable											
2010	4.384	1.761	1.964	106	432	121	78	34	29	1	10	4
2011	4.409	1.781	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	1.838	89	477	129	84	42	23	1	13	4
III	4.289	1.767	1.808	88	491	133	56	26	21	0	5	3
IV	4.409	1.781	1.886	91	513	139	106	36	51	1	15	3
2011 Nov	4.358	1.762	1.860	90	507	138	81	28	28	1	19	5
Dic	4.409	1.781	1.886	91	513	139	116	53	55	1	7	1
2012 Ene	4.394	1.766	1.874	91	519	143	92	37	30	1	16	8
Feb	4.398	1.775	1.861	91	520	151	81	56	11	0	5	10

Fuente: BCE.

- Los datos mensuales sobre emisiones brutas se refieren a las operaciones realizadas en el mes. A efectos de comparación, los datos trimestrales y anuales se refieren a las respectivas medias mensuales.
- La diferencia residual entre el total de valores distintos de acciones a largo plazo y los valores distintos de acciones a largo plazo emitidos a tipo de interés fijo y a tipo de interés variable se debe a los bonos cupón cero y a los efectos de revalorización.

4.2 Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro por sector emisor y tipo de instrumento

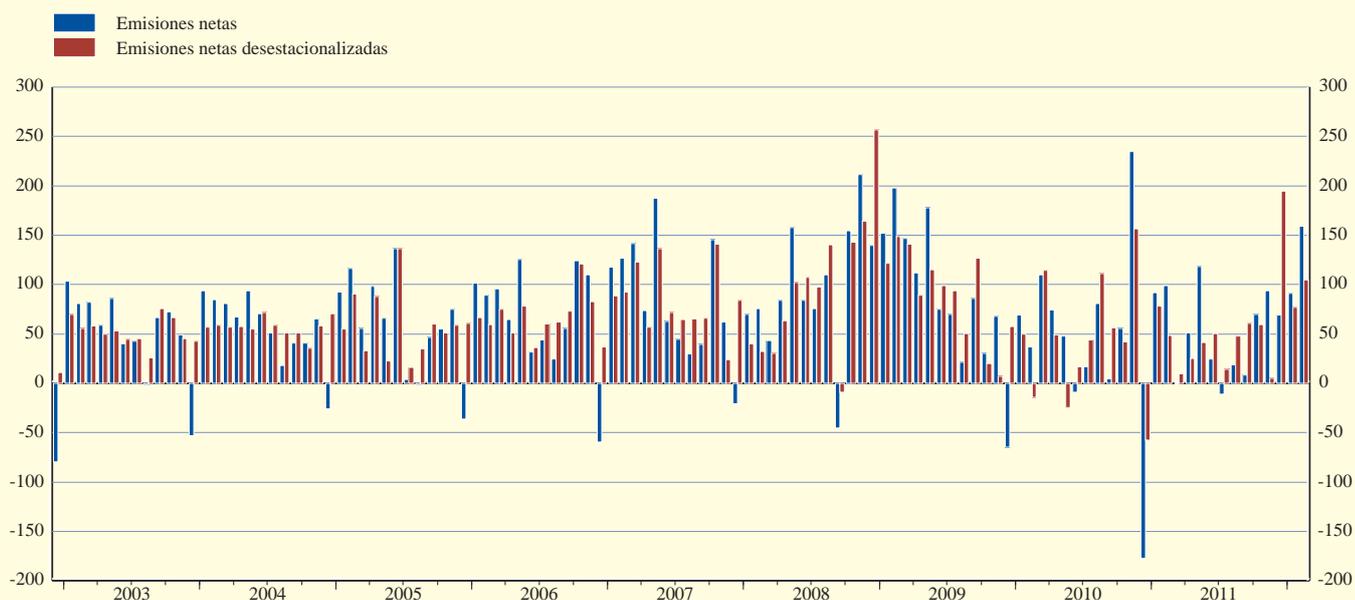
(mm de euros, salvo indicación en contrario; operaciones realizadas en el período; valores nominales)

2. Emisiones netas

	Sin desestacionalizar ¹⁾						Desestacionalizadas ¹⁾					
	Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Total												
2010	45,4	-1,2	4,7	5,0	31,6	5,3	45,3	-1,4	4,8	5,0	31,8	5,1
2011	52,8	22,7	-2,5	3,7	23,4	5,6	53,0	23,0	-2,3	3,8	23,1	5,3
2011 I	63,7	43,0	-20,3	4,3	32,5	4,3	45,5	24,0	-3,9	2,8	16,7	5,9
II	64,5	5,0	-1,7	2,7	47,5	11,0	39,1	0,6	-6,9	-0,2	34,2	11,5
III	5,5	12,8	-10,1	4,5	-3,8	2,0	41,0	20,4	5,2	6,2	5,6	3,7
IV	77,4	29,8	22,0	3,2	17,6	4,9	86,3	47,2	-3,6	6,4	36,1	0,3
2011 Nov	93,8	29,0	1,9	6,5	45,1	11,1	5,0	21,5	-41,1	5,8	8,1	10,7
Dic	68,9	58,3	30,9	-5,9	-15,6	1,3	194,6	110,0	18,2	5,3	65,2	-4,2
2012 Ene	91,2	16,4	-0,9	10,8	55,5	9,4	77,2	-7,6	18,7	7,1	39,3	19,7
Feb	159,1	74,4	10,5	7,4	44,9	22,0	104,6	41,1	19,4	5,2	16,2	22,6
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	48,3	12,0	-1,3	2,7	31,0	3,9	48,8	12,1	-1,1	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	-8,8	3,1	-6,5	0,9	-6,9	0,6	32,3	10,9	7,3	2,2	9,1	2,7
IV	76,7	0,8	23,1	5,4	43,8	3,6	73,8	15,0	-0,4	7,0	48,9	3,2
2011 Nov	87,6	3,2	5,8	6,8	63,4	8,4	4,8	7,6	-38,4	6,3	21,0	8,4
Dic	72,6	9,5	26,2	1,1	36,6	-0,8	142,5	40,8	16,8	5,4	80,5	-0,9
2012 Ene	62,8	8,8	-0,6	7,4	40,7	6,6	89,5	5,4	20,6	9,0	46,0	8,4
Feb	143,3	64,7	5,6	5,8	49,6	17,7	92,5	39,6	9,3	4,6	20,2	18,9

G16 Emisiones netas de valores distintos de acciones: desestacionalizadas y sin desestacionalizar

(mm de euros, operaciones realizadas en el mes, valores nominales)



Fuente: BCE.

1) Los datos mensuales sobre emisiones netas se refieren a las operaciones realizadas en el mes. A efectos de comparación, los datos trimestrales y anuales se refieren a las respectivas medias mensuales.

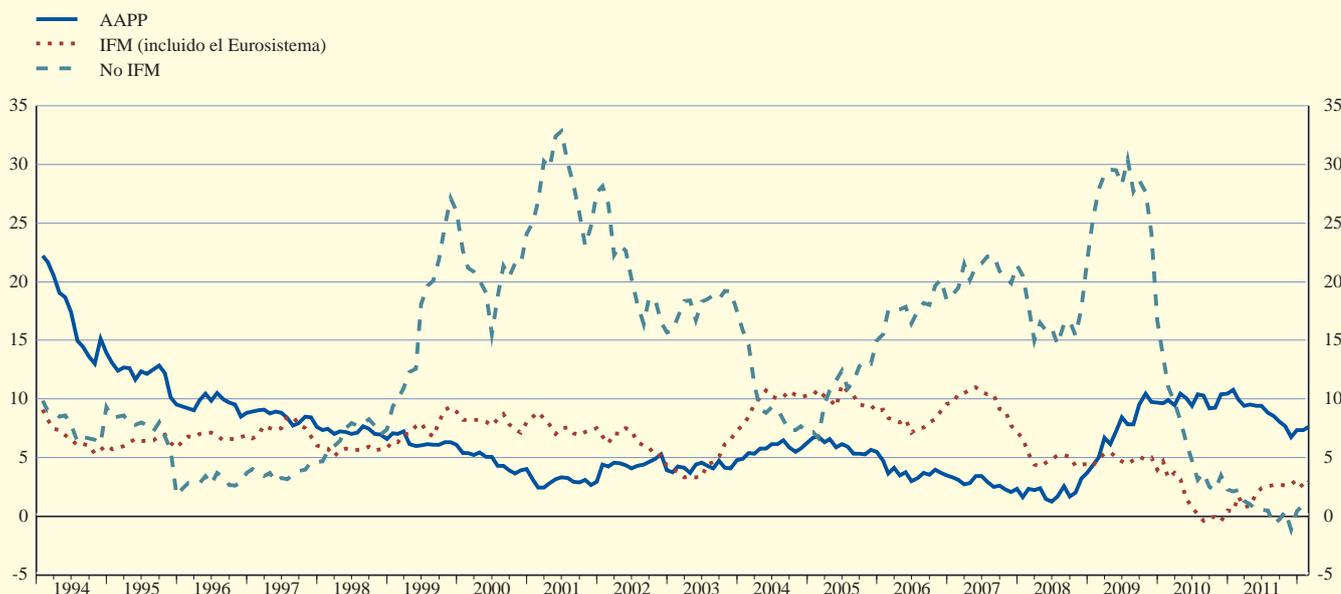
4.3 Tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro ¹⁾

(tasas de variación)

	Tasas de crecimiento interanual (sin desestacionalizar)						Tasas de crecimiento de seis meses desestacionalizadas					
	Total	IFM (incluido el Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido el Euro- sistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	Total											
2011 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	3,3	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	-0,8	2,5	5,3	12,3
May	3,6	1,7	0,3	4,3	6,1	17,4	1,8	3,0	-4,1	3,7	2,7	15,8
Jun	3,8	1,8	0,5	4,2	6,5	16,1	3,2	2,8	-2,0	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	3,2	1,9	-1,2	5,2	5,6	15,3	2,4	1,3	-3,9	4,4	4,9	22,0
Sep	3,3	2,3	-0,6	4,8	5,1	14,2	3,0	2,4	-0,3	4,4	4,0	16,8
Oct	3,3	2,9	-0,2	4,7	4,7	12,8	3,5	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	3,4	-0,7	6,5	3,4	11,0
Dic	4,0	5,2	-0,9	5,4	4,7	12,1	4,8	7,7	0,3	9,3	4,1	4,0
2012 Ene	4,0	4,3	-0,6	6,2	4,8	15,4	5,6	7,6	1,6	9,6	4,5	14,9
Feb	4,3	4,5	0,0	6,6	4,8	19,9	6,3	7,8	3,9	8,7	4,7	17,8
	A largo plazo											
2011 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	2,6	-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	3,2	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	1,3	7,4	6,5	6,9
2012 Ene	4,0	2,4	-0,1	5,7	7,0	11,1	5,3	3,5	2,7	9,4	7,3	10,1
Feb	4,3	2,9	0,0	6,0	7,0	13,5	6,2	4,7	4,1	9,3	7,3	15,2

G17 Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a largo plazo por sector emisor en todas las monedas

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

1) Para más información sobre el cálculo de las tasas de crecimiento, véanse las Notas Técnicas. Las tasas de crecimiento de seis meses se han anualizado.

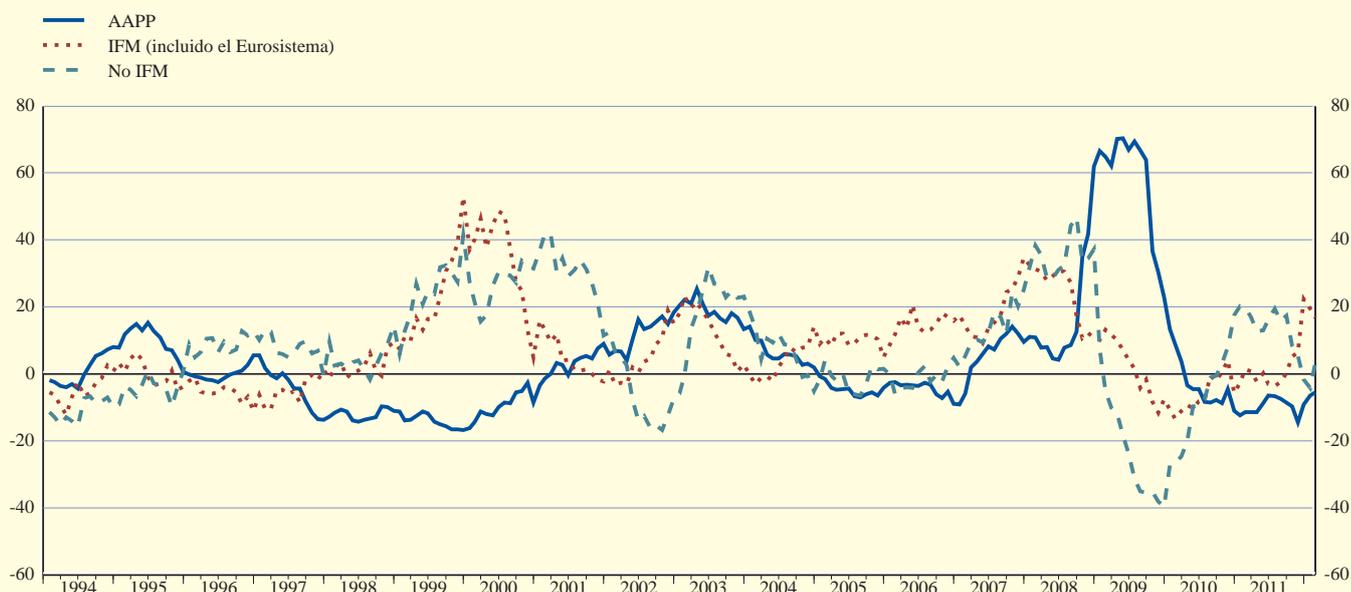
4.3 Tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro ¹⁾ (cont.)

(tasas de variación)

	Tipo fijo a largo plazo						Tipo variable a largo plazo					
	Total	IFM (incluido el Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido el Euro-sistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	
En todas las monedas												
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	5,7	2,7	4,5	6,1	8,1	-1,0	-0,5	-6,9	-2,5	21,0	13,9
2011 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	3,6	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	-1,8	0,0	-7,9	-2,3	14,6	15,1
Dic	5,5	5,7	1,1	5,0	6,3	8,0	0,4	0,3	-4,4	-1,0	18,7	14,3
2012 Ene	5,7	5,2	2,1	6,4	6,4	8,7	-0,1	-0,5	-4,5	-0,9	15,6	19,3
Feb	6,1	5,6	3,1	6,5	6,7	10,1	0,2	0,4	-4,9	-0,8	15,3	24,4
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	-0,2	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	-2,8	-1,7	19,1	21,0
II	6,6	3,8	4,0	6,5	8,5	7,3	0,3	-0,6	-4,8	-2,6	23,5	18,1
III	6,7	5,5	4,5	5,9	7,6	8,6	-1,2	-0,2	-8,4	-3,5	25,6	11,1
IV	5,7	5,5	2,6	4,7	6,4	8,5	-0,6	0,9	-7,6	-3,5	20,8	12,3
2011 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	-6,9	-3,9	25,6	11,0
Nov	5,5	5,2	1,8	4,7	6,1	9,0	-1,3	1,5	-8,4	-3,4	14,3	13,7
Dic	5,7	5,7	0,8	5,0	6,5	8,6	0,6	1,8	-5,3	-2,1	18,4	13,1
2012 Ene	6,0	5,5	2,6	6,1	6,6	10,0	0,7	1,5	-4,7	-2,2	15,3	18,2
Feb	6,4	6,0	3,6	6,1	6,8	10,7	1,0	2,5	-5,1	-2,1	15,1	22,6

G18 Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a corto plazo por sector emisor en todas las monedas

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

1) Las tasas de variación interanual de los datos mensuales se refieren al final del mes, mientras que las de los datos trimestrales y anuales se refieren a la variación interanual de la media del período. Para más información, véanse las Notas Técnicas.

4.4 Acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro ¹⁾

(mm de euros, salvo indicación en contrario; valores de mercado)

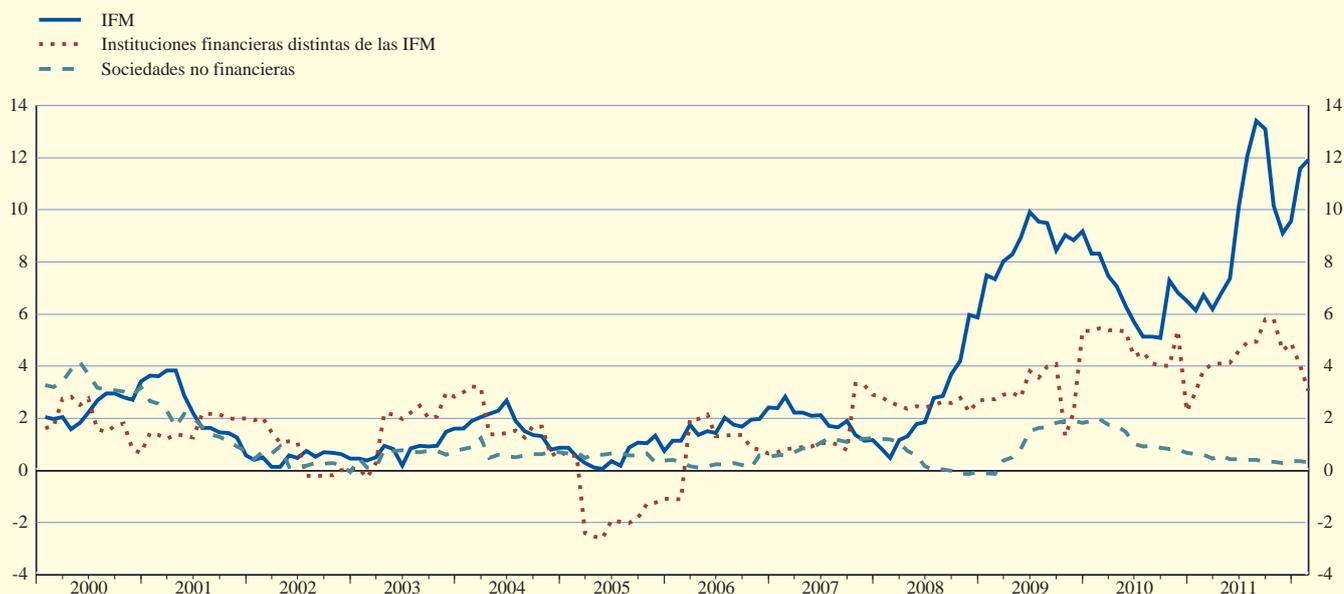
1. Saldos vivos y tasas de crecimiento interanual

(saldos vivos a fin de período)

	Total			IFM		Instituciones financieras distintas de las IFM		Sociedades no financieras	
	Total	Índice: Dic 2008 = 100	Tasas de crecimiento inter-anual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2010 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	104,5	1,4	514,3	6,1	365,8	3,0	3.879,7	0,6
Feb	4.845,8	104,7	1,5	535,0	6,7	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	1,4	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	4.121,3	106,3	1,7	376,5	11,6	298,0	4,0	3.446,8	0,4
Feb	4.290,7	106,4	1,6	399,0	11,9	311,3	3,1	3.580,3	0,3

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

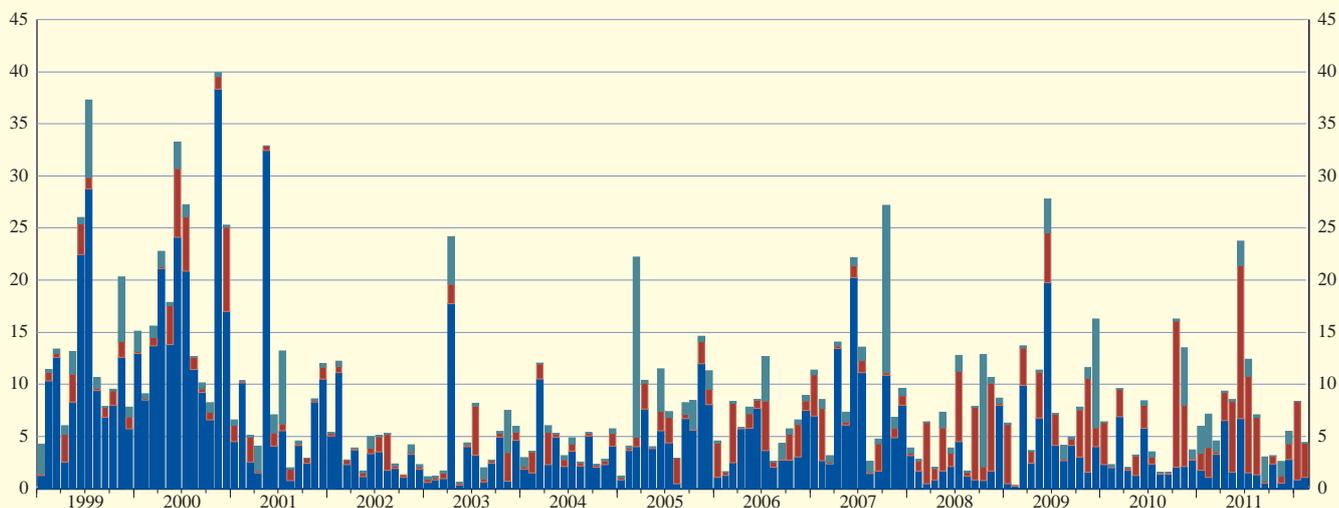
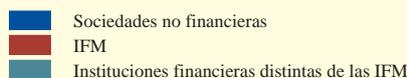
(mm de euros; valores de mercado)

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 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	6,0	1,3	4,7	1,6	0,0	1,6	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
Feb	4,4	2,3	2,1	3,3	0,0	3,3	0,0	0,2	-0,2	1,0	2,0	-1,0

G20 Emisiones brutas de acciones cotizadas por sector emisor

(mm de euros; operaciones realizadas en el mes; valores de mercado)



Fuente: BCE.

4.5 Tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos y a los préstamos denominados en euros a sectores residentes en la zona del euro ¹⁾

(porcentaje; saldos vivos a fin de período; las nuevas operaciones se refieren a la media del período, salvo indicación en contrario)

1. Tipos de interés aplicados a los depósitos (nuevas operaciones)

	Depósitos de los hogares						Depósitos de las sociedades no financieras				Cesiones temporales
	A la vista	A plazo			Disponibles con preaviso ²⁾		A la vista	A plazo			
		Hasta 1 año	A más de 1 año y hasta 2 años	A más de 2 años	Hasta 3 meses	A más de 3 meses		Hasta 1 año	A más de 1 año y hasta 2 años	A más de 2 años	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
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 ³⁾	Crédito al consumo				TAE ⁴⁾	Préstamos para adquisición de vivienda				TAE ⁴⁾	Crédito a empresarios individuales y sociedades sin personalidad jurídica		
			Por fijación inicial del tipo			Sin fijación del tipo y hasta 1 año		Por fijación inicial del tipo			Sin fijación del tipo y hasta 1 año		Por fijación del tipo inicial		
			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			A más de 1 y hasta 5 años	A más de 5 años	
			1	2				3	4	5			6	7	8	9	10	11	12	13	14
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
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
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.

- Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.
- En esta categoría de instrumentos, los hogares y las sociedades no financieras se fusionan y se registran en el sector hogares, ya que los saldos vivos de las sociedades no financieras son insignificantes, comparados con los del sector hogares en el conjunto de los Estados miembros.
- Esta categoría de instrumentos excluye los saldos de tarjetas de crédito de pago único contado, es decir, el crédito concedido al tipo de interés del 0% durante el ciclo de facturación.
- La tasa anual equivalente (TAE) es igual al coste total de un préstamo. El coste total comprende no solo un componente de tipos de interés, sino también un componente por costes relacionados, como costes de información, de administración, de preparación de documentos y de avales.

4.5 Tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos y a los préstamos denominados en euros a sectores residentes en la zona del euro ^{1),*}

(porcentaje; saldos vivos a fin de período; las nuevas operaciones se refieren a la media del período, salvo indicación en contrario)

4. Tipos de interés aplicados a los depósitos (saldos vivos)

	Depósitos de los hogares					Depósitos de las sociedades no financieras			Cesiones temporales
	A la vista ²⁾	A plazo		Disponibles con preaviso ³⁾		A la vista ²⁾	A plazo		
		Hasta 2 años	A más de 2 años	Hasta 3 meses	A más de 3 meses		Hasta 2 años	A más de 2 años	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
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

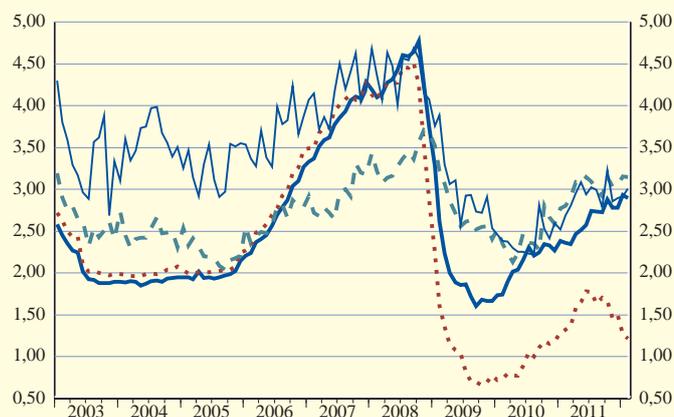
5. Tipos de interés aplicados a los préstamos (saldos vivos)

	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)

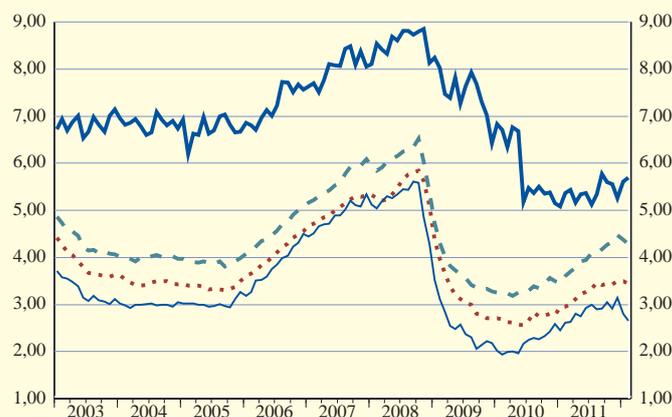
- De los hogares, hasta 1 año
- De las sociedades no financieras, hasta 1 año
- - - De los hogares, a más de 2 años
- De las sociedades no financieras, más de 2 años



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.

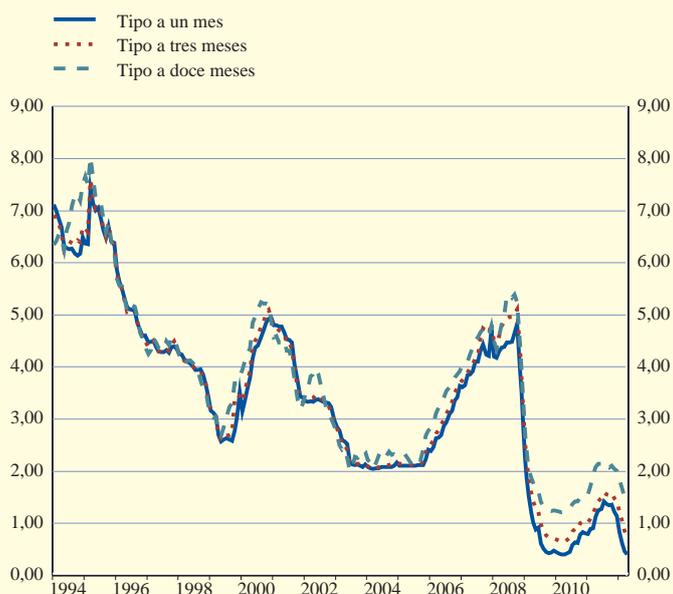
4.6 Tipos de interés del mercado monetario

(porcentaje; medias del período)

	Zona del euro ^{1),2)}					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 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
Abr	0,35	0,41	0,74	1,04	1,37	0,47	0,20

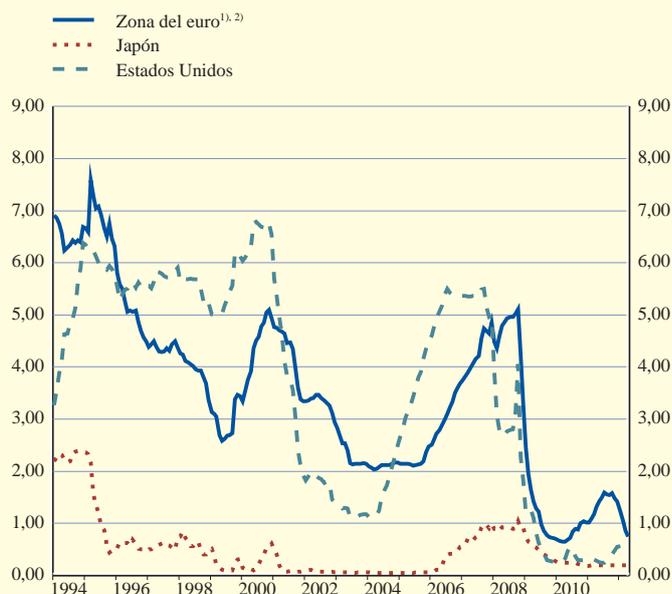
G23 Tipos de interés del mercado monetario de la zona del euro^{1),2)}

(medias mensuales; porcentaje)



G24 Tipos a tres meses del mercado monetario

(medias mensuales; porcentaje)



Fuente: BCE.

1) Para fechas anteriores a enero de 1999, los tipos de interés sintéticos de la zona del euro se han calculado ponderando los tipos de interés nacionales por el PIB. Para más información, véanse las Notas Generales.

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

4.7 Curvas de rendimientos de la zona del euro ¹⁾

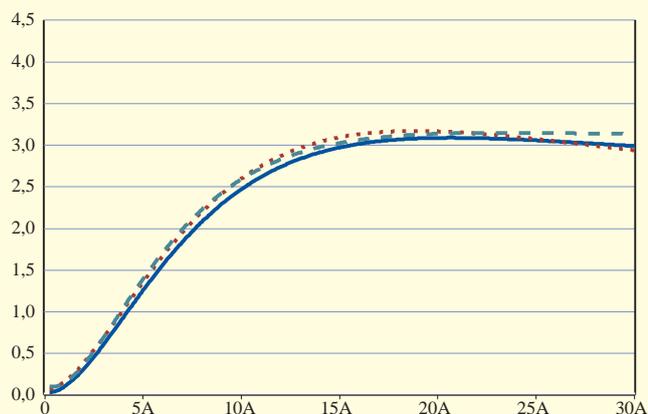
(deuda de las Administraciones centrales con calificación AAA de la zona del euro; fin de período; tipos de interés en porcentaje; diferenciales en puntos porcentuales)

	Tipos al contado								Tipos forward instantáneos			
	Tres meses	Un año	Dos años	Cinco años	Siete años	Diez años	Diez años-tres meses (diferencial)	Diez años-dos años (diferencial)	Un año	Dos años	Cinco años	Diez años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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 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
2012 Abr	0,03	0,10	0,32	1,26	1,84	2,47	2,44	2,15	0,26	0,85	2,84	4,10

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

(porcentaje; fin de período)

— Abril 2012
- - - Marzo 2012
- - - Febrero 2012



G26 Tipos al contado y diferenciales de la zona del euro ²⁾

(datos diarios; tipos de interés en porcentaje; diferenciales en puntos porcentuales)

— Tipo a un año (escala izquierda)
- - - Tipo a diez años (escala izquierda)
- - - Diferencial entre los tipos a diez años y a tres meses
— Diferencial entre los tipos a diez años y a dos años



Fuentes: Cálculos del BCE, basados en datos proporcionados por EuroMTS y calificaciones crediticias de Fitch Ratings.

- 1) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.
- 2) Los datos incluyen la deuda de las administraciones centrales con calificación AAA.

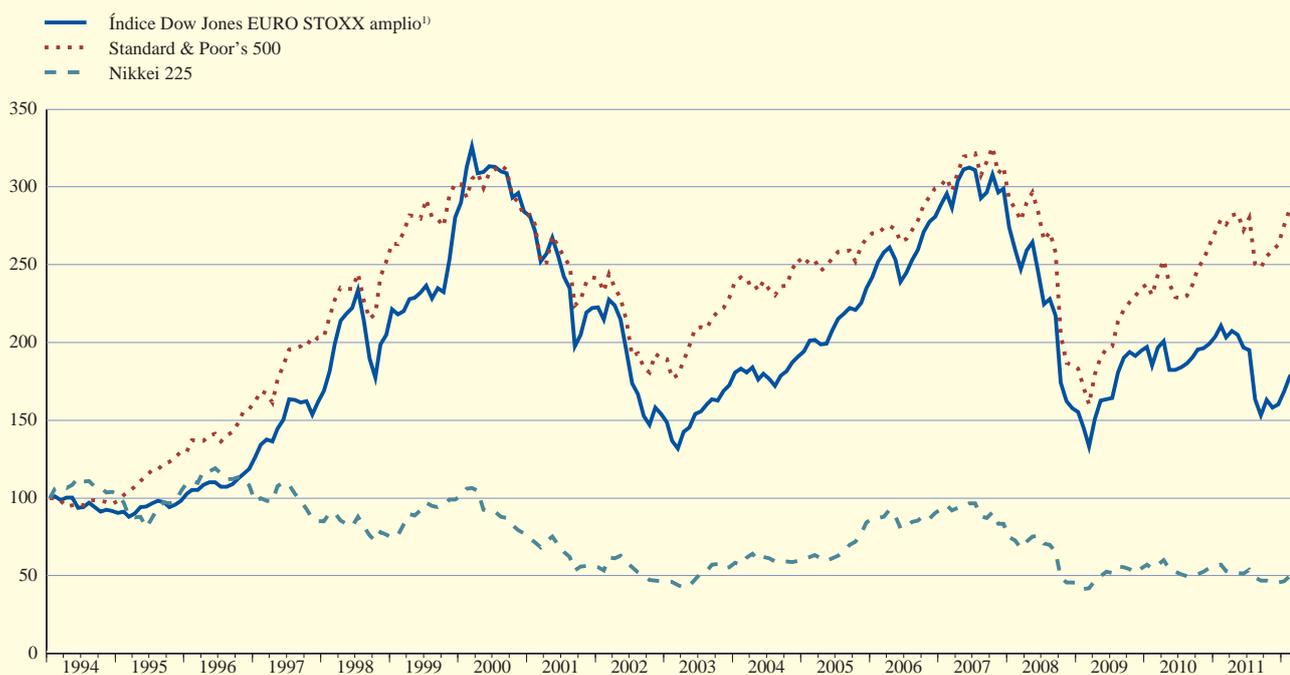
4.8 Índices bursátiles

(niveles de los índices en puntos; medias del período)

	Índices Dow Jones EURO STOXX ¹⁾												Estados Unidos	Japón
	Referencia		Principales índices sectoriales											
	Índice amplio	50	Materias primas	Servicios de consumo	Bienes de consumo	Petróleo y gas	Financiero	Industrial	Tecnología	Agua, gas y electricidad	Telecomunicaciones	Sanidad	Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
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 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
Abr	235,0	2.340,8	497,6	145,9	380,9	301,1	116,8	327,8	221,2	237,7	275,2	488,5	1.386,4	9.627,4

G27 Índice Dow Jones EURO STOXX amplio, Standard & Poor's 500 y Nikkei 225

(enero 1994 = 100; medias mensuales)



Fuente: BCE.

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



PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Índice armonizado de precios de consumo ¹⁾

	Total					Total (d.; tasa de variación respecto al período anterior)						Pro memoria: Precios administrados ²⁾	
	Índice: 2005 = 100	Total		Bienes	Servicios	Total	Alimentos elaborados	Alimentos no elaborados	Bienes industriales no energéticos	Energía (s.d.)	Servicios	IAPC total excluidos precios administrados	Precios administrados
		Total, excl. alimentos no elaborados y energía											
% del total en 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
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
2012 I	114,3	2,7	1,9	3,3	1,8	0,8	0,7	0,6	0,2	4,1	0,5	2,6	3,4
2011 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	115,5	2,7	1,9	3,3	1,8	0,3	0,3	0,2	0,2	1,6	0,1	2,6	3,3
Abr ³⁾	.	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						
% 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
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
2012 I	3,2	4,0	2,0	3,3	1,1	9,1	1,7	1,5	2,9	-2,7	2,1	2,4
2011 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	1,0	9,5	1,7	1,5	2,8	-3,0	2,2	2,4
Mar	3,3	3,9	2,2	3,4	1,4	8,5	1,7	1,4	3,1	-2,8	2,0	2,2

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

- Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.
- Estas estadísticas experimentales únicamente proporcionan una medida aproximada de los precios administrados, ya que las variaciones de estos precios no se pueden aislar completamente de otras influencias. La nota que explica la metodología utilizada en la elaboración de este indicador puede consultarse en la dirección de Eurostat <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/hicp/introduction>.
- Estimación basada en datos nacionales provisionales, que abarcan habitualmente en torno al 95% de la zona del euro, así como en información adelantada sobre los precios de la energía.

5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

2. Precios industriales, de la construcción y de los inmuebles residenciales

	Precios industriales, excluida construcción										Construcción ¹⁾	Precios de los inmuebles residenciales ²⁾
	Total (índice: 2005 = 100)	Total	Industria, excluidas construcción y energía							Energía		
			Industria manufac- turera	Total	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo					
							Total	Duradero	No duradero			
% del total en 2005	100,0	100,0	82,8	75,6	30,0	22,0	23,7	2,7	21,0	24,4		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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	1,4	3,1	2,3	3,3	9,4	-	-
2012 Ene	120,1	3,8	3,2	1,9	1,6	1,2	3,0	2,3	3,1	9,2	-	-
Feb	120,8	3,6	3,0	1,6	1,0	1,1	2,8	2,4	2,9	9,3	-	-

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

	Precios del petróleo ³⁾ (euros por barril)	Precios de las materias primas no energéticas						Total (d.; índice: 2005 = 100)	Total	Deflatores del PIB				Expor- taciones ⁶⁾	Impor- taciones ⁶⁾	
		Ponderados ⁴⁾ por las importaciones			Ponderados ⁵⁾ por el destino					Demanda interna						
		Total	Alimen- ticias	No alimen- ticias	Total	Alimen- ticias	No alimen- ticias			Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo			
																Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo
% del total		100,0	35,0	65,0	100,0	45,0	55,0									
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
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	-5,8	-7,8	-4,9	-4,9	-4,0	-5,6	-	-	-	-	-	-	-	-	
2011 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	-8,6	-3,8	-4,0	-3,3	-4,6	-	-	-	-	-	-	-	-	
Abr	91,4	-3,9	-5,6	-3,1	-2,5	0,1	-4,5	-	-	-	-	-	-	-	-	

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 ¹⁾												
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 ²⁾												
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 ²⁾												
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 ³⁾

	Total (d.; índice: 2008 = 100)	Total	Por componentes		Por algunas ramas de actividad			Pro memoria: Indicador de salarios negociados ⁴⁾
			Sueldos y salarios	Cotizaciones sociales a cargo de la empresa	Ind. extractivas, ind. manufacturera y energía	Construcción	Servicios	
	1	2	3	4	5	6	7	8
% del total en 2008	100,0	100,0	75,2	24,8	32,4	9,0	58,6	
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 ¹⁾			
		Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo	Variación de existencias ²⁾	Total	Exportaciones ¹⁾	Importaciones ¹⁾
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
<i>Precios corrientes (mm de euros)</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- nicaciones	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
Precios corrientes (mm de euros)												
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	-
Volúmenes encadenados (precios del año anterior)												
<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	Industria manufacturera	Industria, excluidas construcción y energía						Energía		
				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	4,1	97,1	7,3	7,7	7,7	10,0	9,2	3,0	2,7	3,1	3,8	-8,0
2011	2,5	100,5	3,5	4,7	4,7	4,3	8,9	0,5	0,5	0,6	-4,8	-0,9
2011 I	4,5	100,6	6,5	8,1	8,1	9,1	13,2	0,9	2,5	0,7	-2,3	-2,4
II	2,2	100,7	4,1	5,3	5,3	4,4	9,4	1,7	1,2	1,7	-5,3	-4,8
III	3,5	101,5	3,9	4,7	4,8	3,8	9,7	0,6	1,8	0,4	-3,2	1,9
IV	0,0	99,4	-0,2	1,1	1,1	0,0	4,0	-0,9	-3,3	-0,6	-8,2	2,1
2011 Sep	1,9	100,1	2,1	2,7	2,8	2,1	5,9	0,1	-1,0	0,2	-3,3	1,0
Oct	0,3	100,0	0,9	1,8	1,7	0,2	4,9	0,0	-3,2	0,6	-5,0	-1,8
Nov	0,3	99,6	0,0	0,9	1,0	-0,3	4,7	-2,0	-3,4	-1,8	-6,4	1,4
Dic	0,1	98,7	-1,6	0,4	0,5	0,1	2,3	-0,8	-3,3	-0,6	-12,4	10,1
2012 Ene	-1,8	98,6	-1,7	-0,7	-0,7	-1,6	1,7	-2,4	-3,0	-2,3	-7,0	-2,6
Feb	-3,1	99,0	-1,9	-2,6	-2,6	-4,3	0,9	-5,2	-6,1	-4,9	3,0	-12,6
<i>tasa de variación intermensual (d.)</i>												
2011 Sep	-2,2	-	-2,5	-2,5	-2,8	-2,0	-3,6	-1,7	-3,9	-1,3	-1,9	-1,7
Oct	-0,2	-	0,0	0,0	0,2	-0,7	0,8	0,4	-1,2	0,4	-0,9	-1,0
Nov	0,1	-	-0,4	-0,5	-0,3	0,0	0,0	-1,5	0,0	-1,6	0,0	1,9
Dic	-0,9	-	-0,9	-0,6	-0,5	-1,0	-1,0	0,1	0,0	0,0	-2,3	-2,1
2012 Ene	0,0	-	0,0	-0,1	-0,3	0,7	-0,4	-0,8	0,5	-0,8	0,7	-0,5
Feb	-0,6	-	0,4	-0,7	-0,7	-1,3	0,7	-1,6	-2,1	-1,5	6,9	-7,0

4. Nuevos pedidos y cifra de negocios en la industria, ventas al por menor y matriculaciones de automóviles

	Nuevos pedidos		Cifra de negocios		Ventas al por menor, incluido combustible para vehículos de motor								Matriculaciones de automóviles	
	Industria manufacturera ¹⁾ (precios corrientes)		Industria manufacturera (precios corrientes)		Precios corrientes	Precios constantes						Total (d.; miles) ²⁾		
	Total (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	Total	Total	
									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	111,6	8,6	114,7	8,9	1,6	100,9	-0,6	-1,0	0,1	-1,3	0,0	-3,6	838	-1,1
2011 II	114,3	11,7	114,6	9,6	1,7	100,8	-0,5	-0,5	0,0	1,8	-1,2	-3,8	826	-1,8
III	110,8	5,4	115,7	8,8	1,8	101,2	-0,5	-0,8	0,1	-2,2	-0,1	-4,6	824	2,9
IV	108,6	-0,6	114,5	4,0	1,0	100,1	-1,3	-1,7	-0,8	-4,1	-0,3	-4,3	835	-1,7
2012 I	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	769	-11,4
2011 Oct	108,3	0,9	113,9	4,7	1,8	100,7	-0,7	-0,4	-0,9	-4,3	-0,4	-4,8	822	-0,6
Nov	106,9	-2,3	114,7	3,9	1,1	100,4	-1,4	-1,5	-1,0	-4,1	-1,3	-4,5	827	-3,3
Dic	110,7	-0,3	114,7	3,4	0,2	99,2	-1,7	-2,9	-0,7	-3,8	0,6	-3,7	856	-1,1
2012 Ene	107,5	-4,3	114,7	1,2	1,0	100,3	-1,1	-1,7	-0,5	0,1	-2,5	-3,4	752	-13,3
Feb	106,7	-5,7	115,2	0,3	0,1	100,3	-2,0	-0,8	-1,6	.	.	.	759	-14,8
Mar	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	796	-7,2
<i>tasa de variación intermensual (d.)</i>														
2011 Nov	-	-1,3	-	0,7	-0,1	-	-0,3	-0,7	-0,1	0,9	-0,9	-0,3	-	0,6
Dic	-	3,5	-	0,0	-1,0	-	-1,2	-1,4	-0,9	-0,1	1,2	-1,2	-	3,5
2012 Ene	-	-2,8	-	0,0	1,1	-	1,1	0,9	1,0	1,1	-1,3	1,7	-	-12,2
Feb	-	-0,8	-	0,4	0,1	-	0,0	0,8	0,1	.	.	.	-	1,0
Mar	-	.	-	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	4,9

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 ¹⁾, salvo indicación en contrario; datos desestacionalizados)

5. Encuestas de opinión de la Comisión Europea

	Indicador de clima económico ²⁾ (media a largo plazo = 100)	Industria manufacturera					Indicador de confianza de los consumidores					
		Indicador de confianza industrial				Utilización de la capacidad productiva (%) ³⁾	Total ⁴⁾	Situación financiera en los próximos 12 meses	Situación económica en los próximos 12 meses	Paro en los próximos 12 meses	Ahorro en los próximos 12 meses	
		Total ⁴⁾	Cartera de pedidos	Existencias de productos terminados	Expectativas de producción							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
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	80,3	-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	79,7	-20,6	-9,7	-28,4	33,8	-10,8	
2012 I	94,1	-6,6	-15,8	6,1	2,1	79,7	-20,0	-10,1	-24,2	34,7	-11,2	
2011 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	79,8	-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	94,5	-7,1	-16,8	6,0	1,5	-	-19,1	-9,4	-21,0	34,7	-11,3	
Abr	92,8	-9,0	-19,4	6,1	-1,5	79,6	-19,9	-10,5	-24,0	33,5	-11,7	

	Indicador de confianza de la construcción			Indicador de confianza del comercio al por menor				Indicador de confianza de los servicios			
	Total ⁴⁾	Cartera de pedidos	Expectativas de empleo	Total ⁴⁾	Evolución actual de los negocios	Nivel de existencias	Evolución futura de los negocios	Total ⁴⁾	Clima empresarial	Demanda en los últimos meses	Demanda en los próximos meses
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
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	-26,5	-31,7	-21,2	-13,8	-14,7	16,2	-10,6	-0,6	-6,6	-0,4	5,1
2011 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	-26,7	-30,6	-22,8	-12,0	-11,6	15,5	-8,9	-0,3	-5,5	-0,6	5,2
Abr	-27,4	-30,7	-24,1	-11,4	-12,2	12,9	-9,0	-2,4	-8,2	-2,2	3,1

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 ¹⁾

(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
Personas ocupadas													
<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
Horas trabajadas													
<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
Horas trabajadas por persona ocupada													
<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

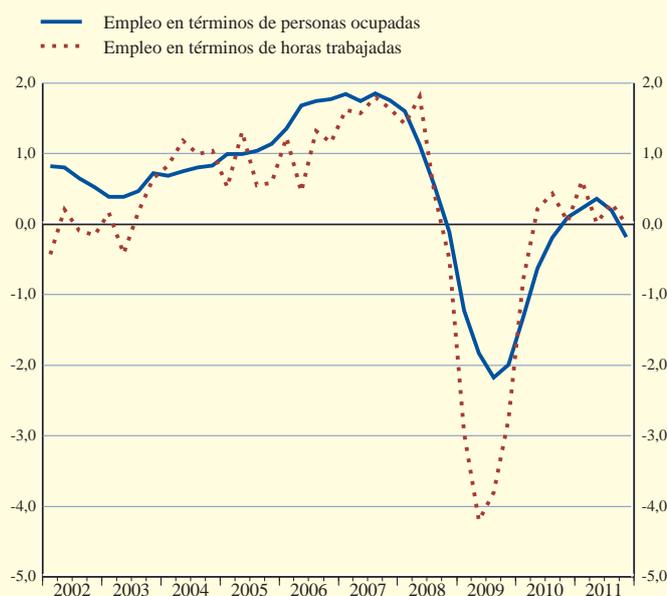
(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

2. Desempleo y vacantes ¹⁾

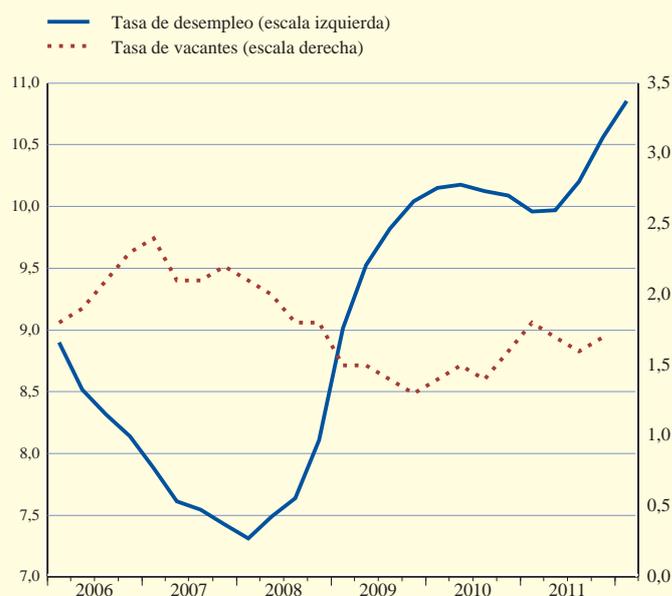
	Desempleo										Tasa de vacantes ²⁾
	Total		Por grupos de edad ³⁾				Por sexo ⁴⁾				
	Millones	% población activa	Adultos		Jóvenes		Hombres		Mujeres		
			Millones	% población activa	Millones	% población activa	Millones	% población activa	Millones	% población activa	
% del total en 2010	100,0	79,5		20,5		54,0		46,0		% total puestos de trabajo	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2008	11,950	7,6	9,278	6,6	2,672	16,0	6,037	7,0	5,913	8,5	1,9
2009	15,064	9,6	11,779	8,4	3,285	20,3	8,151	9,4	6,912	9,8	1,4
2010	15,931	10,1	12,660	8,9	3,271	20,9	8,595	10,0	7,336	10,3	1,5
2011	16,051	10,2	12,846	9,0	3,205	20,8	8,547	9,9	7,504	10,5	1,7
2011 I	15,662	10,0	12,483	8,8	3,179	20,6	8,331	9,7	7,331	10,3	1,8
II	15,720	10,0	12,566	8,8	3,155	20,5	8,374	9,7	7,347	10,3	1,7
III	16,108	10,2	12,912	9,1	3,197	20,8	8,541	9,9	7,568	10,6	1,6
IV	16,713	10,6	13,424	9,4	3,290	21,5	8,941	10,3	7,772	10,8	1,7
2012 I	17,206	10,9	13,881	9,7	3,325	21,9	9,214	10,7	7,992	11,1	.
2011 Oct	16,515	10,4	13,262	9,3	3,254	21,3	8,835	10,2	7,681	10,7	-
Nov	16,753	10,6	13,435	9,4	3,318	21,6	8,940	10,3	7,813	10,9	-
Dic	16,872	10,6	13,575	9,5	3,297	21,6	9,049	10,5	7,822	10,9	-
2012 Ene	17,056	10,8	13,746	9,6	3,310	21,7	9,134	10,6	7,922	11,0	-
Feb	17,196	10,8	13,877	9,7	3,319	21,9	9,200	10,6	7,996	11,1	-
Mar	17,365	10,9	14,020	9,8	3,345	22,1	9,307	10,8	8,058	11,2	-

G28 Empleo – personas ocupadas y horas trabajadas

(tasas de variación interanual)



G29 Desempleo y tasas de vacantes ²⁾



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 ¹⁾

(porcentaje del PIB)

1. Zona del euro – Recursos

	Total	Recursos corrientes										Recursos de capital		Pro memoria: carga fiscal ²⁾
		Impuest. directos	Hogares	Empresas	Impuest. indirectos	Recibidos por inst. de la UE	Cotizaciones sociales	Empleadores	Asalariados	Ventas	Impuest. sobre el capital			
												1	2		3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2003	44,9	44,2	11,5	8,8	2,7	13,2	0,4	15,7	8,2	4,6	2,3	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	45,0	12,3	8,7	3,4	13,4	0,3	15,3	8,0	4,5	2,3	0,3	0,3	41,3
2007	45,3	45,1	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	0,2	0,3	40,9
2009	44,9	44,5	11,6	9,2	2,3	12,8	0,3	15,8	8,3	4,5	2,5	0,3	0,4	40,6
2010	44,7	44,5	11,6	9,0	2,5	12,9	0,3	15,6	8,2	4,5	2,6	0,3	0,3	40,4
2011	45,3	45,0	11,8	9,1	2,7	13,0	0,3	15,7	8,2	4,6	2,6	0,3	0,3	40,9

2. Zona del euro – Empleos

	Total	Empleos corrientes							Empleos de capital			Pro memoria: empleos primarios ³⁾		
		Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Intereses	Transf. corrientes	Prestaciones sociales	Subvenciones	Inversión	Transf. de capital	Pagadas por instituciones de la UE			
													1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2003	48,0	44,1	10,6	5,0	3,3	25,2	22,3	1,8	0,5	4,0	2,6	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	51,3	47,0	11,0	5,7	2,9	27,4	24,3	1,8	0,4	4,3	2,8	1,4	0,0	48,4
2010	51,0	46,6	10,8	5,7	2,8	27,3	24,2	1,8	0,4	4,4	2,5	1,9	0,0	48,2
2011	49,4	46,0	10,6	5,5	3,0	26,9	23,9	1,7	0,4	3,4	2,3	1,2	0,0	46,4

3. Zona del euro – Déficit/superávit, déficit/superávit primario y consumo público

	Déficit (-)/superávit (+)					Déficit (-)/superávit (+) primario	Consumo público ⁴⁾							
	Total	Admones. Centrales	Admones. Regionales	Admones. Locales	Admones. Seguridad Social		Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Transf. sociales en especie vía productores de mercado	Consumo de capital fijo	Ventas (menos)	Consumo colectivo	Consumo individual
2003	-3,2	-2,5	-0,5	-0,2	0,0	0,2	20,5	10,6	5,0	5,2	1,9	2,3	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	-2,6	-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	0,0	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	22,3	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	5,7	5,8	2,1	2,6	8,4	13,6
2011	-4,1	-3,2	-0,7	-0,2	0,0	-1,1	21,5	10,6	5,5	5,8	2,1	2,6	8,2	13,3

4. Países de la zona del euro – Déficit (-)/superávit (+)⁵⁾

	BE	DE	EE	IE	GR	ES	FR	IT	CY	LU	MT	NL	AT	PT	SI	SK	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
2008	-1,0	-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	-5,6	-3,2	-2,0	-14,0	-15,6	-11,2	-7,5	-5,4	-6,1	-0,8	-3,8	-5,6	-4,1	-10,2	-6,1	-8,0	-2,5
2010	-3,8	-4,3	0,2	-31,2	-10,3	-9,3	-7,1	-4,6	-5,3	-0,9	-3,7	-5,1	-4,5	-9,8	-6,0	-7,7	-2,5
2011	-3,7	-1,0	1,0	-13,1	-9,1	-8,5	-5,2	-3,9	-6,3	-0,6	-2,7	-4,7	-2,6	-4,2	-6,4	-4,8	-0,5

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 ¹⁾

(porcentaje del PIB)

1. Zona del euro – Por instrumento financiero y sector tenedor

	Total	Instrumentos financieros				Sectores tenedores				Otros acreedores ³⁾
		Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores a corto plazo	Valores a largo plazo	Acreedores residentes ²⁾				
						Total	IFM	Otras sociedades financieras			Resto de sectores
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
2002	68,0	2,7	11,9	4,6	48,8	40,9	19,6	10,8	10,5	27,2
2003	69,2	2,1	12,5	5,1	49,6	40,2	19,8	11,3	9,1	29,1
2004	69,6	2,2	12,1	4,8	50,5	38,7	18,9	11,1	8,7	30,9
2005	70,5	2,4	12,2	4,5	51,3	37,0	18,1	11,2	7,7	33,5
2006	68,6	2,5	11,9	4,0	50,3	34,9	18,3	9,3	7,3	33,8
2007	66,3	2,2	11,3	3,9	48,9	32,6	17,1	8,5	7,0	33,7
2008	70,1	2,3	11,5	6,5	49,8	33,1	17,7	7,8	7,6	37,0
2009	79,9	2,5	12,6	8,3	56,5	37,3	20,7	8,9	7,7	42,6
2010	85,3	2,4	15,3	7,4	60,2	40,5	23,4	9,7	7,4	44,8
2011	87,2	2,4	15,4	7,4	62,0	42,6	23,8	10,0	8,7	44,7

2. Zona del euro – Por emisor, plazo y moneda

	Total	Emitido por ⁴⁾				Plazo a la emisión			Vida residual			Moneda	
		Admones. Centrales	Admones. Regionales	Admones. Locales	Admones. Seguridad Social	Hasta un año	Más de un año	Tipo de interés variable	Hasta un año	Entre uno y cinco años	Más de cinco años	Euro o monedas participantes	Otras monedas
2002	68,0	56,3	6,2	4,7	0,8	7,6	60,4	5,3	15,5	25,3	27,2	66,9	1,1
2003	69,2	56,7	6,5	5,0	1,0	7,8	61,4	5,1	14,9	26,0	28,3	68,3	0,9
2004	69,6	56,6	6,6	5,1	1,3	7,7	62,0	4,7	14,7	26,3	28,6	68,6	1,0
2005	70,5	57,1	6,7	5,2	1,4	7,7	62,8	4,6	14,8	25,8	29,9	69,4	1,1
2006	68,6	55,4	6,5	5,4	1,4	7,3	61,3	4,4	14,3	24,2	30,1	67,9	0,7
2007	66,3	53,5	6,2	5,3	1,4	7,1	59,2	4,3	14,5	23,6	28,2	65,8	0,5
2008	70,1	56,9	6,6	5,3	1,3	10,0	60,1	5,0	17,6	23,4	29,1	69,2	0,9
2009	79,9	64,8	7,7	5,8	1,7	12,0	67,9	5,0	19,4	27,3	33,1	78,8	1,1
2010	85,3	69,3	8,3	5,8	1,9	12,9	72,4	5,2	22,6	28,6	34,2	84,1	1,3
2011	87,2	70,7	8,5	5,8	2,2	12,5	74,8	6,2	22,8	29,5	34,9	85,6	1,6

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
2008	89,3	66,7	4,5	44,2	113,0	40,2	68,2	105,7	48,9	13,7	62,3	58,5	63,8	71,6	21,9	27,9	33,9
2009	95,8	74,4	7,2	65,1	129,4	53,9	79,2	116,0	58,5	14,8	68,1	60,8	69,5	83,1	35,3	35,6	43,5
2010	96,0	83,0	6,7	92,5	145,0	61,2	82,3	118,6	61,5	19,1	69,4	62,9	71,9	93,3	38,8	41,1	48,4
2011	98,0	81,2	6,0	108,2	165,3	68,5	85,8	120,1	71,6	18,2	72,0	65,2	72,2	107,8	47,6	43,3	48,6

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 financiera se ha consolidado. Los datos son estimaciones parciales.
- Tenedores que residen en el país cuya Administración ha emitido la deuda.
- Incluye residentes de países de la zona del euro distintos del país cuya Administración ha emitido la deuda.
- Excluye la deuda en poder de las AAPP del país cuya Administración ha emitido la deuda.

6.3 Variaciones de la deuda ¹⁾

(porcentaje del PIB)

1. Zona del euro – Por origen, instrumento financiero y sector tenedor

	Total	Origen de la variación			Instrumentos financieros				Sectores tenedores			
		Necesidad de financiación ²⁾	Efectos de valoración ³⁾	Otras variaciones en volumen ⁴⁾	Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores a corto plazo	Valores a largo plazo	Acreedores residentes ⁵⁾	IFM	Otras sociedades financieras	Otros acreedores ⁶⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2003	3,1	3,3	-0,2	0,0	-0,6	1,0	0,6	2,1	0,5	0,8	0,8	2,7
2004	3,2	3,3	-0,1	0,0	0,2	0,1	-0,1	2,9	0,2	-0,1	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	3,7
2006	1,6	1,5	0,1	0,0	0,2	0,2	-0,3	1,5	-0,3	1,1	-1,4	1,9
2007	1,2	1,2	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,1	1,2	-0,5	-0,3	-0,3	1,6
2008	5,3	5,2	0,1	0,0	0,1	0,5	2,7	2,0	1,2	1,1	-0,6	4,1
2009	7,2	7,4	-0,2	0,0	0,1	0,7	1,6	4,9	3,0	2,3	0,9	4,2
2010	7,5	7,7	-0,1	0,0	0,0	3,0	-0,7	5,2	4,2	3,3	1,0	3,3
2011	4,2	4,0	0,2	0,0	0,0	0,5	0,2	3,5	3,1	1,0	0,6	1,1

2. Zona del euro – Ajuste entre déficit y deuda

Variaciones de la deuda	Déficit (-)/superávit (+) ⁷⁾	Ajuste entre déficit y deuda ⁸⁾												
		Total	Operaciones en los principales instrumentos financieros mantenidos por las AAPP							Efectos de valoración	Efectos tipo de cambio	Otras variaciones en volumen	Otros ⁹⁾	
			Total	Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores ¹⁰⁾	Acciones y otras particip.	Privatizaciones	Inyecciones de capital					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2003	3,1	-3,2	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	0,3	0,2	0,2	0,0	0,1	0,0	-0,5	0,2	-0,1	0,0	0,0	0,1
2005	3,3	-2,6	0,8	0,6	0,3	0,0	0,1	0,1	-0,3	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0
2006	1,6	-1,4	0,2	0,2	0,3	-0,1	0,2	-0,2	-0,4	0,1	0,1	0,0	0,0	-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	0,9	1,0	0,3	0,0	0,3	0,4	-0,3	0,5	-0,2	0,0	0,0	0,1
2010	7,5	-6,2	1,3	1,8	0,0	0,5	1,1	0,1	0,0	0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,3
2011	4,2	-4,1	0,1	-0,3	0,2	-0,2	-0,2	0,0	-0,1	0,2	0,2	0,0	0,0	0,2

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 financiera se ha consolidado.
- La necesidad de financiación es, por definición, equivalente a las operaciones de deuda.
- Incluye, además del impacto de los movimientos del tipo de cambio, los efectos derivados de la valoración por el nominal (por ej., primas o descuentos en la emisión de valores).
- Incluye, en particular, el impacto de la reclasificación de unidades y determinados tipos de asunción de deuda.
- Tenedores que residen en el país cuya Administración ha emitido la deuda.
- Incluye residentes de países de la zona del euro distintos del país cuya Administración ha emitido la deuda.
- Incluye los ingresos por ventas de licencias UMTS.
- Diferencia entre la variación interanual de la deuda bruta nominal consolidada y el déficit expresado en porcentaje del PIB.
- Incluye principalmente operaciones con otros activos y pasivos (créditos comerciales, otras cuentas pendientes de cobro/pago y derivados financieros).
- Excluye los derivados financieros.

6.4 Recursos, empleos y déficit/superávit; datos trimestrales ¹⁾

(porcentaje del PIB)

1. Zona del euro – Recursos (datos trimestrales)

	Total		Recursos corrientes					Recursos de capital		Pro memoria: carga fiscal ²⁾
	1	2	Impuestos directos 3	Impuestos indirectos 4	Cotizaciones sociales 5	Ventas 6	Rentas de la propiedad 7	8	Impuestos sobre el capital 9	
2005 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	41,0
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	2,3	0,9	0,6	0,3	44,5
2007 I	42,3	41,9	10,4	12,8	14,8	2,2	0,9	0,4	0,3	38,3
II	45,8	45,4	13,0	13,0	14,9	2,3	1,4	0,4	0,3	41,2
III	43,6	43,1	12,3	12,3	14,8	2,2	0,7	0,5	0,3	39,6
IV	49,2	48,7	14,8	13,9	15,7	2,4	1,0	0,6	0,3	44,7
2008 I	42,4	42,1	10,8	12,3	14,8	2,3	1,1	0,3	0,2	38,2
II	45,3	44,9	12,9	12,3	15,0	2,3	1,5	0,4	0,3	40,5
III	43,4	43,0	12,2	12,0	15,0	2,2	0,8	0,4	0,3	39,5
IV	48,8	48,3	13,9	13,4	16,4	2,5	1,1	0,5	0,3	44,0
2009 I	42,6	42,4	10,4	12,0	15,5	2,5	1,1	0,1	0,2	38,2
II	45,3	44,7	11,8	12,5	15,7	2,5	1,4	0,6	0,5	40,5
III	42,8	42,4	11,0	12,0	15,5	2,4	0,7	0,4	0,3	38,8
IV	48,6	47,7	13,0	13,6	16,5	2,6	1,0	0,8	0,5	43,6
2010 I	42,2	42,0	10,1	12,2	15,5	2,5	0,9	0,2	0,3	38,0
II	45,1	44,7	11,8	12,7	15,4	2,6	1,3	0,4	0,3	40,2
III	42,9	42,6	11,0	12,4	15,2	2,4	0,7	0,3	0,3	38,9
IV	48,4	47,7	13,2	13,4	16,4	2,7	1,0	0,7	0,3	43,3
2011 I	42,9	42,6	10,6	12,4	15,3	2,6	1,0	0,3	0,3	38,5
II	45,2	44,8	12,0	12,6	15,4	2,6	1,5	0,3	0,3	40,2
III	43,7	43,4	11,4	12,5	15,3	2,5	0,8	0,3	0,3	39,6
IV	49,1	48,0	13,3	13,4	16,7	2,7	1,0	1,0	0,4	43,8

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 3	Consumo intermedio 4	Intereses 5	Transf. corrientes 6	Prestaciones sociales 7	Subvenciones 8	Inversión 9			Transf. de capital 11
2005 IV	49,4	45,0	11,3	5,8	2,8	25,2	21,6	1,3	4,4	2,7	1,7	-0,8	2,0
2006 I	46,0	42,6	10,1	4,6	3,0	24,9	21,4	1,1	3,4	2,2	1,3	-3,4	-0,5
II	45,9	42,5	10,3	4,9	3,1	24,1	21,1	1,1	3,4	2,5	1,0	-0,2	2,9
III	45,3	41,7	9,8	4,7	2,9	24,3	20,9	1,2	3,6	2,6	1,0	-1,7	1,2
IV	49,3	44,3	10,8	5,7	2,7	25,1	21,3	1,3	4,9	2,8	2,2	-0,3	2,4
2007 I	45,0	41,5	9,9	4,5	2,9	24,1	20,7	1,1	3,5	2,3	1,2	-2,7	0,2
II	45,1	41,7	10,0	4,9	3,2	23,6	20,6	1,1	3,4	2,5	0,9	0,7	3,9
III	44,7	41,1	9,6	4,7	3,0	23,8	20,6	1,1	3,6	2,6	0,9	-1,1	1,9
IV	49,1	44,5	10,8	5,8	2,8	25,1	21,2	1,5	4,5	2,8	1,7	0,2	3,0
2008 I	45,6	42,0	9,9	4,7	3,0	24,4	20,8	1,2	3,6	2,3	1,2	-3,2	-0,1
II	46,0	42,4	10,2	5,0	3,3	23,9	20,8	1,1	3,6	2,6	1,0	-0,7	2,6
III	45,7	42,0	9,8	4,9	3,0	24,4	21,2	1,1	3,7	2,7	1,0	-2,4	0,7
IV	51,1	46,5	11,2	6,2	2,8	26,3	22,2	1,4	4,6	2,9	1,7	-2,3	0,5
2009 I	49,8	45,9	10,7	5,4	2,9	26,9	22,9	1,3	3,8	2,6	1,2	-7,2	-4,3
II	50,7	46,5	11,1	5,5	3,0	26,9	23,3	1,3	4,2	2,8	1,3	-5,5	-2,4
III	50,0	45,9	10,5	5,3	2,9	27,2	23,5	1,3	4,1	2,8	1,2	-7,2	-4,3
IV	54,3	49,4	11,8	6,6	2,6	28,4	24,0	1,5	4,9	3,0	1,9	-5,8	-3,1
2010 I	50,6	46,7	10,7	5,3	2,8	27,9	23,6	1,4	3,9	2,3	1,6	-8,3	-5,6
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	-1,5
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	-4,8
IV	53,1	48,3	11,4	6,4	2,7	27,7	23,7	1,5	4,8	2,7	2,1	-4,7	-1,9
2011 I	48,7	45,7	10,4	5,1	3,0	27,1	23,1	1,3	3,0	2,1	0,9	-5,8	-2,8
II	48,6	45,4	10,6	5,4	3,2	26,2	22,8	1,2	3,2	2,3	0,9	-3,4	-0,2
III	48,1	44,7	10,0	5,2	3,0	26,5	23,0	1,2	3,4	2,3	1,0	-4,4	-1,3
IV	51,9	48,2	11,3	6,3	3,0	27,6	23,6	1,4	3,7	2,5	1,4	-2,8	0,2

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

- Los datos se refieren al Euro-17. Los conceptos «recursos», «empleos» y «déficit/superávit» se basan en el SEC 95. No se incluyen las operaciones entre el presupuesto de la UE y las unidades institucionales que no forman parte de las Administraciones Públicas. Por lo demás, y excepto en caso de que los plazos para la transmisión de los datos sean diferentes, las cifras trimestrales son acordes con los datos anuales. Datos sin desestacionalizar.
- La carga fiscal incluye impuestos y cotizaciones sociales.

6.5 Deuda trimestral y variaciones de la deuda ¹⁾

(porcentaje del PIB)

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

	Total 1	Instrumentos financieros			
		Efectivo y depósitos 2	Préstamos 3	Valores a corto plazo 4	Valores a largo plazo 5
2009 I	73,9	2,3	11,8	7,7	52,1
II	77,1	2,4	12,2	8,2	54,3
III	79,0	2,4	12,4	9,0	55,3
IV	79,9	2,5	12,6	8,3	56,5
2010 I	81,6	2,4	12,8	8,2	58,2
II	82,9	2,4	13,4	7,8	59,2
III	83,0	2,4	13,3	7,9	59,3
IV	85,3	2,4	15,3	7,4	60,2
2011 I	86,2	2,4	15,1	7,4	61,2
II	87,1	2,4	14,9	7,5	62,3
III	86,7	2,4	15,0	7,8	61,4
IV	87,2	2,4	15,4	7,4	62,0

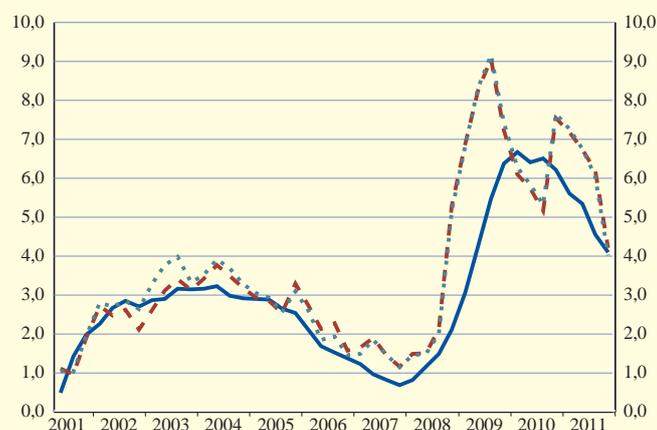
2. Zona del euro – Ajuste entre déficit y deuda

	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
2009 I	12,9	-7,2	5,7	6,6	5,2	-0,1	0,8	0,7	-0,5	-0,5	13,3
II	9,2	-5,5	3,8	3,2	2,3	-0,4	0,2	1,1	-0,4	0,9	9,6
III	5,1	-7,2	-2,1	-2,8	-3,1	0,6	-0,1	-0,2	0,2	0,5	4,8
IV	2,1	-5,8	-3,6	-2,8	-2,9	-0,1	0,0	0,2	-0,2	-0,7	2,3
2010 I	8,2	-8,3	-0,2	0,7	0,9	-0,1	-0,3	0,2	-0,4	-0,6	8,5
II	7,7	-4,5	3,2	3,3	2,0	1,1	-0,2	0,5	-0,1	0,0	7,8
III	2,8	-7,5	-4,7	-2,9	-2,3	-0,6	0,0	0,0	0,0	-1,8	2,8
IV	11,4	-4,7	6,7	5,7	-0,4	1,7	4,7	-0,3	0,0	1,0	11,4
2011 I	6,7	-5,8	0,9	0,7	2,0	-0,7	-0,3	-0,2	-0,2	0,4	6,9
II	6,0	-3,4	2,5	2,9	2,8	0,5	-0,4	-0,1	0,2	-0,6	5,7
III	0,7	-4,4	-3,6	-3,8	-3,7	-0,3	0,2	0,1	0,6	-0,5	0,1
IV	3,5	-2,8	0,7	-0,8	-0,5	-0,3	-0,3	0,2	0,1	1,4	3,4

G30 Déficit, necesidad de financiación y variaciones de la deuda

(suma móvil de cuatro trimestres en porcentaje del PIB)

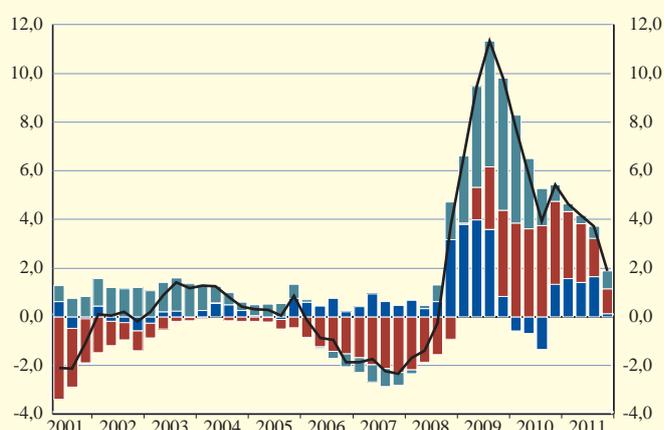
— Déficit
- - - Variaciones de la deuda
... Necesidad de financiación



G31 Deuda según los criterios de Maastricht

(tasa de variación de la deuda en relación con el PIB y factores subyacentes)

■ Ajuste entre déficit y deuda
■ Déficit/superávit primario
■ Diferencial entre crecimiento y tipos de interés
— Variación de la deuda en relación con el PIB



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

1) Los datos se refieren al Euro-17. El préstamo intergubernamental en el contexto de la crisis financiera se ha consolidado.

2) Los saldos en el trimestre t se expresan en porcentaje de la suma del PIB en t y los tres trimestres anteriores.



TRANSACCIONES Y POSICIONES FRENTE AL EXTERIOR

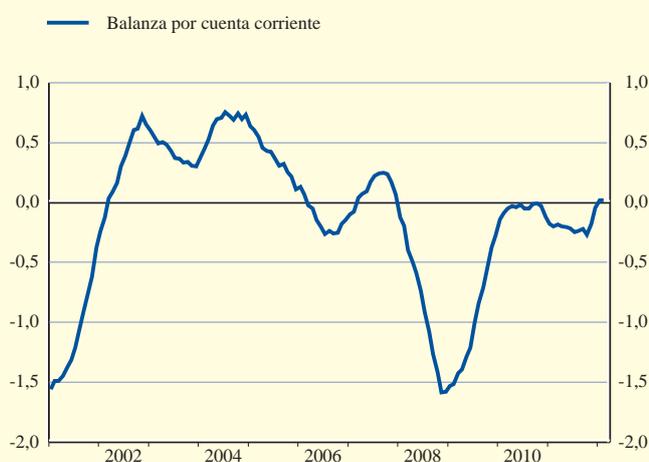
7.1 Resumen de la balanza de pagos ¹⁾

(mm de euros; transacciones netas)

	Cuenta corriente					Cuenta de capital	Capacidad/necesidad de financiación frente al resto del mundo (columnas 1+6)	Cuenta financiera					Errores y omisiones	
	Total	Bienes	Servicios	Rentas	Transf. corrientes			Total	Inversiones directas	Inversiones de cartera	Derivados financieros	Otras inversiones		Activos de reserva
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2009	-21,9	31,3	36,4	3,5	-93,1	6,7	-15,2	9,4	-105,1	265,7	20,0	-175,7	4,6	5,8
2010	-6,8	15,1	49,6	31,8	-103,3	6,4	-0,4	-2,5	-113,9	165,1	18,5	-61,7	-10,5	3,0
2011	-3,2	4,6	61,1	31,7	-100,6	10,8	7,6	-24,6	-151,1	308,3	-20,8	-150,7	-10,2	17,0
2010 IV	14,2	6,1	11,5	13,7	-17,1	1,6	15,8	-12,3	49,3	27,7	9,0	-96,6	-1,8	-3,5
2011 I	-21,3	-10,1	7,9	14,9	-33,9	2,3	-18,9	-5,3	-42,8	136,0	-0,4	-86,4	-11,7	24,2
II	-18,6	-2,4	16,4	-11,7	-20,9	0,8	-17,9	21,2	-31,8	139,1	3,6	-94,1	4,5	-3,3
III	2,7	2,8	19,6	8,8	-28,5	1,7	4,4	3,5	-19,2	35,0	-14,8	-1,2	3,7	-7,9
IV	33,9	14,3	17,2	19,8	-17,3	6,0	39,9	-44,0	-57,3	-1,8	-9,2	31,0	-6,8	4,1
2011 Feb	-5,5	0,8	2,4	6,0	-14,7	2,1	-3,4	-3,6	-36,7	92,8	1,6	-62,4	1,1	7,0
Mar	1,0	3,4	1,9	6,0	-10,3	-0,1	0,9	-8,1	-10,4	72,8	-1,4	-62,3	-6,9	7,2
Abr	-5,0	-3,6	3,9	1,4	-6,7	-0,1	-5,1	-4,7	-31,2	5,3	3,3	11,9	6,0	9,8
May	-13,9	0,5	6,2	-14,4	-6,2	0,4	-13,5	18,9	-4,2	44,5	-1,6	-16,6	-3,1	-5,4
Jun	0,3	0,8	6,3	1,3	-8,0	0,4	0,8	7,0	3,6	89,2	1,9	-89,3	1,6	-7,7
Jul	3,4	4,2	7,2	2,7	-10,7	-0,1	3,2	-6,2	-17,3	-24,0	0,3	36,0	-1,2	3,0
Ago	-1,4	-4,3	5,2	5,6	-7,9	2,1	0,6	-0,6	7,2	26,2	-8,0	-29,4	3,4	-0,1
Sep	0,8	3,0	7,2	0,5	-9,9	-0,2	0,6	10,3	-9,0	32,7	-7,1	-7,9	1,6	-10,9
Oct	3,4	0,4	6,0	6,1	-9,1	1,8	5,2	-1,3	-6,5	-1,4	-2,2	9,9	-1,1	-3,9
Nov	8,9	5,7	4,4	5,5	-6,7	2,6	11,5	-21,9	-42,6	35,2	-3,8	-10,4	-0,2	10,4
Dic	21,6	8,2	6,8	8,2	-1,5	1,6	23,3	-20,8	-8,2	-35,6	-3,2	31,5	-5,4	-2,4
2012 Ene	-10,1	-9,2	2,2	4,1	-7,3	0,1	-10,0	10,4	-6,4	-43,4	-4,1	64,8	-0,5	-0,4
Feb	-5,9	2,4	2,7	5,0	-16,0	1,6	-4,3	3,2	-5,3	18,0	6,2	-14,0	-1,8	1,0
<i>transacciones acumuladas de 12 meses</i>														
2012 Feb	3,1	11,4	60,1	32,0	-100,3	10,1	13,2	-13,8	-130,4	219,7	-19,7	-75,7	-7,7	0,6
<i>transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB</i>														
2012 Feb	0,0	0,1	0,6	0,3	-1,1	0,1	0,1	-0,1	-1,4	2,3	-0,2	-0,8	-0,1	0,0

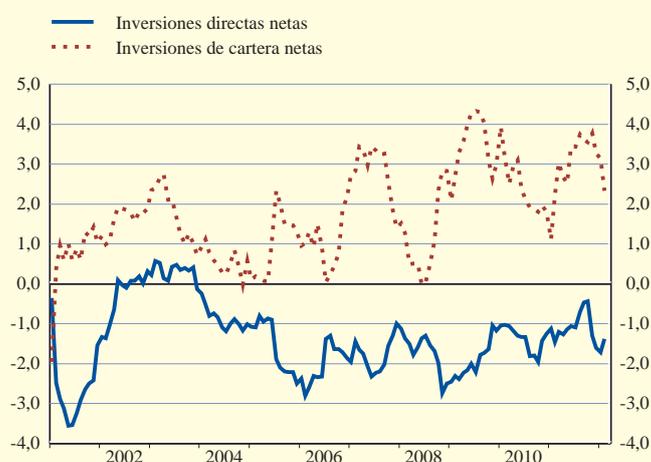
G32 Balanza de pagos de la zona del euro: cuenta corriente

(datos desestacionalizados; transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB)



G33 Balanza de pagos de la zona del euro: inversiones directas y de cartera

(transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB)



Fuente: BCE.

1) Las convenciones de signos se explican en las Notas Generales.

7.2 Cuenta corriente y cuenta de capital

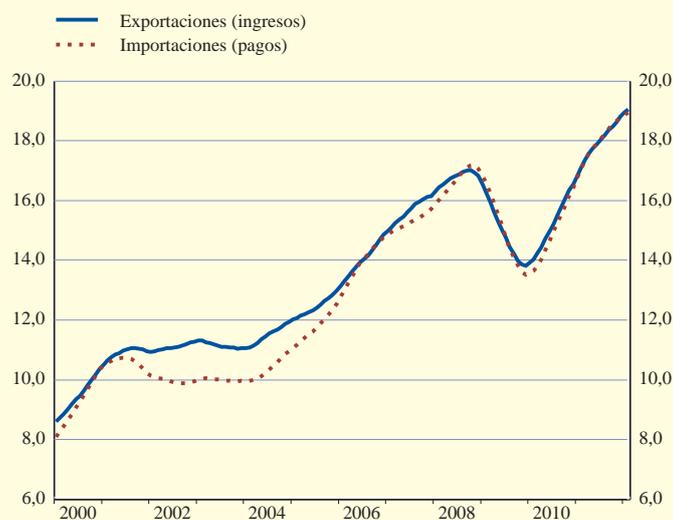
(mm de euros; transacciones)

1. Resumen de la cuenta corriente y de la cuenta de capital

	Cuenta corriente												Cuenta de capital		
	Total			Bienes		Servicios		Rentas		Transferencias corrientes			Ingresos	Pagos	
	Ingresos	Pagos	Neto	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Rembesas de trabajadores			Rembesas de trabajadores
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2009	2.307,2	2.329,2	-21,9	1.304,1	1.272,8	478,9	442,5	429,9	426,5	94,3	6,4	187,4	22,5	20,5	13,7
2010	2.657,8	2.664,6	-6,8	1.566,8	1.551,7	524,0	474,4	479,4	447,6	87,6	6,3	190,9	22,3	21,4	15,0
2011	2.930,5	2.933,7	-3,2	1.773,8	1.769,1	550,1	489,0	513,9	482,2	92,7	6,4	193,4	22,3	25,5	14,7
2010 IV	716,0	701,8	14,2	423,4	417,3	137,6	126,1	124,3	110,6	30,8	1,6	47,8	6,0	7,3	5,7
2011 I	698,0	719,3	-21,3	427,8	437,9	124,6	116,8	121,1	106,2	24,5	1,5	58,4	5,4	5,0	2,7
II	727,8	746,4	-18,6	438,7	441,0	134,4	118,0	135,5	147,3	19,1	1,6	40,0	5,6	4,0	3,2
III	732,7	730,0	2,7	444,6	441,8	147,3	127,7	124,0	115,3	16,8	1,8	45,3	5,7	5,2	3,5
IV	772,0	738,1	33,9	462,7	448,4	143,7	126,6	133,3	113,5	32,3	1,5	49,6	5,6	11,3	5,3
2011 Dic	270,1	248,5	21,6	151,8	143,6	51,0	44,3	51,0	42,8	16,3	.	17,8	.	4,5	2,9
2012 Ene	235,8	245,9	-10,1	142,9	152,1	41,1	38,9	42,3	38,1	9,5	.	16,8	.	1,0	0,9
Feb	242,6	248,5	-5,9	152,7	150,2	40,9	38,2	37,8	32,8	11,2	.	27,2	.	2,4	0,8
	Datos desestacionalizados														
2011 II	722,9	729,0	-6,1	436,7	438,0	134,8	120,5	129,0	122,3	22,4	.	48,1	.	.	.
III	735,2	735,4	-0,2	443,7	442,5	138,5	122,8	129,4	121,9	23,6	.	48,2	.	.	.
IV	747,2	742,9	4,3	452,4	450,1	139,9	122,9	131,1	121,1	23,8	.	48,7	.	.	.
2011 Dic	250,4	247,4	3,0	152,7	150,5	46,4	41,0	43,5	39,8	7,9	.	16,3	.	.	.
2012 Ene	253,2	249,5	3,7	154,7	151,4	44,6	40,5	45,7	41,5	8,2	.	16,2	.	.	.
Feb	250,0	251,3	-1,3	155,8	154,3	46,3	41,6	40,1	39,0	7,7	.	16,5	.	.	.
	transacciones acumuladas de 12 meses														
2012 Feb	2.952,2	2.950,1	2,1	1.792,1	1.782,7	549,2	489,1	517,6	484,5	93,2	.	193,7	.	.	.
	transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB														
2012 Feb	31,4	31,3	0,0	19,0	18,9	5,8	5,2	5,5	5,1	1,0	.	2,1	.	.	.

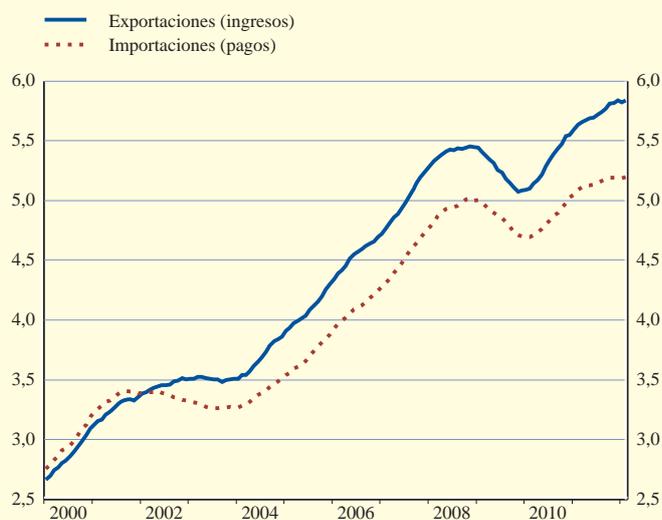
G34 Balanza de pagos de la zona del euro: bienes

(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	Ingresos	Pagos		
			Beneficios reinvertidos	Beneficios reinvertidos												
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2009	22,2	12,0	407,7	414,4	156,8	20,7	100,6	15,4	25,0	24,7	24,5	77,5	100,9	121,3	100,4	90,3
2010	24,2	12,0	455,1	435,6	220,5	41,6	137,7	32,7	23,9	22,1	28,7	86,6	102,2	124,0	79,9	65,2
2011	25,1	12,3	488,8	469,9	239,8	65,5	153,1	53,1	25,0	21,9	35,9	96,3	102,6	131,7	85,5	66,8
2010 IV	6,6	2,9	117,7	107,8	57,1	1,6	34,0	0,7	6,3	7,8	6,3	18,7	26,9	30,0	21,1	17,3
2011 I	6,0	2,2	115,1	104,0	55,4	16,0	35,4	20,6	5,8	4,8	7,4	14,4	25,7	32,7	20,7	16,7
II	6,1	3,3	129,4	144,0	65,5	13,7	42,3	9,9	5,4	5,5	12,3	46,6	25,7	32,3	20,5	17,2
III	6,0	3,7	118,0	111,5	54,5	21,3	37,6	17,7	6,8	5,5	9,0	18,7	25,9	33,2	21,9	16,5
IV	7,0	3,1	126,3	110,4	64,3	14,5	37,8	4,8	6,9	6,1	7,2	16,6	25,3	33,5	22,5	16,4

3. Desagregación geográfica

(transacciones acumuladas)

I 2011 a IV 2011	Total	Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro						Brasil	Canadá	China	India	Japón	Rusia	Suiza	Estados Unidos	Otros
	1	Total	Dina-marca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE	Instituciones de la UE	8	9	10	11	12	13	14	15	16
		Ingresos														
Cuenta corriente	2.930,5	959,1	53,5	91,0	445,7	307,5	61,3	58,8	40,1	149,6	41,2	64,2	107,9	228,5	376,2	904,9
Bienes	1.773,8	565,8	33,7	59,1	232,0	240,9	0,2	30,3	20,7	115,7	30,9	39,6	80,6	123,6	199,1	567,5
Servicios	550,1	170,6	11,2	15,4	105,2	32,2	6,6	8,9	9,1	17,8	6,9	13,0	18,2	55,2	81,5	168,9
Rentas	513,9	160,6	7,5	14,8	97,8	31,4	9,0	19,3	9,6	15,4	3,2	10,6	8,6	40,9	89,2	156,5
Rentas de la inversión	488,8	153,3	6,7	14,7	96,3	30,8	4,8	19,2	9,5	15,4	3,2	10,6	8,5	28,6	87,5	153,0
Transferencias corrientes	92,7	62,0	1,1	1,7	10,7	3,0	45,5	0,4	0,7	0,7	0,3	1,0	0,5	8,7	6,5	12,0
Cuenta de capital	25,5	20,8	0,0	0,1	1,4	0,4	19,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,2	0,1	0,6	0,4	3,2
		Pagos														
Cuenta corriente	2.933,7	901,4	46,0	89,6	386,7	272,8	106,4	-	32,7	-	-	95,7	-	189,3	374,7	-
Bienes	1.769,1	490,3	30,3	51,5	185,5	223,0	0,0	31,2	15,0	210,1	28,4	52,7	134,5	99,7	142,4	564,9
Servicios	489,0	140,5	8,3	12,8	83,7	35,5	0,3	5,4	6,5	13,1	6,1	9,3	10,1	42,8	100,5	154,6
Rentas	482,2	152,2	6,6	23,8	105,9	9,8	6,2	-	9,3	-	-	33,0	-	39,3	125,4	-
Rentas de la inversión	469,9	146,1	6,5	23,6	104,3	5,4	6,2	-	9,1	-	-	32,8	-	38,9	124,1	-
Transferencias corrientes	193,4	118,4	0,8	1,5	11,6	4,5	100,0	1,5	1,8	4,1	0,7	0,6	0,7	7,5	6,4	51,6
Cuenta de capital	14,7	2,1	0,3	0,1	1,1	0,4	0,2	0,2	0,3	0,4	0,3	0,1	0,1	0,6	1,8	8,8
		Neto														
Cuenta corriente	-3,2	57,7	7,6	1,4	59,0	34,8	-45,2	-	7,4	-	-	-31,4	-	39,1	1,5	-
Bienes	4,6	75,6	3,4	7,6	46,5	17,9	0,2	-0,9	5,6	-94,3	2,4	-13,1	-53,9	23,9	56,7	2,6
Servicios	61,1	30,0	3,0	2,6	21,5	-3,3	6,3	3,5	2,6	4,7	0,8	3,6	8,1	12,4	-19,0	14,2
Rentas	31,7	8,4	0,9	-8,9	-8,0	21,6	2,8	-	0,3	-	-	-22,3	-	1,6	-36,2	-
Rentas de la inversión	18,9	7,2	0,2	-9,0	-8,0	25,4	-1,4	-	0,4	-	-	-22,2	-	-10,3	-36,6	-
Transferencias corrientes	-100,6	-56,3	0,4	0,2	-0,9	-1,5	-54,5	-1,1	-1,1	-3,4	-0,5	0,3	-0,2	1,2	0,0	-39,5
Cuenta de capital	10,8	18,7	-0,3	-0,1	0,3	0,0	18,8	-0,1	-0,2	-0,4	-0,2	0,1	0,1	0,0	-1,4	-5,6

Fuente: BCE.

7.3 Cuenta financiera

(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; transacciones y otros flujos en el período)

1. Resumen de la cuenta financiera

	Total ¹⁾			Total en porcentaje del PIB			Inversiones directas		Inversiones de cartera		Derivados financieros netos	Otras inversiones		Activos de reserva
	Activos	Pasivos	Neto	Activos	Pasivos	Neto	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos		Activos	Pasivos	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Saldos vivos (posición de inversión internacional)														
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 II	15.377,0	16.636,0	-1.259,0	165,1	178,7	-13,5	5.030,5	3.837,6	4.762,1	7.646,7	-48,3	5.051,8	5.151,6	580,9
III	15.558,2	16.782,4	-1.224,2	166,0	179,1	-13,1	5.089,1	3.896,4	4.573,8	7.523,4	-45,9	5.294,5	5.362,6	646,6
IV	15.786,0	16.922,4	-1.136,4	167,7	179,8	-12,1	5.238,8	3.938,1	4.744,0	7.677,3	-30,4	5.166,5	5.307,0	667,1
Variaciones de los saldos vivos														
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	551,2	460,7	90,5	5,9	4,9	1,0	440,7	223,3	-163,5	234,5	31,2	163,5	3,0	79,3
2011 III	181,2	146,4	34,8	7,7	6,2	1,5	58,7	58,7	-188,3	-123,3	2,4	242,7	211,0	65,8
IV	227,8	140,0	87,8	9,4	5,8	3,6	149,7	41,8	170,2	153,9	15,4	-128,0	-55,6	20,5
Transacciones														
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	-131,4	-121,9	-9,4	-1,5	-1,4	-0,1	337,0	231,9	90,4	356,1	-20,0	-534,2	-709,9	-4,6
2010	589,9	587,4	2,5	6,4	6,4	0,0	275,8	161,8	143,0	308,1	-18,5	179,1	117,4	10,5
2011	491,0	466,5	24,6	5,2	5,0	0,3	348,3	197,2	-47,2	261,1	20,8	158,9	8,2	10,2
2011 II	193,5	214,7	-21,2	8,2	9,1	-0,9	60,0	28,2	39,9	178,9	-3,6	101,7	7,6	-4,5
III	133,0	136,5	-3,5	5,7	5,8	-0,1	56,6	37,4	-63,1	-28,1	14,8	128,4	127,2	-3,7
IV	-78,5	-122,5	44,0	-3,2	-5,1	1,8	106,9	49,5	-46,8	-48,6	9,2	-154,5	-123,5	6,8
2011 Oct	-40,5	-41,8	1,3	.	.	.	20,4	13,8	-33,6	-35,0	2,2	-30,6	-20,7	1,1
Nov	-15,5	-37,4	21,9	.	.	.	47,8	5,2	-30,2	5,0	3,8	-37,2	-47,6	0,2
Dic	-22,5	-43,3	20,8	.	.	.	38,7	30,5	17,0	-18,6	3,2	-86,7	-55,2	5,4
2012 Ene	74,2	84,6	-10,4	.	.	.	26,8	20,4	28,3	-15,1	4,1	14,4	79,3	0,5
Feb	51,8	55,0	-3,2	.	.	.	12,4	7,2	26,9	44,9	-6,2	16,9	2,9	1,8
Otros flujos														
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	518,4	330,8	187,6	5,8	3,7	2,1	71,8	-76,7	416,0	449,0	20,7	-80,0	-41,5	89,9
2010	880,8	704,1	176,7	9,6	7,7	1,9	235,2	150,0	423,2	352,9	-43,2	147,9	201,2	117,7
Otros flujos debidos a variaciones de tipo de cambio														
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	-55,1	5,5	-0,6	-0,6	0,1	-4,6	5,7	-30,5	-32,9	.	-11,9	-27,9	-2,7
2010	535,4	323,9	211,5	5,8	3,5	2,3	160,8	57,6	179,4	101,7	.	182,2	164,6	13,0
Otros flujos debidos a variaciones de los precios														
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	634,2	483,5	150,7	7,1	5,4	1,7	142,5	28,4	425,2	455,2	20,7	.	.	45,8
2010	296,3	153,8	142,5	3,2	1,7	1,5	50,2	2,2	187,3	151,7	-43,2	.	.	102,0
Otros flujos debidos a otros ajustes														
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	-66,2	-97,6	31,4	-0,8	-1,2	0,4	-66,2	-110,8	21,2	26,8	.	-68,1	-13,6	46,8
2010	49,1	226,4	-177,3	1,6	3,1	-1,4	24,2	90,1	56,5	99,6	.	-34,3	36,7	2,7
Tasas de crecimiento de los saldos vivos														
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	-	.	.	.	8,7	7,3	2,3	5,9	.	-10,1	-12,3	-1,2
2010	4,1	3,8	-	.	.	.	6,2	4,6	3,2	4,4	.	3,8	2,3	2,0
2011 II	4,4	4,1	-	.	.	.	6,1	5,3	3,2	6,5	.	4,5	-0,2	2,4
III	4,5	4,2	-	.	.	.	5,7	6,3	0,9	5,3	.	6,9	1,2	0,9
IV	3,2	2,9	-	.	.	.	7,2	5,3	-1,1	3,5	.	3,3	0,2	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	
Saldos vivos (posición de inversión internacional)														
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 III	5.089,1	3.926,1	287,7	3.638,4	1.163,0	13,2	1.149,8	3.896,4	3.019,1	85,4	2.933,7	877,2	8,7	868,5
IV	5.238,8	4.067,8	291,3	3.776,6	1.171,0	14,2	1.156,8	3.938,1	3.056,9	85,3	2.971,6	881,2	8,2	873,0
Transacciones														
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	337,0	258,1	21,6	236,5	78,9	2,6	76,3	231,9	236,3	5,6	230,7	-4,4	-0,6	-3,8
2010	275,8	157,0	14,9	142,2	118,7	1,2	117,5	161,8	203,2	6,1	197,1	-41,3	-7,5	-33,8
2011 II	60,0	53,8	8,9	44,9	6,2	-2,6	8,9	28,2	33,2	1,3	31,9	-5,0	-1,6	-3,3
III	56,6	35,9	2,3	33,5	20,7	-1,7	22,5	37,4	58,7	1,0	57,7	-21,3	-0,8	-20,5
IV	106,9	105,8	1,2	104,6	1,1	1,0	0,1	49,5	41,7	0,7	41,0	7,9	0,2	7,7
2011 Oct	20,4	20,8	0,5	20,4	-0,5	0,2	-0,7	13,8	12,2	0,3	11,9	1,6	-0,2	1,8
Nov	47,8	54,4	0,0	54,4	-6,6	0,3	-6,8	5,2	9,5	0,8	8,7	-4,3	-0,1	-4,1
Dic	38,7	30,5	0,7	29,8	8,1	0,5	7,7	30,5	19,9	-0,4	20,3	10,5	0,4	10,1
2012 Ene	26,8	27,1	2,4	24,7	-0,4	0,2	-0,6	20,4	23,8	0,2	23,5	-3,4	-0,5	-2,8
Feb	12,4	13,7	-3,0	16,6	-1,2	0,2	-1,4	7,2	8,8	1,3	7,5	-1,6	0,2	-1,8
Tasas de crecimiento														
2009	8,7	8,6	9,9	8,5	9,0	20,5	8,8	7,3	10,4	8,6	10,4	-0,5	-3,2	-0,4
2010	6,2	4,5	6,2	4,4	12,0	7,8	12,0	4,6	7,9	8,0	7,9	-4,6	-41,3	-3,8
2011 II	6,1	6,4	5,8	6,5	5,2	-12,7	5,5	5,3	6,0	6,6	6,0	2,8	-47,2	3,8
III	5,7	5,5	5,9	5,4	6,5	-24,0	7,0	6,3	6,9	5,2	6,9	4,5	-51,2	5,7
IV	7,2	8,2	6,1	8,3	4,0	-19,6	4,4	5,3	7,3	4,2	7,4	-1,2	-27,6	-0,9

G36 Posición de inversión internacional de la zona del euro

(saldos vivos a fin de período; porcentaje del PIB)



G37 Posición de inversiones directas y de cartera de la zona del euro

(saldos vivos a fin de período; porcentaje del PIB)



Fuente: BCE.

7.3 Cuenta financiera

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

3. Inversiones de cartera: Activos

	Valores distintos de acciones															
	Total	Acciones y participaciones					Valores distintos de acciones									
		Total	IFM	No IFM		Total	IFM	No IFM		Total	IFM	No IFM				
				Euro-sistema	AAPP			Euro-sistema	AAPP			Euro-sistema	AAPP			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
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 III	4.573,8	1.620,4	76,2	3,4	1.544,2	38,1	2.552,5	748,7	17,7	1.803,8	93,9	400,9	301,4	54,9	99,5	0,5
IV	4.744,0	1.706,8	70,6	3,1	1.636,2	39,4	2.579,1	727,4	16,0	1.851,7	94,2	458,2	298,8	57,5	159,4	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	90,4	53,1	-1,3	0,0	54,4	2,5	42,9	-93,0	-3,8	135,9	17,5	-5,6	0,5	-12,9	-6,1	0,9
2010	143,0	76,7	5,6	-0,2	71,1	1,7	106,7	-125,3	-0,9	232,0	51,5	-40,4	-55,7	-11,7	15,3	-1,9
2011 II	39,9	26,8	3,1	0,1	23,7	-2,4	25,5	-4,6	0,4	30,1	-1,2	-12,5	-11,1	4,8	-1,3	-0,5
III	-63,1	-53,7	-12,9	0,0	-40,8	-2,0	-17,8	-19,4	-0,1	1,6	0,1	8,4	8,1	3,5	0,4	0,0
IV	-46,8	-36,8	-9,2	-0,3	-27,6	-0,9	-21,5	-17,3	-1,7	-4,2	-1,7	11,5	14,8	0,6	-3,3	0,0
2011 Oct	-33,6	-9,3	-4,9	-0,1	-4,4	.	-11,6	-0,8	7,2	-10,7	.	-12,7	-14,5	-13,0	1,8	.
Nov	-30,2	-19,8	-2,7	0,0	-17,1	.	-13,3	-14,6	0,6	1,3	.	2,9	3,6	-1,6	-0,7	.
Dic	17,0	-7,7	-1,6	-0,2	-6,1	.	3,4	-1,9	-9,5	5,2	.	21,3	25,8	15,2	-4,5	.
2012 Ene	28,3	2,9	-0,6	0,0	3,5	.	20,5	1,3	0,8	19,2	.	5,0	2,7	-7,2	2,2	.
Feb	26,9	3,5	0,5	0,0	3,0	.	19,2	5,6	0,1	13,6	.	4,1	1,5	2,4	2,6	.
Tasas de crecimiento																
2009	2,3	3,8	-2,4	-0,6	4,2	8,5	1,8	-9,4	-19,0	10,5	93,4	-2,0	-0,9	-22,3	-7,9	67,2
2010	3,2	4,8	7,0	-5,2	4,7	4,8	4,2	-13,5	-4,9	14,8	122,5	-9,5	-16,0	-25,4	21,1	-91,9
2011 II	3,2	3,7	4,9	-9,8	3,7	-14,6	3,5	-12,4	9,6	12,0	118,6	-0,6	-4,0	9,2	13,2	97,4
III	0,9	0,6	-7,3	-8,7	1,0	-16,4	0,5	-14,9	9,3	8,6	130,0	6,1	1,0	0,9	28,1	-4,8
IV	-1,1	-4,0	-21,3	-16,7	-3,1	-15,8	-0,4	-6,9	2,0	2,6	-3,1	7,9	9,8	26,5	2,5	112,5

4. Inversiones de cartera: Pasivos

	Valores distintos de acciones											
	Total	Acciones y participaciones			Valores distintos de acciones							
		Total	IFM	No IFM	Total	IFM	No IFM		Total	IFM	No IFM	
							AAPP	AAPP			AAPP	AAPP
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 III	7.523,4	2.842,5	618,0	2.224,5	4.148,9	1.222,6	2.926,3	1.844,4	532,0	110,1	421,9	376,8
IV	7.677,3	3.078,2	553,6	2.524,6	4.141,2	1.235,2	2.906,0	1.836,6	457,9	98,2	359,8	315,1
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	356,1	124,6	10,7	113,9	140,5	-14,4	154,9	101,3	90,9	-18,5	109,4	144,3
2010	308,1	144,2	-16,3	160,4	184,2	59,1	125,1	194,5	-20,3	19,2	-39,5	-34,9
2011 II	178,9	-4,3	-4,4	0,2	170,8	43,9	127,0	95,1	12,4	7,3	5,0	0,3
III	-28,1	-22,3	-10,6	-11,7	2,1	14,2	-12,0	-22,9	-7,9	-12,7	4,8	17,9
IV	-48,6	42,3	29,0	13,3	-31,5	-31,5	0,1	-4,1	-59,4	0,4	-59,8	-71,6
2011 Oct	-35,0	-15,8	7,0	-22,9	-2,9	-18,1	15,3	.	-16,3	-1,8	-14,5	.
Nov	5,0	26,6	18,1	8,5	-8,0	-4,2	-3,9	.	-13,5	6,8	-20,3	.
Dic	-18,6	31,5	3,8	27,7	-20,6	-9,2	-11,3	.	-29,6	-4,5	-25,0	.
2012 Ene	-15,1	9,9	4,1	5,8	-32,0	-6,6	-25,4	.	7,1	-3,4	10,4	.
Feb	44,9	-1,0	-3,3	2,3	44,6	19,6	25,0	.	1,4	0,7	0,6	.
Tasas de crecimiento												
2009	5,9	5,4	1,7	6,8	4,1	-1,2	7,0	7,2	23,1	-29,1	33,1	53,5
2010	4,4	5,1	-2,4	7,5	5,1	5,2	5,1	12,9	-4,2	26,3	-9,1	-8,7
2011 II	6,5	7,5	0,9	9,4	5,7	10,1	3,8	7,7	7,8	78,0	-2,8	2,6
III	5,3	4,5	-2,8	6,5	6,7	10,3	5,2	8,5	-0,4	9,3	-2,4	5,3
IV	3,5	4,0	3,2	4,1	4,5	5,2	4,2	6,1	-4,9	24,6	-10,9	-10,7

Fuente: BCE.

7.3 Cuenta financiera

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

5. Otras inversiones: Activos

	Total	Eurosistema			IFM (excluido Eurosistema)			AAPP				Otros sectores			
		Total	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros activos	Total	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros activos	Créditos comerciales	Préstamos/efectivo y depósitos	Efectivo y depósitos	Créditos comerciales	Préstamos/efectivo y depósitos	Efectivo y depósitos		
														1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Saldos vivos (posición de inversión internacional)															
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 III	5.294,5	42,4	42,1	0,3	3.206,3	3.148,7	57,6	141,7	7,4	93,5	16,5	1.904,1	228,5	1.518,4	480,5
IV	5.166,5	35,5	35,2	0,3	3.065,7	3.007,3	58,4	165,8	7,5	116,8	30,2	1.899,5	230,4	1.521,0	463,4
Transacciones															
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	-534,2	0,1	0,0	0,1	-420,4	-399,9	-20,5	11,8	-0,4	10,4	0,2	-125,6	7,5	-129,0	-34,8
2010	179,1	-2,9	-2,9	0,0	8,6	-0,2	8,8	41,7	-0,3	41,3	4,9	131,7	7,6	101,7	46,7
2011 II	101,7	4,6	4,6	0,0	61,3	54,7	6,6	-0,6	0,0	-1,0	2,4	36,4	-0,7	34,9	31,9
III	128,4	-2,7	-2,7	0,1	82,7	68,3	14,4	-6,0	-0,1	-6,0	-1,5	54,4	2,4	39,2	19,0
IV	-154,5	-8,2	-8,2	0,0	-156,9	-157,2	0,3	17,0	0,0	17,0	13,3	-6,3	0,2	4,2	-4,1
2011 Oct	-30,6	-3,2	.	.	-69,7	.	.	5,1	.	.	7,7	37,3	.	.	16,4
Nov	-37,2	-3,6	.	.	-39,6	.	.	11,4	.	.	6,9	-5,4	.	.	0,3
Dic	-86,7	-1,4	.	.	-47,6	.	.	0,5	.	.	-1,3	-38,2	.	.	-20,8
2012 Ene	14,4	1,8	.	.	5,5	.	.	-1,6	.	.	0,6	8,7	.	.	-2,0
Feb	16,9	0,1	.	.	12,0	.	.	-8,3	.	.	-6,4	13,1	.	.	4,3
Tasas de crecimiento															
2009	-10,1	-0,4	-1,4	23,4	-12,8	-12,4	-37,0	10,8	-3,5	17,1	3,5	-6,9	3,8	-8,6	-8,2
2010	3,8	-13,1	-13,0	-9,9	0,4	0,1	27,7	33,2	-3,1	53,2	30,6	7,7	3,7	7,4	11,3
2011 II	4,5	65,6	67,1	-0,7	2,8	2,4	37,7	17,5	-2,9	26,8	4,1	5,5	3,9	5,3	18,1
III	6,9	46,0	46,3	63,4	6,0	5,1	84,1	16,1	-3,6	25,0	9,1	7,2	4,5	7,0	18,0
IV	3,3	-5,3	-5,4	40,4	1,8	0,9	88,4	1,2	-3,2	1,4	51,8	6,1	3,8	5,6	12,6

6. Otras inversiones: Pasivos

	Total	Eurosistema			IFM (excluido Eurosistema)			AAPP				Otros sectores			
		Total	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros pasivos	Total	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros pasivos	Total	Créditos comerciales	Préstamos	Otros pasivos	Total	Créditos comerciales	Préstamos	Otros pasivos
Saldos vivos (posición de inversión internacional)															
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 III	5.362,6	315,2	312,3	2,9	3.403,8	3.340,7	63,2	210,2	0,0	204,2	5,9	1.433,4	219,6	1.039,3	174,4
IV	5.307,0	408,9	406,0	2,8	3.212,4	3.144,8	67,6	222,6	0,1	215,9	6,7	1.463,1	221,5	1.073,7	167,9
Transacciones															
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	-709,9	-233,2	-233,4	0,2	-352,8	-341,6	-11,2	17,2	0,0	17,2	0,0	-141,1	0,8	-127,6	-14,3
2010	117,4	8,9	6,3	2,6	-10,8	-16,7	5,9	65,6	0,0	64,8	0,8	53,7	15,4	14,9	23,4
2011 II	7,6	7,2	4,9	2,4	-18,1	-19,3	1,2	12,8	0,1	12,5	0,3	5,7	0,6	3,4	1,7
III	127,2	29,8	29,8	0,0	24,3	5,6	18,7	23,2	-0,1	23,2	0,1	49,8	6,3	24,2	19,4
IV	-123,5	87,9	88,0	0,0	-232,2	-240,2	8,0	9,1	0,0	8,9	0,1	11,7	0,6	19,0	-7,9
2011 Oct	-20,7	-7,5	.	.	-31,8	.	.	3,6	.	.	.	15,0	.	.	.
Nov	-47,6	-2,8	.	.	-46,1	.	.	-0,2	.	.	.	1,5	.	.	.
Dic	-55,2	98,2	.	.	-154,3	.	.	5,7	.	.	.	-4,8	.	.	.
2012 Ene	79,3	-35,8	.	.	106,3	.	.	6,3	.	.	.	2,5	.	.	.
Feb	2,9	0,1	.	.	-6,2	.	.	-2,1	.	.	.	11,1	.	.	.
Tasas de crecimiento															
2009	-12,3	-48,1	-48,1	.	-9,4	-9,2	-19,8	24,9	.	26,5	-0,7	-9,9	0,3	-11,6	-9,2
2010	2,3	3,4	2,4	.	-0,2	-0,4	15,5	75,5	.	79,7	11,8	4,1	8,5	1,4	15,4
2011 II	-0,2	12,6	11,8	.	-5,2	-5,6	22,8	91,4	.	98,3	-10,6	4,3	7,2	1,3	19,9
III	1,2	25,9	25,6	.	-4,3	-5,4	79,4	104,6	.	111,8	-8,4	3,1	10,3	-0,5	19,4
IV	0,2	50,6	51,2	.	-8,3	-9,5	89,7	48,5	.	51,2	-9,0	6,7	5,1	4,7	22,4

Fuente: BCE.

7.3 Cuenta financiera

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

7. Activos de reserva ¹⁾

	Activos de reserva													Pro memoria			
	Total	Oro monetario		Tenencias de DEG	Posición de reserva en el FMI	Divisas convertibles								Otros activos	Otros activos en moneda extranjera	Drenajes netos de liquidez a corto plazo en moneda extranjera. Predeterminados	Asignación de DEG
		En mm de euros	En onzas troy de oro fino (millones)			Total	Efectivo y depósitos		Valores				Derivados financieros				
							En las autoridades monetarias y el BPI	En bancos	Total	Acc. y particip.	Bonos y obligaciones	Instrumentos del mercado monetario					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	
Saldos vivos (posición de inversión internacional)																	
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 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	646,7	416,3	346,989	52,9	26,1	151,4	5,5	11,1	135,1	0,6	120,5	14,0	-0,4	0,0	31,4	-24,5	54,5
IV	667,1	422,1	346,846	54,0	30,2	160,9	5,3	7,8	148,1	0,6	134,3	13,3	-0,4	0,0	97,4	-86,0	55,9
2012 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	-83,8	54,6
Mar	671,3	431,7	346,847	52,5	30,9	155,8	4,5	7,6	143,6	-	-	-	0,1	0,3	55,2	-42,5	54,7
Transacciones																	
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	10,5	0,0	-	-0,1	4,9	5,7	-5,4	6,7	4,3	0,0	10,6	-6,3	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	-3,7	0,0	-	0,2	2,4	-6,3	0,3	-2,9	-3,8	0,0	3,0	-6,7	0,0	0,0	-	-	-
IV	6,8	0,0	-	-0,4	3,1	4,1	-0,5	-3,0	7,4	-0,2	8,8	-1,2	0,1	0,0	-	-	-
Tasas de crecimiento																	
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	3,7	-43,3	76,2	3,6	-5,2	10,3	-24,5	-	-	-	-	-
2011 II	2,4	0,0	-	-2,5	49,0	4,8	-34,5	5,0	7,5	1,9	12,4	-14,7	-	-	-	-	-
III	0,9	0,0	-	-2,0	64,6	-2,8	-27,0	-37,0	3,2	1,9	9,9	-42,4	-	-	-	-	-
IV	1,6	0,0	-	-3,0	82,2	-1,1	-30,0	-52,4	6,9	-21,6	14,6	-45,3	-	-	-	-	-

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
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Saldos vivos (posición de inversión internacional)											
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 II	11.057,2	4.729,2	522,7	3.961,4	209,6	212,9	1.421,5	2.329,9	278,0	4.604,5	2.423,3
III	11.464,2	4.896,6	532,0	4.148,9	219,7	246,4	1.420,7	2.431,3	315,2	4.736,6	2.560,4
IV	11.338,1	4.840,4	457,9	4.141,2	221,5	245,0	1.432,0	2.374,3	408,9	4.545,7	2.577,2
Saldos vivos en porcentaje del PIB											
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 II	118,9	50,9	5,6	42,6	2,3	2,3	15,3	25,1	3,0	49,5	26,1
III	122,5	52,3	5,7	44,3	2,3	2,6	15,2	26,0	3,4	50,6	27,4
IV	120,5	51,4	4,9	44,0	2,4	2,6	15,2	25,2	4,3	48,3	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
2010	Saldos vivos (posición de inversión internacional)														
Inversiones directas	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
Inversiones de cartera: Activos	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
I 2011 a IV 2011	Transacciones acumuladas														
Inversiones directas	151,1	78,1	-2,1	-5,5	64,1	21,5	0,0	2,5	11,5	-0,1	-13,4	1,9	25,8	0,0	44,8
En el exterior	348,3	97,0	2,4	-0,3	71,0	23,9	0,0	10,7	14,6	0,5	19,2	85,9	41,9	0,0	78,3
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	303,1	80,3	1,9	-1,0	58,7	20,6	0,0	11,1	9,7	1,2	23,0	67,1	45,8	0,0	64,8
Otro capital	45,2	16,7	0,5	0,6	12,3	3,3	0,0	-0,4	5,0	-0,7	-3,8	18,8	-3,9	0,0	13,5
En la zona del euro	197,2	18,9	4,5	5,1	6,9	2,4	0,0	8,2	3,2	0,6	32,6	84,0	16,1	0,0	33,5
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	208,0	26,9	0,9	7,1	17,2	1,8	0,0	14,7	0,4	1,3	15,8	90,6	21,6	0,0	36,6
Otro capital	-10,8	-8,0	3,6	-1,9	-10,3	0,7	0,0	-6,5	2,8	-0,7	16,7	-6,6	-5,5	0,0	-3,0
Inversiones de cartera: Activos	-47,2	-5,8	-0,4	10,4	-40,1	2,0	22,4	-4,7	5,4	1,0	-5,4	0,4	-27,5	2,8	-13,4
Acc. y participaciones	-69,0	-13,1	-0,8	-0,2	-12,2	-0,3	0,4	3,3	4,0	-5,4	-7,3	-22,3	-9,1	-0,4	-18,8
Valores distintos de acciones	21,8	7,4	0,4	10,6	-28,0	2,3	22,0	-8,0	1,4	6,4	1,8	22,6	-18,4	3,2	5,4
Bonos y obligaciones	-9,0	7,9	3,4	3,1	-15,8	1,3	15,9	-7,6	0,9	-5,2	1,3	-1,9	-20,4	2,4	13,7
Instrum. mercado monetario	30,8	-0,5	-3,0	7,5	-12,1	0,9	6,1	-0,4	0,5	11,6	0,5	24,6	2,1	0,9	-8,3
Otras inversiones	150,7	8,7	1,1	-26,5	86,8	-10,9	-41,9	1,1	0,7	-4,7	-33,4	147,2	127,6	-41,2	-55,3
Activos	158,9	-6,9	-7,5	3,2	3,9	-8,2	1,7	0,4	11,8	1,1	9,1	84,2	58,7	-12,5	13,0
AAPP	1,5	9,8	0,8	-1,9	10,5	-0,4	0,8	0,0	-0,1	-0,5	0,0	-4,9	-1,0	0,4	-2,2
IFM	47,7	-81,4	-9,7	1,0	-64,5	-8,9	0,6	-1,2	9,5	3,2	0,2	80,8	49,8	-13,0	-0,2
Otros sectores	109,7	64,7	1,4	4,0	57,9	1,0	0,4	1,6	2,4	-1,5	8,9	8,3	9,9	0,1	15,4
Pasivos	8,2	-15,6	-8,6	29,7	-83,0	2,6	43,6	-0,7	11,1	5,8	42,5	-63,0	-68,9	28,7	68,3
AAPP	72,7	29,3	0,0	-0,1	1,0	-0,1	28,5	0,0	0,0	0,0	0,3	7,2	-0,3	36,3	0,1
IFM	-154,3	-90,0	-6,0	26,9	-124,2	4,2	9,2	-2,5	7,9	6,9	40,4	-72,4	-75,5	-7,9	38,8
Otros sectores	89,8	45,1	-2,6	3,0	40,3	-1,5	5,9	1,9	3,2	-1,1	1,8	2,2	7,0	0,3	29,5

Fuente: BCE.

7.4 Presentación monetaria de la balanza de pagos ¹⁾

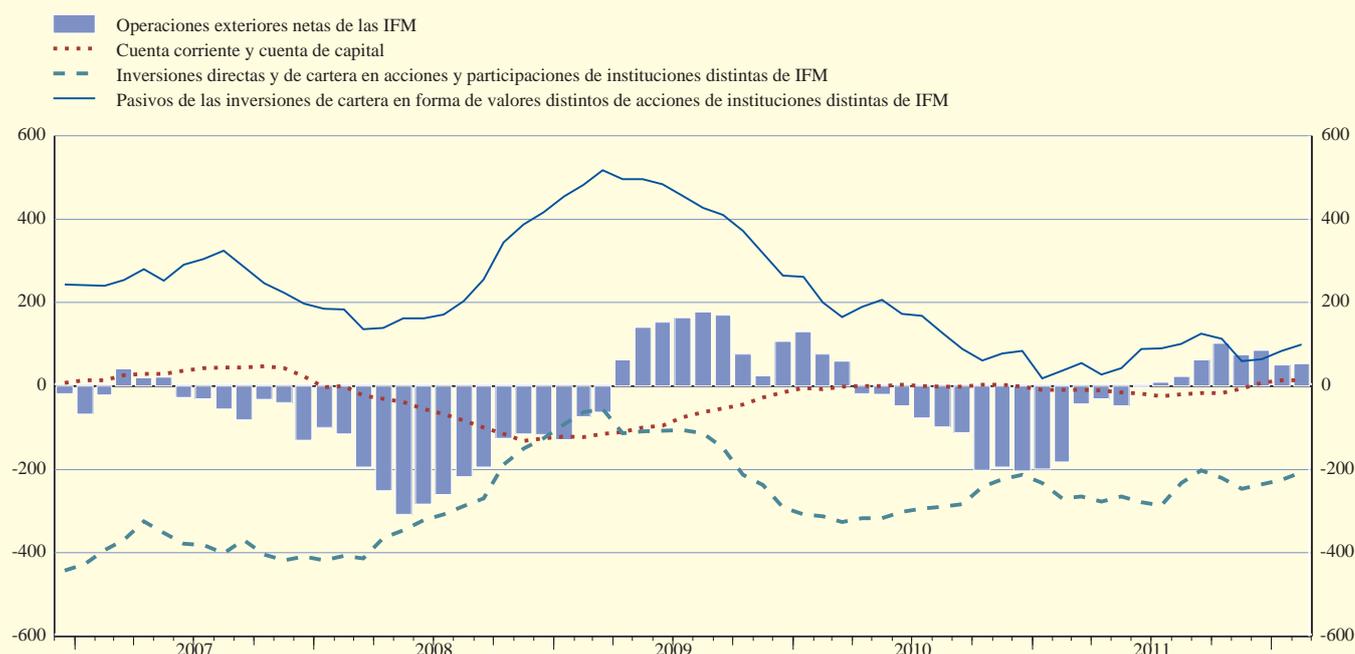
(mm de euros; transacciones)

Balanza de pagos: Contrapartidas de las operaciones exteriores netas de las IFM

	Total	Cuenta corriente y cuenta de capital	Operaciones de instituciones distintas de IFM								Derivados financieros	Errores y omisiones
			Inversiones directas		Inversiones de cartera				Otras inversiones			
			Por residentes en el exterior	Por no residentes en la zona del euro	Activos		Pasivos		Activos	Pasivos		
					Acciones y participaciones	Valores distintos de acciones	Acciones y participaciones	Valores distintos de acciones				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2009	107,7	-15,7	-312,7	226,7	-54,4	-129,8	114,0	265,4	113,8	-123,6	20,0	4,1
2010	-203,6	-1,7	-259,9	163,1	-70,9	-247,3	160,5	84,8	-172,6	119,2	18,5	2,7
2011	85,7	7,6	-335,0	197,1	50,2	-47,3	100,6	64,9	-111,2	162,5	-20,8	17,0
2010 IV	-44,7	15,1	-31,6	85,1	-38,6	-112,9	67,2	1,1	-48,2	12,7	9,0	-3,5
2011 I	81,0	-18,9	-120,5	82,6	5,5	-24,0	98,8	-0,1	-16,3	50,2	-0,4	24,2
II	19,6	-17,9	-53,7	28,5	-23,7	-28,8	0,2	132,0	-35,8	18,5	3,6	-3,3
III	7,5	4,4	-56,0	37,2	40,8	-2,0	-11,7	-7,2	-48,4	73,1	-14,8	-7,9
IV	-22,4	39,9	-104,7	48,7	27,6	7,5	13,3	-59,8	-10,7	20,8	-9,2	4,1
2011 Feb	3,0	-3,4	-40,4	6,3	-2,1	-12,0	46,0	10,6	3,3	-13,9	1,6	7,0
Mar	92,8	0,9	-40,1	35,4	7,7	-1,1	43,0	23,3	-0,3	18,1	-1,4	7,2
Abr	-21,6	-5,1	-46,4	20,8	-14,2	-14,0	4,6	13,7	-0,1	6,0	3,3	9,8
May	-0,9	-13,5	-7,0	3,2	-2,1	-18,5	-15,4	73,4	-29,6	15,6	-1,6	-5,4
Jun	42,1	0,8	-0,3	4,5	-7,4	3,7	10,9	44,9	-6,1	-3,1	1,9	-7,7
Jul	-18,1	3,2	-31,0	12,2	3,9	-16,5	14,5	-21,4	-7,6	21,3	0,3	3,0
Ago	10,7	0,6	1,0	7,7	27,2	1,8	-14,4	-17,1	-12,0	23,9	-8,0	-0,1
Sep	14,9	0,6	-26,1	17,3	9,7	12,7	-11,7	31,3	-28,8	27,8	-7,1	-10,9
Oct	-39,4	5,2	-19,7	13,7	4,4	8,9	-22,9	0,8	-42,4	18,6	-2,2	-3,9
Nov	-28,8	11,5	-47,6	4,5	17,1	-0,6	8,5	-24,2	-6,0	1,3	-3,8	10,4
Dic	45,9	23,3	-37,5	30,4	6,1	-0,8	27,7	-36,4	37,7	0,9	-3,2	-2,4
2012 Ene	-50,6	-10,0	-24,2	20,7	-3,5	-21,5	5,8	-15,0	-7,2	8,8	-4,1	-0,4
Feb	6,5	-4,3	-15,2	5,7	-3,0	-16,3	2,3	25,7	-4,7	9,1	6,2	1,0
<i>transacciones acumuladas de 12 meses</i>												
2012 Feb	53,3	13,2	-294,0	176,3	45,9	-62,1	52,9	99,0	-107,0	148,3	-19,7	0,6

G38 Balanza de pagos: Principales contrapartidas de las operaciones exteriores netas de las IFM ¹⁾

(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 ¹⁾

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

	Total (s.d.)		Exportaciones (FOB)					Importaciones (CIF)					
	Expor- taciones	Impor- taciones	Total				Pro memoria: Manufacturas	Total				Pro memoria:	
			Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo	8		Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo	Manufacturas	Petróleo	
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	311,6	419,9	1.268,8	1.547,9	948,0	230,0	348,4	1.019,8	250,0
2011	12,8	12,5	1.737,8	872,2	350,8	472,0	1.423,0	1.745,0	1.117,6	236,0	364,2	1.097,5	317,9
2011 I	21,7	24,2	426,7	215,1	85,6	115,9	350,2	435,2	277,1	59,4	91,7	277,4	74,5
II	13,2	13,0	429,9	215,9	87,5	116,1	350,9	436,4	280,7	59,0	90,1	276,1	78,0
III	9,6	9,8	437,1	219,6	87,6	118,9	358,3	441,1	283,7	59,3	91,7	275,7	82,2
IV	8,3	4,7	444,2	221,6	90,1	121,1	363,6	432,3	276,2	58,3	90,7	268,3	83,2
2011 Sep	9,8	8,6	146,8	73,7	29,2	40,1	119,3	144,9	93,3	19,3	30,5	91,0	27,8
Oct	5,7	8,2	144,4	72,6	27,9	39,5	116,7	144,1	91,9	19,6	30,2	89,4	27,7
Nov	10,2	4,5	149,1	74,1	31,3	40,2	122,1	144,5	92,2	19,5	30,2	88,8	28,2
Dic	9,0	1,4	150,8	74,9	31,0	41,3	124,7	143,7	92,1	19,2	30,3	90,1	27,3
2012 Ene	10,9	3,8	153,1	76,2	30,1	41,6	122,9	147,9	93,8	20,3	30,3	90,6	28,5
Feb	11,2	6,9	156,8	.	.	.	126,2	153,1	.	.	.	91,9	.
En términos reales (2000 = 100; tasas de variación interanual para las columnas 1 y 2)													
2010	14,9	10,7	136,8	132,4	138,5	143,6	133,9	121,1	113,3	131,9	143,3	128,2	104,7
2011	7,4	2,5	147,6	142,1	152,0	154,6	145,0	124,0	116,9	133,7	143,1	133,0	100,8
2011 I	13,5	7,9	145,9	141,7	148,6	152,3	143,2	125,2	118,3	132,7	145,1	133,8	100,0
II	8,4	3,0	147,0	140,9	153,2	153,9	144,1	124,3	116,9	135,0	143,9	134,7	96,4
III	5,4	2,9	148,2	142,6	152,3	155,4	146,1	125,3	118,5	136,2	143,4	133,8	103,8
IV	3,1	-3,1	149,3	143,1	153,9	156,7	146,7	121,4	114,0	131,0	140,1	129,5	103,0
2011 Ago	9,4	5,1	150,2	144,4	156,2	158,0	149,4	127,4	119,7	140,6	145,3	136,0	103,4
Sep	5,5	1,9	149,1	143,8	152,1	156,7	146,0	123,7	117,0	132,4	143,4	132,7	105,2
Oct	0,3	0,2	145,7	140,1	144,6	153,3	141,3	121,8	114,0	134,1	140,5	129,6	104,0
Nov	5,0	-4,0	150,9	144,6	160,4	156,6	148,6	122,2	114,7	132,0	140,2	129,3	104,6
Dic	4,2	-5,4	151,4	144,6	156,7	160,2	150,3	120,1	113,4	126,9	139,6	129,6	100,4
2012 Ene	6,9	-1,8	152,0	145,7	152,8	157,6	147,0	121,4	113,8	130,8	136,5	127,9	101,1

2. Precios ²⁾

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Precios industriales de exportación (FOB) ³⁾							Precios industriales de importación (CIF)						
	Total (índice: 2005 = 100)	Total				Pro me- moria: Manufac- turas	Total (índice: 2005 = 100)	Total				Pro me- moria: Manufac- turas		
		Bienes intermedios	Bienes de capital	Bienes de consumo	Energía			Bienes intermedios	Bienes de capital	Bienes de consumo	Energía			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
% del total	100,0	100,0	33,1	44,5	17,9	4,5	99,2	100,0	100,0	28,4	27,9	22,1	21,6	81,1
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 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	0,5	3,4	24,0	2,8
2012 I	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	1,2	.	.	1,5
2011 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	1,9	2,2	14,8	3,0	120,2	5,6	-1,0	0,6	2,8	17,8	1,8
2012 Ene	112,6	3,2	2,2	2,0	2,5	17,8	3,2	121,8	5,2	-1,3	1,4	2,4	16,2	1,8
Feb	113,0	3,1	1,6	2,0	2,5	19,0	3,0	122,9	4,6	-1,5	0,9	2,0	15,3	1,2
Mar	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	1,2	.	.	1,3

Fuente: Eurostat.

- 1) Grupos de productos según la clasificación por destino económico de los bienes. A diferencia de los grupos de productos que figuran en el cuadro 2, los bienes intermedios y los bienes de consumo incluyen productos agrícolas y energéticos.
- 2) Grupos de productos según la clasificación por grandes sectores industriales. A diferencia de los grupos de productos que figuran en el cuadro 1, los bienes intermedios y los bienes de consumo no incluyen los productos agrícolas y energéticos. Las manufacturas tienen una composición distinta de la que figura en las columnas 7 y 12 del cuadro 1. Los datos corresponden a índices de precios que recogen la variación del precio de una cesta de productos y no son simples ratios de las cifras relativas al comercio en términos nominales y reales del cuadro 1, que se ven afectadas por cambios en la composición y la calidad de los bienes comerciables. Estos índices difieren de los deflatores del PIB para las exportaciones y las importaciones, que figuran en el cuadro 3 de la sección 5.1, debido principalmente a que estos deflatores se refieren a todos los bienes y servicios, incluido el comercio transfronterizo dentro de la zona del euro.
- 3) Los precios industriales de exportación se refieren a las transacciones directas entre productores de la zona del euro y clientes de fuera de la zona. A diferencia de las cifras relativas al comercio en términos nominales y reales que figuran en el cuadro 1, aquí no están incluidas las exportaciones de los mayoristas ni las reexportaciones.

7.5 Comercio exterior de bienes

(mm de euros; salvo indicación en contrario; datos desestacionalizados)

3. Detalle por área geográfica

	Total	Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro				Rusia	Suiza	Turquía	Estados Unidos	Asia		África	América Latina	Otros países	
		Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE					China	Japón				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Exportaciones (fob)															
2010	1.533,6	30,2	52,6	194,8	208,2	63,0	92,8	47,4	180,6	356,6	94,8	34,6	104,0	73,4	130,1
2011	1.737,8	32,8	60,3	213,2	241,1	79,8	108,9	56,6	197,6	406,1	115,4	39,4	111,1	84,5	145,6
2010 III	397,2	7,5	13,4	50,0	53,7	16,9	23,9	12,2	47,9	92,3	24,0	8,9	26,4	19,4	33,6
IV	406,2	8,2	14,2	50,4	55,9	17,4	24,8	13,3	46,3	93,6	25,6	9,0	27,1	19,0	35,9
2011 I	426,7	8,1	15,0	53,0	59,2	18,6	25,8	15,3	49,6	99,8	28,8	9,3	27,9	20,2	34,1
II	429,9	8,2	15,4	52,7	60,5	19,7	26,1	14,3	48,1	98,4	27,3	9,5	26,8	20,7	38,9
III	437,1	8,3	15,6	53,6	61,1	20,6	28,7	13,6	48,6	101,7	28,7	10,2	27,8	21,7	35,7
IV	444,2	8,3	14,4	53,9	60,3	20,9	28,2	13,5	51,2	106,2	30,6	10,5	28,5	21,9	37,0
2011 Sep	146,8	2,8	5,1	17,8	20,4	7,0	9,9	4,5	15,8	34,1	9,6	3,4	9,5	7,2	12,6
Oct	144,4	2,7	4,8	17,7	19,7	6,6	9,3	4,4	15,7	34,5	10,2	3,6	9,2	6,8	12,9
Nov	149,1	2,8	4,7	18,2	20,3	7,0	9,4	4,4	17,5	35,6	10,2	3,5	9,6	7,2	12,3
Dic	150,8	2,8	4,9	18,0	20,3	7,2	9,5	4,7	18,0	36,2	10,1	3,4	9,7	7,9	11,7
2012 Ene	153,1	2,8	5,0	18,6	20,3	7,1	9,9	4,7	18,2	35,9	10,5	3,5	9,7	7,7	13,2
Feb	156,8	.	.	.	.	7,5	9,8	4,8	18,6	37,4	11,0	3,6	10,2	8,0	.
Porcentaje del total de exportaciones															
2011	100,0	1,9	3,5	12,3	13,9	4,6	6,3	3,3	11,4	23,4	6,6	2,3	6,4	4,9	8,4
Importaciones (cif)															
2010	1.547,9	27,4	47,3	147,8	195,4	112,2	72,8	30,7	129,9	494,8	208,6	51,4	118,8	75,3	95,5
2011	1.745,0	29,7	53,2	166,1	226,5	138,4	80,1	34,8	139,4	548,0	216,9	52,5	128,3	90,5	110,1
2010 III	400,6	6,9	12,4	37,5	49,9	28,2	18,6	7,7	34,3	130,5	55,8	13,2	29,9	19,4	25,2
IV	408,9	7,0	12,5	38,6	52,3	30,3	17,9	8,1	34,2	129,0	54,4	13,1	32,5	21,0	25,4
2011 I	435,2	7,2	13,3	40,9	55,6	36,0	19,1	9,0	35,4	135,8	54,7	13,7	34,9	21,5	26,6
II	436,4	7,6	13,5	41,2	56,4	34,3	19,3	8,8	34,2	139,4	55,7	12,7	30,6	21,9	29,4
III	441,1	7,4	13,8	42,3	57,2	33,0	22,0	8,5	34,5	139,1	54,6	13,2	31,2	23,5	28,7
IV	432,3	7,5	12,7	41,8	57,3	35,1	19,8	8,5	35,4	133,7	52,0	12,8	31,6	23,6	25,3
2011 Sep	144,9	2,5	4,5	14,2	19,2	10,4	7,0	2,6	11,8	44,8	17,3	4,3	10,6	7,6	9,7
Oct	144,1	2,4	4,2	13,8	18,8	12,0	6,6	2,9	11,9	44,9	17,6	4,3	10,7	7,7	8,2
Nov	144,5	2,6	4,3	14,0	19,3	11,7	6,8	2,7	11,7	44,5	17,1	4,3	10,4	7,7	8,8
Dic	143,7	2,5	4,2	14,0	19,2	11,4	6,4	2,9	11,8	44,2	17,3	4,3	10,6	8,1	8,4
2012 Ene	147,9	2,4	4,4	14,0	18,9	11,6	6,8	2,7	12,2	44,5	17,7	4,1	12,0	7,7	10,7
Feb	153,1	.	.	.	.	12,5	6,8	2,8	12,3	46,4	18,5	4,3	13,1	8,2	.
Porcentaje del total de importaciones															
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
Saldo															
2010	-14,2	2,7	5,3	47,0	12,7	-49,1	20,0	16,7	50,7	-138,2	-113,8	-16,8	-14,8	-1,8	34,6
2011	-7,2	3,1	7,1	47,1	14,6	-58,6	28,8	21,9	58,1	-141,8	-101,6	-13,0	-17,2	-6,0	35,6
2010 III	-3,4	0,6	1,0	12,5	3,8	-11,3	5,3	4,5	13,6	-38,2	-31,8	-4,3	-3,5	0,0	8,4
IV	-2,7	1,3	1,7	11,7	3,6	-12,9	6,8	5,2	12,1	-35,4	-28,8	-4,1	-5,4	-1,9	10,5
2011 I	-8,5	0,8	1,7	12,1	3,7	-17,4	6,8	6,3	14,3	-36,0	-26,0	-4,5	-7,0	-1,4	7,5
II	-6,5	0,7	2,0	11,5	4,1	-14,6	6,8	5,5	13,9	-41,0	-28,3	-3,1	-3,8	-1,2	9,5
III	-4,0	0,9	1,7	11,3	3,9	-12,4	6,7	5,1	14,1	-37,4	-25,9	-3,1	-3,3	-1,7	6,9
IV	11,9	0,7	1,7	12,1	2,9	-14,3	8,5	5,0	15,8	-27,5	-21,4	-2,4	-3,1	-1,7	11,6
2011 Sep	1,9	0,3	0,6	3,7	1,2	-3,4	2,9	1,9	4,0	-10,7	-7,7	-0,8	-1,1	-0,4	2,9
Oct	0,2	0,3	0,6	3,9	0,9	-5,4	2,8	1,5	3,9	-10,4	-7,3	-0,7	-1,5	-0,9	4,7
Nov	4,5	0,1	0,4	4,2	1,0	-4,7	2,6	1,7	5,8	-9,0	-6,8	-0,8	-0,8	-0,5	3,6
Dic	7,1	0,3	0,7	4,0	1,1	-4,2	3,1	1,8	6,2	-8,1	-7,2	-0,9	-0,9	-0,2	3,4
2012 Ene	5,3	0,4	0,6	4,6	1,4	-4,4	3,1	2,0	6,0	-8,6	-7,2	-0,6	-2,3	0,0	2,5
Feb	3,7	.	.	.	.	-5,0	3,0	2,0	6,2	-9,0	-7,5	-0,7	-2,9	-0,2	.

Fuente: Eurostat.



TIPOS DE CAMBIO

8.1 Tipos de cambio efectivos ¹⁾

(medias del período; índice: I 1999 = 100)

	TCE-20						TCE-40		
	Nominal	Real, IPC	Real, IPRI	Real, deflactor del PIB	Real, CLUM	Real, CLUT	Nominal	Real, IPC	
	1	2	3	4	5	6	7	8	
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	100,2	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	99,4	96,3	93,3	106,9	94,5	111,6	97,0	
2012 I	99,5	96,9	94,3	.	.	.	108,3	94,1	
2011 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	94,6	-	-	-	108,4	94,1	
Mar	99,8	97,3	94,8	-	-	-	108,6	94,3	
Abr	99,5	96,9	94,5	-	-	-	108,4	94,1	
	<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>								
2012 Abr	-0,4	-0,4	-0,3	-	-	-	-0,2	-0,3	
	<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>								
2012 Abr	-6,0	-6,2	-5,5	-	-	-	-4,9	-5,6	

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 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
2012 Abr	1,9558	24,809	7,4393	0,6993	3,4528	294,81	4,1782	4,3789	8,8650	0,82188	7,4991	2,3520
<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>												
2012 Abr	0,0	0,5	0,1	0,2	0,0	0,9	1,0	0,3	-0,3	-1,5	-0,5	-0,5
<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>												
2012 Abr	0,0	2,1	-0,2	-1,4	0,0	11,1	5,3	6,8	-1,2	-6,9	1,8	7,0
	Dólar australiano	Real brasileño	Dólar canadiense	Yuan renminbi chino	Dólar de Hong Kong	Corona islandesa ¹⁾	Rupia india ²⁾	Rupia indonesia	Shequel israelí	Yen japonés	Ringgit malasio	
	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	
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 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	
2012 Abr	1,2718	2,4405	1,3068	8,2921	10,2163	-	68,1939	12,068,69	4,9362	107,00	4,0277	
<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>												
2012 Abr	1,4	3,1	-0,4	-0,5	-0,3	-	2,5	-0,1	-0,6	-1,7	0,1	
<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>												
2012 Abr	-6,9	6,6	-5,5	-12,0	-9,0	-	6,4	-3,4	-0,4	-11,1	-7,4	
	Peso mexicano	Dólar neozelandés	Corona noruega	Peso filipino	Rublo ruso	Dólar singapurense	Rand sudafricano	Won surcoreano	Franco suizo	Baht tailandés	Dólar estadounidense	
	24	25	26	27	28	29	30	31	32	33	34	
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 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	
2012 Abr	17,1900	1,6095	7,5698	56,145	38,8087	1,6459	10,3060	1,495,40	1,2023	40,639	1,3162	
<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>												
2012 Abr	2,2	-0,1	0,5	-0,9	0,1	-1,0	2,6	0,5	-0,3	0,2	-0,3	
<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>												
2012 Abr	1,6	-12,2	-3,0	-10,0	-4,3	-8,7	6,0	-4,6	-7,4	-6,4	-8,9	

Fuente: BCE.

1) El último tipo de cambio de la corona islandesa se refiere al 3 de diciembre de 2008.

2) Desde el 1 de enero de 2009, el BCE calcula y publica los tipos de cambio de referencia de esta moneda frente al euro. Los datos anteriores son indicativos.



EVOLUCIÓN FUERA DE LA ZONA DEL EURO

9.1 Evolución económica y financiera en otros Estados miembros de la UE

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Bulgaria	República Checa	Dinamarca	Letonia	Lituania	Hungría	Polonia	Rumanía	Suecia	Reino Unido
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
IAPC										
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 IV	2,5	2,8	2,5	4,1	4,0	4,1	4,2	3,4	0,9	4,7
2012 I	1,9	4,0	2,8	3,3	3,6	5,6	4,2	2,7	0,9	3,5
2012 Ene	1,9	3,8	2,8	3,4	3,4	5,6	4,1	2,8	0,7	3,6
Feb	2,0	4,0	2,7	3,3	3,7	5,8	4,4	2,7	1,0	3,4
Mar	1,7	4,2	2,7	3,2	3,7	5,5	3,9	2,5	1,1	3,5
Déficit (-)/superávit (+) de las AAPP en porcentaje del PIB										
2009	-4,3	-5,8	-2,7	-9,8	-9,4	-4,6	-7,4	-9,0	-0,7	-11,5
2010	-3,1	-4,8	-2,5	-8,2	-7,2	-4,2	-7,8	-6,8	0,3	-10,2
2011	-2,1	-3,1	-1,8	-3,5	-5,5	4,3	-5,1	-5,2	0,3	-8,3
Deuda bruta de las AAPP en porcentaje del PIB										
2009	14,6	34,4	40,6	36,7	29,4	79,8	50,9	23,6	42,6	69,6
2010	16,3	38,1	42,9	44,7	38,0	81,4	54,8	30,5	39,4	79,6
2011	16,3	41,2	46,5	42,6	38,5	80,6	56,3	33,3	38,4	85,7
Rendimientos de la deuda pública a largo plazo en porcentaje; media del período										
2011 Oct	5,27	3,14	2,23	5,62	5,06	7,88	5,71	7,72	1,90	2,52
Nov	5,27	3,67	2,01	5,73	5,25	8,53	5,80	7,43	1,69	2,29
Dic	5,23	3,70	1,86	5,93	5,75	8,97	5,84	7,39	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
Feb	5,31	3,12	1,84	5,45	5,15	8,60	5,46	6,99	1,89	1,48
Mar	5,07	3,51	1,89	5,15	5,29	8,73	5,37	6,48	1,95	1,54
Tipo de interés a tres meses en porcentaje; media del período										
2011 Oct	3,68	1,17	1,40	0,99	1,88	6,18	4,80	5,96	2,52	0,97
Nov	3,64	1,15	1,29	1,27	1,87	7,25	4,94	6,01	2,62	1,01
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
Feb	3,19	1,20	1,00	1,31	1,43	8,83	4,97	4,79	2,44	1,07
Mar	2,91	1,23	0,99	1,19	1,31	-	4,95	4,25	2,30	1,04
PIB real										
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 III	1,6	1,3	0,0	5,9	6,7	1,5	4,2	3,4	4,4	0,3
IV	1,6	0,6	0,5	5,9	5,2	1,5	4,4	2,2	1,2	0,5
2012 I	.	.	.	.	4,3	.	.	.	.	0,0
Cuenta corriente y de capital en porcentaje del PIB										
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
III	11,9	-5,7	8,4	0,8	5,7	4,4	-3,3	-4,3	8,6	-3,1
IV	-4,1	-0,6	5,9	2,6	-1,6	3,2	-1,4	-1,8	5,3	-1,6
Deuda externa bruta en porcentaje del PIB										
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	191,3	165,4	87,4	144,0	66,0	75,8	191,3	413,9
2011 II	95,9	55,6	181,8	154,6	85,4	137,2	68,7	76,5	188,2	416,8
III	93,3	57,9	183,5	151,4	82,0	146,9	73,6	76,9	196,4	434,2
IV	92,0	58,4	182,8	145,9	80,8	145,3	72,2	73,5	194,7	426,0
Costes laborales unitarios										
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	-0,2	4,4	0,9	1,7	-0,9	1,6
2011 II	-0,1	0,4	-0,8	3,1	-1,1	5,8	0,1	1,9	-1,0	1,1
III	3,1	0,0	0,9	2,1	-0,9	6,0	2,0	3,9	-0,9	2,4
IV	4,8	0,4	1,5	2,1	3,1	3,4	0,3	0,3	0,4	3,3
Tasa de paro normalizada en porcentaje de la población activa (d.)										
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 IV	11,6	6,6	7,8	14,6	14,3	10,9	10,0	7,5	7,5	8,3
2012 I	12,4	6,7	7,9	.	.	11,2	10,1	7,3	7,5	.
2012 Ene	12,2	6,7	7,9	.	.	11,3	10,1	7,2	7,6	8,2
Feb	12,5	6,8	7,9	.	.	11,1	10,1	7,1	7,5	.
Mar	12,6	6,7	8,1	.	.	11,2	10,1	7,5	7,3	.

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

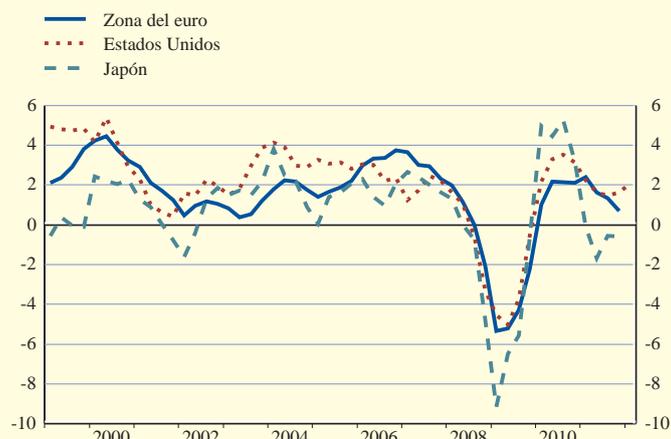
9.2 Evolución económica y financiera en Estados Unidos y Japón

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Índice de precios de consumo	Costes laborales unitarios ¹⁾	PIB a precios constantes	Índice de producción industrial (manufacturas)	Tasa de desempleo en % de la población activa (d.) ²⁾	Agregado monetario amplio ³⁾	Tipos de depósitos interbancarios a 3 meses ⁴⁾	Rendimiento de la deuda pública a 10 años (cupón cero); ⁴⁾ fin de período	Tipo de cambio en moneda nacional por euro ⁵⁾	Déficit (-)/superávit (+) presupuestario en % del PIB	Deuda pública bruta en % del PIB ⁶⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Estados Unidos											
2008	3,8	2,8	-0,3	-4,8	5,8	6,8	2,93	2,70	1,4708	-6,6	61,5
2009	-0,4	-0,6	-3,5	-13,8	9,3	8,0	0,69	4,17	1,3948	-11,6	74,1
2010	1,6	-2,0	3,0	6,3	9,6	2,5	0,34	3,57	1,3257	-10,7	82,4
2011	3,2	1,9	1,7	4,8	9,0	7,3	0,34	2,10	1,3920	-9,7	86,4
2011 I	2,1	1,3	2,2	6,8	9,0	4,7	0,31	3,76	1,3680	-9,9	83,3
II	3,4	1,0	1,6	4,0	9,0	5,5	0,26	3,46	1,4391	-10,2	83,0
III	3,8	2,0	1,5	3,9	9,1	9,2	0,30	2,18	1,4127	-9,6	84,9
IV	3,3	3,1	1,6	4,5	8,7	9,7	0,48	2,10	1,3482	-9,1	86,4
2012 I	2,8	.	2,1	5,5	8,3	10,1	0,51	2,38	1,3108	.	.
2011 Dic	3,0	-	-	4,7	8,5	9,7	0,56	2,10	1,3179	-	-
2012 Ene	2,9	-	-	5,4	8,3	10,4	0,57	1,97	1,2905	-	-
Feb	2,9	-	-	6,0	8,3	10,1	0,50	2,15	1,3224	-	-
Mar	2,7	-	-	5,1	8,2	9,8	0,47	2,38	1,3201	-	-
Abr	.	-	-	.	.	.	0,47	2,11	1,3162	-	-
Japón											
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	-2,5	4,6	2,8	0,19	1,00	110,96	.	.
2011 I	-0,5	0,4	-0,1	-1,3	4,8	2,5	0,19	1,33	112,57	.	.
II	-0,4	1,6	-1,7	-5,9	4,6	2,7	0,20	1,18	117,41	.	.
III	0,1	0,6	-0,5	-1,0	4,4	2,8	0,19	1,04	109,77	.	.
IV	-0,3	.	-0,6	-1,7	4,5	3,0	0,20	1,00	104,22	.	.
2012 I	0,3	.	.	4,6	.	3,0	0,20	1,05	103,99	.	.
2011 Dic	-0,2	-	-	-3,0	4,5	3,2	0,20	1,00	102,55	-	-
2012 Ene	0,1	-	-	-1,6	4,7	3,1	0,20	0,98	99,33	-	-
Feb	0,3	-	-	1,5	4,5	3,0	0,20	1,01	103,77	-	-
Mar	0,5	-	-	14,0	.	3,0	0,20	1,05	108,88	-	-
Abr	.	-	-	.	.	.	0,20	0,94	107,00	-	-

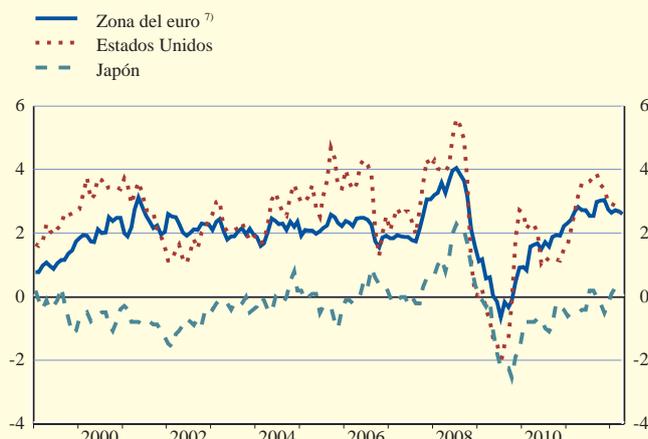
G41 Producto interior bruto a precios constantes

(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).

La tasa de crecimiento interanual a_t del mes t —es decir, la variación en los 12 meses que finalizan en el mes t — se puede calcular utilizando cualquiera de las dos fórmulas siguientes:

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

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

Salvo indicación en contrario, las tasas de crecimiento interanual corresponden al final del período indicado. Por ejemplo, la tasa de variación interanual para el año 2002 se calcula en la fórmula h) dividiendo el índice de diciembre de 2002 por el índice de diciembre de 2001.

Las tasas de crecimiento para períodos inferiores al anual pueden obtenerse adaptando la fórmula h). Por ejemplo, la tasa de crecimiento intermensual a_t^M se puede calcular como:

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

Por último, la media móvil de tres meses centrada de la tasa de crecimiento interanual de M3 se calcula como $(a_{t+1} + a_t + a_{t-1})/3$, donde a_t se define igual que en las fórmulas g) o h).

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LAS SERIES TRIMESTRALES

Si F_t^Q y L_{t-3} se definen como se ha indicado más arriba, el índice I_t de saldos ajustados del trimestre que finaliza en el mes t queda definido como:

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

La tasa de crecimiento interanual de los cuatro trimestres que terminan en el mes t , es decir, a_t , se puede calcular utilizando la fórmula h).

DESESTACIONALIZACIÓN DE LAS ESTADÍSTICAS MONETARIAS DE LA ZONA DEL EURO¹

El procedimiento se basa en una descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12-ARIMA². La desestacionalización puede incluir ajustes por día de la semana y, en el caso de algunas series, se lleva a cabo indirectamente mediante una combinación lineal de los componentes. Este es el caso de M3, que se obtiene agregando las series desestacionalizadas de M1, M2 menos M1, y M3 menos M2.

Los procedimientos de desestacionalización se aplican, en primer lugar, al índice de saldos ajustados³. Las estimaciones de los factores estacionales resultantes se aplican posteriormente a los saldos y a los ajustes que se deriven de las reclasificaciones y las revalorizaciones, que, a su vez, producen operaciones desestacionalizadas. Los factores estacionales y efectos de calendario se revisan anualmente o cuando proceda.

SECCIONES 3.1 A 3.5

IDENTIDAD DE EMPLEOS Y RECURSOS

En la sección 3.1, los datos se ajustan a una identidad contable básica. En el caso de las operaciones

- 1 Para más información, véanse «Seasonal adjustment of monetary aggregates and HIPC for the euro area», BCE (agosto de 2000), y la dirección del BCE en Internet (www.ecb.europa.eu), sección «Statistics», apartado «Monetary and financial statistics».
- 2 Para más información, véanse D. Findley, B. Monsell, W. Bell, M. Otto y B. C. Chen (1998), «New Capabilities and Methods of the X-12-ARIMA Seasonal Adjustment Program», *Journal of Business and Economic Statistics*, 16, 2, pp. 127-152, o «X-12-ARIMA Reference Manual», Time Series Staff, Bureau of the Census, Washington, D. C. A efectos internos, también se utiliza el procedimiento, basado en modelos de TRAMO-SEATS. Para más información sobre TRAMO-SEATS, véase V. Gómez y A. Maravall (1996), «Programs TRAMO and SEATS: Instructions for the user», Documento de Trabajo n.º 9628, Banco de España, Madrid.
- 3 De lo que resulta que, para las series desestacionalizadas, el nivel del índice del período base, es decir, diciembre de 2008, difiere, en general, de 100, como reflejo de la estacionalidad del mes.

no financieras, el total de los empleos es igual al total de los recursos en cada una de las categorías. Esta identidad contable también se refleja en la cuenta financiera, es decir, para cada categoría de instrumento financiero, el total de las operaciones de activos financieros es igual al total de las operaciones de pasivos. En la cuenta de otras variaciones de activos y en los balances financieros, el total de activos financieros es igual al total de pasivos en cada categoría de instrumento financiero, salvo en el caso del oro monetario y los derechos especiales de giro, que, por definición, no constituyen un pasivo de ningún sector.

CÁLCULO DE LOS SALDOS CONTABLES

Los saldos contables al final de cada cuenta de las secciones 3.1, 3.2 y 3.3 se calculan de la manera siguiente:

El saldo comercial es la diferencia entre las importaciones y las exportaciones de bienes y servicios de la zona del euro frente al resto del mundo. El excedente neto de explotación y la renta mixta solo se definen para los sectores residentes y se calculan por diferencia entre el valor añadido bruto (producto interior bruto a precios de mercado de la zona del euro) y la suma de las siguientes partidas: remuneración de los asalariados (empleos), otros impuestos menos subvenciones sobre la producción (empleos) y consumo de capital fijo (empleos).

La renta nacional neta solo se define para los sectores residentes y se calcula como la suma del excedente neto de explotación y la renta mixta, más la remuneración de los asalariados (recursos), más los impuestos menos subvenciones sobre la producción (recursos), más las rentas de la propiedad netas (recursos menos empleos).

La renta disponible neta también se define solo para los sectores residentes y es igual a la renta nacional neta más los impuestos corrientes netos sobre la renta y el patrimonio (recursos menos empleos), más las cotizaciones sociales netas (recursos menos empleos), más las prestaciones

sociales netas distintas de transferencias sociales en especie (recursos menos empleos), más otras transferencias corrientes netas (recursos menos empleos).

El ahorro neto se define para los sectores residentes y se calcula como la suma de la renta disponible neta, más el ajuste por la variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones (recursos menos empleos), menos el gasto en consumo final (empleos). Para el resto del mundo, la cuenta de operaciones corrientes con el exterior se calcula sumando al saldo de la balanza comercial todas las rentas netas (recursos menos empleos).

La capacidad/necesidad de financiación se calcula a partir de la cuenta de capital como la diferencia entre la suma del ahorro neto y las transferencias de capital netas (recursos menos empleos), menos la formación bruta de capital (empleos) y las adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos (empleos), más el consumo de capital fijo (recursos). También puede calcularse en la cuenta financiera por la diferencia entre el total de operaciones de activos financieros y el total de operaciones de pasivos [lo que se conoce también como variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto derivadas de operaciones]. En los sectores hogares y sociedades no financieras existe una discrepancia estadística entre los saldos contables calculados a partir de la cuenta de capital y aquellos que se obtienen a partir de la cuenta financiera.

Las variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto derivadas de operaciones se calculan como el total de operaciones de activos financieros menos el total de operaciones de pasivos, mientras que otras variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto se calculan como (el total) de otras variaciones de los activos financieros menos (el total) de otras variaciones de pasivos.

El patrimonio (riqueza) financiero neto se calcula por la diferencia entre el total de activos financieros y el total de pasivos, mientras que las variaciones de dicho patrimonio (riqueza) son

iguales a la suma de las variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto derivadas de operaciones (capacidad/necesidad de financiación obtenida a partir de la cuenta financiera) y de las otras variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto.

Las variaciones del patrimonio (riqueza) neta se calculan como las variaciones del patrimonio (riqueza) neto atribuibles al ahorro y a las transferencias de capital más otras variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto y otras variaciones de activos no financieros.

El patrimonio (riqueza) neto de los hogares se calcula como la suma de los activos no financieros y el patrimonio (riqueza) financiero neto de los hogares.

SECCIONES 4.3 Y 4.4

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LOS VALORES DISTINTOS DE ACCIONES Y LAS ACCIONES COTIZADAS

Las tasas de crecimiento se calculan a partir de las operaciones financieras y, por lo tanto, excluyen las reclasificaciones, las revalorizaciones, las variaciones del tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones. Se pueden calcular a partir de los flujos o del índice de saldos nominales. Si N_t^M representa el flujo (emisiones netas) en el mes t y L_t el saldo vivo a fin del mes t , el índice I_t de los saldos nominales en el mes t queda definido como:

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

Como base, se fija el índice igual a 100 en diciembre de 2008. La tasa de crecimiento a_t del mes t correspondiente a la variación de los 12 meses que terminan en el mes t se puede calcular utilizando cualquiera de las dos fórmulas siguientes:

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

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

El método para calcular las tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones es el mismo que se emplea para los agregados monetarios. La única diferencia estriba en que aquí se usa una «N» en lugar de una «F», con el fin de mostrar que el método utilizado para obtener las «emisiones netas» de las estadísticas de emisiones de valores es distinto del utilizado para calcular las «operaciones» equivalentes de los agregados monetarios.

La tasa media de crecimiento del trimestre que finaliza en el mes t se calcula como:

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

donde I_t es el índice de saldos nominales del mes t . Del mismo modo, la tasa media de crecimiento del año que finaliza en el mes t se calcula como:

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

La fórmula de cálculo que se emplea en la sección 4.3 también se usa en la sección 4.4, y se basa, igualmente, en la utilizada en el caso de los agregados monetarios. La sección 4.4 se basa en valores de mercado, y los cálculos se basan en operaciones financieras que excluyen las reclasificaciones, las revalorizaciones y otros cambios que no se deriven de operaciones. Las variaciones del tipo de cambio no se incluyen, pues todas las acciones cotizadas cubiertas están denominadas en euros.

DESESTACIONALIZACIÓN DE LAS ESTADÍSTICAS DE EMISIONES DE VALORES⁴

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12 ARIMA. La desestacionalización del total de valores emitidos se realiza indirectamente mediante la combinación lineal del detalle por sector y por plazo a la emisión.

Los procedimientos de desestacionalización se aplican al índice de saldos nominales. Las estimaciones resultantes de los factores estacionales se aplican posteriormente a los saldos vivos, de donde se obtienen las emisiones netas desestacionalizadas. Los factores estacionales se revisan anualmente o cuando proceda.

Al igual que en las fórmulas l) y m), la tasa de crecimiento a_t del mes t correspondiente a la variación en los seis meses que terminan en el mes t se puede calcular utilizando cualquiera de las dos fórmulas siguientes:

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

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

CUADRO 1 DE LA SECCIÓN 5.1

DESESTACIONALIZACIÓN DEL IAPC⁴

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12-ARIMA (véase nota 2 de la página S78). La desestacionalización del IAPC general de la zona del euro se realiza indirectamente agregando las series desestacionalizadas de la zona del euro correspondientes a los alimentos elaborados, los alimentos no elaborados y los bienes industriales, excluida la energía, y los servicios. Se añade la energía sin ajustar, dado que no existe eviden-

cia estadística de su carácter estacional. Los factores estacionales se revisan anualmente o cuando proceda.

CUADRO 2 DE LA SECCIÓN 7.1

DESESTACIONALIZACIÓN DE LA BALANZA POR CUENTA CORRIENTE DE LA BALANZA DE PAGOS

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12-ARIMA o TRAMO-SEATS, dependiendo de las balanzas. En los datos originales de la balanza de bienes, servicios, rentas y transferencias corrientes se realiza un ajuste previo para tener en cuenta efectos de días laborables significativos. El ajuste por días laborables en la balanza de bienes y servicios está corregido por días festivos nacionales. La desestacionalización de ambas balanzas se lleva a cabo utilizando estas series ajustadas previamente. La desestacionalización del total de la balanza por cuenta corriente se realiza agregando las series desestacionalizadas para las balanzas de bienes, servicios, rentas y transferencias corrientes. Los factores estacionales y efectos de calendario se revisan semestralmente o cuando proceda.

SECCIÓN 7.3

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

La tasa de crecimiento interanual para el trimestre t se calcula a partir de las transacciones (F_t) y las posiciones (L_t) trimestrales de la siguiente manera:

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

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

4 Para más información, véanse «Seasonal adjustment of monetary aggregates and HIPC for the euro area», BCE (agosto de 2000), y la dirección del BCE en Internet (www.ecb.europa.eu), sección «Statistics», apartado «Monetary and financial statistics».



NOTAS GENERALES

Las estadísticas para la zona del euro en su conjunto se incluyen en la sección «Estadísticas de la zona del euro», del Boletín Mensual. En la sección «Statistics», que figura en la dirección del BCE en Internet (www.ecb.europa.eu), pueden consultarse series de datos más largas y detalladas, así como notas explicativas. Se puede acceder fácilmente a los datos a través de la «Statistical Data Warehouse» (SDW) del BCE (<http://sdw.ecb.europa.eu>), que permite realizar búsquedas y descargas de datos. Entre los servicios disponibles en el apartado «Data services», se encuentran la posibilidad de suscribirse a distintos conjuntos de datos y un repositorio de ficheros comprimidos en formato CSV (*comma separated values*). Puede solicitarse más información a través de statistics@ecb.europa.eu.

Como norma general, la fecha de cierre de las estadísticas incluidas en el Boletín Mensual es el día anterior a la primera reunión mantenida en el mes por el Consejo de Gobierno del BCE. Para esta edición, la fecha de cierre ha sido el 2 de mayo 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 1999¹ se expresan en unidades resultantes de la conversión de las monedas nacionales a los tipos de cambio irrevocables fijados el 31 de diciembre de 1998. Salvo indicación en contrario, las estadísticas de precios y costes anteriores a 1999 se basan en datos expresados en monedas nacionales.

Cuando ha sido necesario, se han utilizado métodos de agregación y de consolidación (incluida la consolidación entre países).

Los últimos datos suelen ser provisionales y pueden ser objeto de revisión. Cabe la posibilidad de que se produzcan discrepancias entre los totales y sus componentes debido al redondeo.

El grupo de «Otros Estados miembros de la UE» comprende Bulgaria, la República Checa, Dinamarca, Letonia, Lituania, Hungría, Polonia, Rumanía, Suecia y Reino Unido.

En la mayoría de las ocasiones, la terminología utilizada en los cuadros sigue estándares internacionales, como los del Sistema Europeo de Cuentas 1995 y los del Manual de Balanza de Pagos del FMI. Las operaciones se refieren a intercambios voluntarios (medidos directamente u obtenidos a partir de otros datos), mientras que los flujos también incluyen los cambios en los saldos vivos debidos a variaciones de precios, de tipo de cambio, saneamientos y otras variaciones.

En los cuadros, «hasta (x) años» quiere decir «inferior o igual a (x) años».

PANORÁMICA GENERAL

La evolución de los principales indicadores de la zona del euro se resume en un cuadro general.

ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA

En la sección 1.4 se recogen estadísticas de reservas mínimas y de liquidez. Los períodos de mantenimiento de reservas comienzan todos los meses el día en que se liquida la operación principal de financiación (OPF) posterior a la reunión del Consejo de Gobierno en la que esté previsto efectuar la valoración de la orientación de la política monetaria y terminan el día anterior a la fecha de liquidación correspondiente del mes siguiente. Los datos anuales y trimestrales se refieren a las medias del último período de mantenimiento del año/trimestre.

En el cuadro 1 de la sección 1.4 figuran los componentes de la base de reservas de las entidades de crédito sujetas a reservas mínimas. Los pasivos frente a otras entidades de crédito sujetas al sistema de reservas mínimas del SEBC, el BCE y los bancos centrales nacionales participantes quedan excluidos de la base de reservas. Cuando una entidad de crédito no pueda justificar el importe de sus emisiones de valores distintos de acciones hasta dos años mantenidos por las instituciones mencionadas, puede deducirse un determinado porcentaje de estos pasivos de su base de reservas. El porcentaje utilizado para calcular la base de reservas fue del 10 % hasta noviembre de 1999 y del 30 % a partir de esa fecha.

El cuadro 2 de la sección 1.4 contiene los datos medios de períodos de mantenimiento completos. En primer lugar, el importe de las reservas obligatorias de cada entidad de crédito se calcula aplicando los coeficientes de reservas de las categorías de pasivos correspondientes a los pasivos computables, utilizando los datos del balance a fin de cada mes. Posteriormente, cada entidad de crédito deduce de esta

¹ Las estadísticas monetarias de las secciones 2.1 a 2.8 para los períodos anteriores a enero de 1999 pueden consultarse en la dirección del BCE en Internet (<http://www.ecb.europa.eu/stats/services/downloads/html/index.en.html>) y en la SDW (<http://sdw.ecb.europa.eu/browse.do?node=2018811>).

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/2008/32². En la tercera edición del manual «Monetary financial institutions and markets statistics sector manual – Guidance for the statistical classification of customers» (BCE, marzo de 2007), se detallan las definiciones de los sectores.

En la sección 2.8 figuran los saldos vivos y las operaciones registradas en el balance de los fondos de inversión de la zona del euro (distintos de los fondos del mercado monetario, que se incluyen en las estadísticas del balance de las IFM). Un fondo de inversión es una institución de inversión colectiva que invierte el capital obtenido del público en activos financieros o no financieros. En la dirección del BCE en Internet se publica una lista completa de los fondos de inversión de la zona del euro. El balance es agregado, de tal modo que los activos de los fondos de inversión incluyen sus participaciones en otros fondos de inversión. Las participaciones de los fondos de inversión también se detallan por política de inversión [es decir, fondos de renta fija, fondos de renta variable, fondos mixtos, fondos inmobiliarios; fondos de inversión libre (hedge fund) y otros fondos] y por tipo de fondo (es decir, fondos de inversión de capital variable y de capital fijo). En la sección 2.9 se presenta más información sobre los principales tipos de activos manteni-

dos por los fondos de inversión de la zona del euro. En esta sección se incluye el detalle geográfico de los emisores de los valores mantenidos por los fondos de inversión, desagregados por sector económico cuando son residentes en la zona del euro.

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

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

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

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

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

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

CUENTAS DE LA ZONA DEL EURO

En la sección 3.1 se presentan datos relativos a las cuentas trimestrales integradas de la zona del euro, que ofrecen información completa sobre la actividad económica de los hogares (incluidas las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares), las sociedades no financieras, las instituciones financieras y las Administraciones Públicas, y sobre la interacción entre estos sectores y la zona del euro y el resto del mundo. Los datos no desestacionalizados sobre precios corrientes corresponden al último trimestre disponible, siguiendo una secuencia simplificada de cuentas, de conformidad con el marco metodológico del Sistema Europeo de Cuentas 1995.

Expresado en forma sucinta, la secuencia de cuentas (operaciones) comprende: (1) la cuenta de explotación, que indica cómo se materializan las actividades de producción en diversas categorías de renta; (2) la cuenta de asignación de la renta primaria, que registra los ingresos y gastos relacionados con diversas formas de rentas de la propiedad (para el total de la economía, el saldo contable de la cuenta de renta primaria es la renta nacional); (3) la cuenta de distribución secundaria de la renta, que muestra cómo varía la renta nacional de un sector institucional como consecuencia de las transferencias corrientes; (4) la cuenta de utilización de la renta, que permite observar cómo se distribuye la renta disponible entre consumo y ahorro; (5) la cuenta de capital, que muestra cómo

se dedican el ahorro y las transferencias de capital netas a la adquisición de activos no financieros (el saldo contable de la cuenta de capital es la capacidad o necesidad de financiación), y (6) la cuenta financiera, que registra las adquisiciones netas de activos financieros y los pasivos netos contraídos. Como cada operación no financiera tiene su reflejo en una operación financiera, el saldo contable de la cuenta financiera también es igual, conceptualmente, a la capacidad o necesidad de financiación, calculada a partir de la cuenta de capital.

Además, se presentan los balances financieros correspondientes al inicio y al final del período, lo que permite observar la riqueza financiera de cada sector en un momento dado. Finalmente, se incluyen también otras variaciones de los activos financieros y de los pasivos (por ejemplo, las resultantes del impacto de las variaciones de los precios de los activos).

La cobertura por sectores de la cuenta financiera y de los balances financieros es más detallada en el caso de las instituciones financieras, pues presentan el detalle por IFM, otros intermediarios financieros (incluidos los auxiliares financieros) y empresas de seguros y fondos de pensiones.

En la sección 3.2 se presentan los flujos (operaciones) acumulados de cuatro trimestres de las «cuentas no financieras» de la zona del euro [es decir, las cuentas (1) a (5) descritas anteriormente], siguiendo igualmente la secuencia simplificada de cuentas.

En la sección 3.3 se muestran los flujos (operaciones y otras variaciones) acumulados de cuatro trimestres de las cuentas de renta, gasto y acumulación de los hogares, así como los saldos vivos de los balances financieros y no financieros conforme a una presentación más analítica de los datos. Las operaciones específicas de cada sector y los saldos contables se presentan de tal manera que se facilita una descripción más clara de las decisiones de los hogares en materia de financiación e inversión, respetando al mismo tiempo las identidades contables que se presentan en las secciones 3.1 y 3.2.

En la sección 3.4 se muestran los flujos (operaciones) acumulados de cuatro trimestres de las cuentas de renta y acumulación de las sociedades no financieras, así como los saldos vivos del balance financiero, conforme a una presentación más analítica de los datos.

En la sección 3.5 se presentan los flujos financieros (operaciones y otras variaciones) acumulados de cuatro trimestres y los saldos vivos de los balances financieros de las empresas de seguros y los fondos de pensiones.

MERCADOS FINANCIEROS

Las series de estadísticas relativas a los mercados financieros de la zona del euro incluyen los Estados miembros que habían adoptado el euro en la fecha a que hacen referencia (es decir, composición cambiante), salvo las de valores distintos de acciones (secciones 4.1 a 4.4), que se refieren al Euro-16 para toda la serie temporal (es decir, composición fija).

El BCE elabora las estadísticas de valores distintos de acciones y de acciones cotizadas (secciones 4.1 a 4.4) a partir de datos del SEBC y del BPI. En la sección 4.5 se presentan las estadísticas de tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos y a los préstamos denominados en euros recibidos y concedidos a sectores residentes en la zona del euro. El BCE elabora las estadísticas relativas a los tipos de interés del mercado monetario, al rendimiento de la deuda pública a largo plazo y a los índices bursátiles (secciones 4.6 a 4.8), a partir de la información distribuida a través de las pantallas de las diferentes agencias.

Las estadísticas sobre emisiones de valores incluyen (i) los valores distintos de acciones, excluidos los derivados financieros, y (ii) las acciones cotizadas. Los valores distintos de acciones se presentan en las secciones 4.1, 4.2 y 4.3, y las acciones cotizadas en la sección 4.4. Los valores distintos de acciones se clasifican en valores a corto plazo y valores a largo plazo. «A corto plazo» se refiere a valores con un plazo a la emisión infe-

rior o igual a un año (en casos excepcionales, inferior o igual a dos años). Los valores con (i) un plazo a la emisión superior a un año, (ii) fechas de amortización opcionales, siendo la última superior a un año, o (iii) fecha indefinida de amortización, se clasifican como «a largo plazo». Las emisiones de valores distintos de acciones a largo plazo por residentes en la zona del euro se clasifican a su vez en emisiones a tipo de interés fijo y a tipo de interés variable. En las emisiones a tipo de interés fijo, el cupón no varía a lo largo de la vida de la emisión. Las emisiones a tipo de interés variable comprenden todas las emisiones en las que el cupón vuelve a fijarse periódicamente con referencia a un tipo de interés o índice independiente. Los valores denominados en euros que figuran en las secciones 4.1, 4.2 y 4.3 también incluyen partidas expresadas en las denominaciones nacionales del euro.

En la sección 4.1 figuran los valores distintos de acciones, desagregados por plazo a la emisión, residencia del emisor y moneda. En esta sección se presenta el detalle de los saldos vivos, las emisiones brutas y las emisiones netas de los valores distintos de acciones por (i) emisiones denominadas en euros y en todas las monedas; (ii) emisiones de residentes en la zona del euro y total de emisiones, y (iii) total de valores distintos de acciones y valores distintos de acciones a largo plazo. Las emisiones netas difieren de las variaciones del saldo en circulación debido a cambios de valoración, reclasificaciones y otros ajustes. En esta sección se presentan también estadísticas desestacionalizadas, que incluyen las tasas de crecimiento de seis meses anualizadas y desestacionalizadas para el total de valores distintos de acciones y para los valores distintos de acciones a largo plazo. Los datos desestacionalizados se obtienen a partir del índice de saldos nominales, del que se han eliminado los efectos estacionales. Para más información, véanse las Notas Técnicas.

En la sección 4.2 figura un detalle por sectores de los saldos vivos, de las emisiones brutas y de las emisiones netas de los residentes en la zona del euro que es conforme con el SEC 95. El BCE está incluido en el Eurosistema.

Los saldos vivos totales del total de valores distintos de acciones y de valores distintos de acciones a largo plazo que figuran en la columna 1 del cuadro 1 de la sección 4.2 se corresponden con los datos de saldos del total de valores distintos de acciones y de valores distintos de acciones a largo plazo emitidos por los residentes en la zona del euro que se recogen en la columna 7 de la sección 4.1. Los saldos vivos del total de valores distintos de acciones y de valores distintos de acciones a largo plazo emitidos por las IFM que se presentan en la columna 2 del cuadro 1 de la sección 4.2 son prácticamente comparables con los datos de valores distintos de acciones que aparecen en el pasivo del balance agregado de las IFM, columna 8 del cuadro 2 de la sección 2.1. Las emisiones netas totales del total de valores distintos de acciones que figuran en la columna 1 del cuadro 2 de la sección 4.2 se corresponden con los datos del total de emisiones netas realizadas por residentes en la zona del euro que se recogen en la columna 9 de la sección 4.1. La diferencia residual entre los valores distintos de acciones a largo plazo y el total de valores distintos de acciones a largo plazo emitidos a tipo de interés fijo y a tipo de interés variable que figuran en el cuadro 1 de la sección 4.2 se debe a los bonos de cupón cero y a los efectos de revalorización.

En la sección 4.3 se presentan las tasas de crecimiento, desestacionalizadas y sin desestacionalizar, de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro (detallados por plazo a la emisión, tipo de instrumento, sector emisor y moneda), basadas en las operaciones financieras que se producen cuando una unidad institucional contrae o cancela pasivos. Por lo tanto, las tasas de crecimiento excluyen las reclasificaciones, las revalorizaciones, las variaciones de tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones. Las tasas de crecimiento desestacionalizadas se han anualizado por motivos de presentación. Para más información, véanse las Notas Técnicas.

En las columnas 1, 4, 6 y 8 del cuadro 1 de la sección 4.4 se recogen los saldos vivos de las acciones cotizadas emitidas por los residentes en la

zona del euro por sector emisor. Los datos mensuales de las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras se corresponden con las series trimestrales que aparecen en la sección 3.4 (balance financiero, acciones cotizadas).

En las columnas 3, 5, 7 y 9 del cuadro 1 de la sección 4.4 figuran las tasas de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro (por sector emisor), basadas en las operaciones financieras que se producen cuando un emisor emite acciones o las amortiza por efectivo, excluidas las inversiones en acciones propias. El cálculo de las tasas de crecimiento interanual excluye las reclasificaciones, las revalorizaciones y otros cambios que no se deriven de operaciones.

En la sección 4.5 se presentan las estadísticas de todos los tipos de interés que las IFM residentes en la zona del euro aplican a los depósitos y a los préstamos denominados en euros frente a hogares y sociedades no financieras residentes en la zona. Los tipos de interés aplicados por las IFM de la zona del euro para cada categoría se calculan como media ponderada (por volumen de operaciones correspondiente) de los tipos de interés aplicados en los países de la zona del euro.

Las estadísticas de tipos de interés de las IFM aparecen detalladas por tipo de operación, sector, instrumento y vencimiento, período de preaviso o período inicial de fijación del tipo de interés. Estas estadísticas de tipos de interés sustituyeron a las diez series estadísticas provisionales relativas a los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito de la zona del euro a su clientela, que se publicaban en el Boletín Mensual desde enero de 1999.

La sección 4.6 presenta los tipos de interés del mercado monetario en la zona del euro, Estados Unidos y Japón. En el caso de la zona del euro se incluye una amplia gama de tipos de interés del mercado monetario, que abarca desde tipos de interés aplicados a los depósitos a un día, hasta los aplicados a los depósitos a doce meses. Con anterioridad a enero de 1999, los tipos de interés sintéticos de la zona del euro se calculaban a partir de

los tipos de interés nacionales ponderados por el PIB. Salvo en el caso del tipo de interés a un día antes de enero de 1999, los valores mensuales, trimestrales y anuales son medias del período. Los depósitos a un día están representados por los tipos de oferta de los depósitos interbancarios a fin de período hasta diciembre de 1998 y, posteriormente, por medias del período del índice medio del tipo de interés del euro a un día (EONIA). Desde enero de 1999, los tipos de interés aplicados a los depósitos a uno, tres, seis y doce meses en la zona del euro son tipos de interés de oferta en el mercado interbancario del euro (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 Svensson⁵. Se incluyen también los diferenciales entre los tipos de los bonos con vencimiento a diez años y los de los bonos con vencimiento a tres meses y a dos años. En la dirección <http://www.ecb.europa.eu/stats/money/yc/html/index.en.html> pueden consultarse otras curvas de tipos (publicación diaria, incluidos gráficos y cuadros) y la información metodológica correspondiente. También pueden descargarse datos diarios.

En la sección 4.8 figuran los índices bursátiles de la zona del euro, Estados Unidos y Japón.

PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

La mayoría de los datos presentados en esta sección son elaborados por la Comisión Europea (principalmente, Eurostat) y las autoridades estadísticas nacionales. Los resultados de la zona del euro se obtienen por agregación de los datos de los distintos países. En la medida de lo posible, los datos se han

armonizado y son comparables. Las estadísticas relativas a los índices de costes laborales, al PIB y a los componentes del gasto, al valor añadido por ramas de actividad, a la producción industrial, a las ventas del comercio al por menor, a las matriculaciones de automóviles y al empleo en términos de horas trabajadas están ajustadas por días laborables.

El Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) de la zona del euro (cuadro 1 de la sección 5.1), disponible a partir de 1995, se basa en los IAPC nacionales, que siguen la misma metodología en todos los países de la zona del euro. El detalle por componentes de bienes y servicios se obtiene de la Clasificación del Consumo Individual por Finalidad (COICOP/IAPC). El IAPC abarca el gasto monetario en consumo final de los hogares en el territorio económico de la zona del euro. El cuadro incluye los datos desestacionalizados del IAPC y estimaciones experimentales de los precios administrados basadas en el IAPC, elaboradas por el BCE.

Los datos relativos a los precios industriales (cuadro 2 de la sección 5.1), la producción industrial, los nuevos pedidos, la cifra de negocios y las ventas del comercio al por menor (sección 5.2) siguen el Reglamento (CE) n° 1165/98 del Consejo, de 19 de mayo de 1998, sobre las estadísticas coyunturales⁶. Desde enero de 2009, se ha aplicado en la elaboración de las estadísticas coyunturales la nomenclatura de actividades económicas revisada (NACE Revisión 2) incluida en el Reglamento (CE) n° 1893/2006, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de diciembre de 2006, por el que se establece la nomenclatura estadística de actividades económicas NACE Revisión 2, y por el que se modifican el Reglamento del Consejo (CEE) n° 3037/90 y determinados Reglamentos de la CE sobre aspectos estadísticos específicos⁷. El detalle por destino final de los productos en el caso de los precios industriales y de la producción industrial corresponde a la subdivisión armonizada de la

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 2007⁸. Los precios industriales reflejan los precios de venta en fábrica. Incluyen los impuestos indirectos, excepto el IVA y otros impuestos deducibles. La producción industrial refleja el valor añadido del sector de que se trate.

Los dos índices de precios de las materias primas no energéticas mostrados en el cuadro 3 de la sección 5.1 se elaboran incluyendo la misma cesta de materias primas, pero con dos sistemas de ponderación distintos: uno se basa en las respectivas importaciones de materias primas de la zona del euro (columnas 2 a 4), y el otro (columnas 5 a 7) se basa en la demanda interna estimada, o destino, de la zona del euro, tomando en consideración información sobre las importaciones, las exportaciones y la producción interna de cada materia prima (prescindiendo, por simplicidad, de las existencias, que se supone que son relativamente estables a lo largo del período observado). El índice de precios de las materias primas ponderado por las importaciones es adecuado para analizar el entorno exterior, mientras que el índice ponderado por el destino es apropiado para el fin específico de analizar las presiones de los precios internacionales de las materias primas sobre la inflación de la zona del euro. Los índices de precios de las materias primas ponderados por el destino son datos experimentales. Para más información sobre la compilación de los índices de precios de las materias primas elaborados por el BCE, véase el recuadro 1 del Boletín Mensual de diciembre de 2008.

Los índices de costes laborales (cuadro 5 de la sección 5.1) miden las variaciones de los costes laborales por hora trabajada en la industria (incluida la construcción) y en los servicios de mercado. La metodología está establecida en el Reglamento (CE) nº 450/2003 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de febrero de 2003, sobre el índice de costes laborales⁹, y en el Reglamento de aplicación (CE) nº 1216/2003 de la Comisión, de 7 de julio de 2003¹⁰. Se dispone del detalle de los índices de costes laborales de la zona del euro por componentes (sueldos y

salarios, cotizaciones sociales a cargo de la empresa, más los impuestos relacionados con el empleo pagados por el empresario, menos las subvenciones recibidas por éste) y por ramas de actividad. El BCE calcula el indicador de salarios negociados (pro memoria del cuadro 3 de la sección 5.1) a partir de datos nacionales no armonizados.

Los componentes de los costes laborales unitarios (cuadro 4 de la sección 5.1), el PIB y sus componentes (cuadros 1 y 2 de la sección 5.2), los deflatores del PIB (cuadro 3 de la sección 5.1) y las estadísticas de empleo (cuadros 1, 2 y 3 de la sección 5.3) se basan en las cuentas nacionales trimestrales SEC 95¹¹. El SEC 95 fue modificado por el Reglamento (UE) nº 715/2010 de la Comisión, de 10 de agosto de 2010¹² 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 2000¹³, 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 Públicas¹⁴. 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)¹⁵, modificada por la Orientación del BCE de 31 de mayo de 2007 (BCE/2007/3)¹⁶. 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

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 inversiones de cartera (junio de 2002), renta de inversiones de cartera (agosto de 2003) e inversión exterior directa (marzo de 2004), que pueden descargarse del sitio web del BCE, se encuentra información adicional sobre las metodologías y los recursos utilizados en las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional de la zona del euro. Por otra parte, en el sitio web del Comité de Estadísticas Monetarias, Financieras y de Balanza de Pagos (www.cmfb.org) se puede consultar un informe del grupo de trabajo del BCE y la Comisión Europea (Eurostat) sobre la calidad de las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional (junio de 2004). En la dirección del BCE en Internet puede consultarse el informe anual sobre la calidad de las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional de la zona del euro, elaborado de conformidad con las recomendaciones del grupo de trabajo y con los principios básicos del «ECB Statistics Quality Framework», publicado en abril de 2008.

El 9 de diciembre de 2011, El Consejo de Gobierno del BCE adoptó la Orientación del BCE sobre las exigencias de información estadística del BCE en materia de estadísticas exteriores (BCE/2011/23)¹⁷. Este acto jurídico establece nuevas exigencias de información en materia de estadísticas exteriores, que responden, principalmente, a los cambios metodológicos introducidos en la sexta edición del Manual de Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional del FMI (MBP6). El BCE empezará a publicar las estadísticas de balanza de pagos, de posición de inversión internacional y de reservas internacionales de conformidad con la Orientación BCE/2011/23 y el MBP6 en 2014, con series históricas.

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

17 DO L 65, de 3.3.2012, p. 1.

internacional de la zona del euro frente a las principales contrapartes», publicado en el Boletín Mensual de febrero de 2005.

Los datos de la balanza por cuenta financiera y de la PII de la zona del euro que aparecen en la sección 7.3 se elaboran en función de las transacciones y las posiciones frente a no residentes en la zona del euro, considerando la zona del euro como una entidad económica única (véanse también el recuadro 9 del Boletín Mensual de diciembre de 2002, el recuadro 5 del Boletín Mensual de enero de 2007, y el recuadro 6 del Boletín Mensual de enero de 2008). La PII se valora a precios corrientes de mercado, con la excepción de la inversión directa, en la que se utiliza el valor contable para las acciones no cotizadas y otras inversiones (como, por ejemplo, préstamos y depósitos). Los datos trimestrales sobre la posición de inversión internacional se compilan utilizando el mismo enfoque metodológico que en los datos anuales. Dado que algunos datos no están disponibles con periodicidad trimestral (o lo están con retraso), la PII trimestral se estima parcialmente a partir de las transacciones financieras, de los precios de los activos y de la evolución del tipo de cambio.

El cuadro 1 de la sección 7.3 resume la PII y las transacciones financieras de la balanza de pagos de la zona del euro. El detalle de las variaciones de la PII anual se obtiene aplicando un modelo estadístico a las modificaciones de la posición de inversión internacional no atribuibles a transacciones en el que se utiliza información procedente de la desagregación geográfica y la composición por monedas de los activos y pasivos, así como de los índices de precios de diferentes activos financieros. Las columnas 5 y 6 de ese cuadro se refieren a la inversión directa por residentes en el extranjero y a la inversión directa por parte de no residentes en la zona del euro.

En el cuadro 5 de la sección 7.3, el detalle de «préstamos» y «efectivo y depósitos» se basa en el sector de entidades de contrapartida no residentes, es decir, los activos frente a entidades de crédito no residentes se clasifican como depósitos, mientras que los activos frente a otros sectores no

residentes se clasifican como préstamos. Este detalle mantiene la distinción efectuada en otras estadísticas, como las del balance consolidado de las IFM, y es acorde con el Manual de Balanza de Pagos del FMI.

En el cuadro 7 de la sección 7.3 se recogen los saldos vivos de las reservas internacionales del Eurosistema y de otros activos y pasivos relacionados con los anteriores. Estos datos no son totalmente comparables con los del estado financiero semanal del Eurosistema, debido a diferencias de cobertura y de valoración. Los datos que figuran en el cuadro 7 siguen las recomendaciones de la presentación de las reservas internacionales y la liquidez en moneda extranjera. Por definición, los activos incluidos en las reservas internacionales del Euro-sistema tienen en cuenta la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Antes de que los países se incorporen a la zona del euro, los activos de sus bancos centrales nacionales se incluyen en las inversiones de cartera (en el caso de los valores) o de otras inversiones (en el caso de otros activos). Las variaciones en las tenencias de oro del Eurosistema (columna 3) se deben a operaciones en oro efectuadas en los términos del Acuerdo sobre el Oro de los Bancos Centrales, de 26 de septiembre de 1999, actualizado el 27 de septiembre de 2009. En la dirección del BCE en Internet puede consultarse y descargarse una publicación titulada «Statistical treatment of the Eurosystem's international reserves» (octubre de 2000), con más información sobre el tratamiento estadístico de las reservas internacionales del Eurosistema. En esta dirección también figuran datos más exhaustivos, acordes con la presentación de las reservas internacionales y la liquidez en moneda extranjera.

Las estadísticas relativas a la deuda externa bruta de la zona del euro que figuran en el cuadro 8 de la sección 7.3 representan los pasivos en circulación (excluidos los pasivos contingentes) frente a residentes en la zona del euro que exigen el pago del principal o de los intereses por parte del deudor en algún momento o momentos futuros. En el cuadro 8 se presenta la deuda externa bruta desagregada por instrumentos y por sectores institucionales.

En la sección 7.4 figura una presentación monetaria de la balanza de pagos de la zona del euro, en la que se muestran las operaciones de las instituciones distintas de IFM como contrapartida de las operaciones exteriores netas de las IFM. En las operaciones de las instituciones distintas de IFM se incluyen las transacciones de balanza de pagos para las que no se dispone de detalle por sectores, es decir, las cuentas corriente y de capital (columna 2) y los derivados financieros (columna 1). En la sección «Statistics» de la dirección del BCE en Internet puede consultarse una nota metodológica actualizada sobre la presentación monetaria de la balanza de pagos de la zona del euro. Véase también el recuadro 1 del Boletín Mensual de junio de 2003.

En la sección 7.5 se recogen datos sobre el comercio exterior de bienes de la zona del euro, cuya fuente es Eurostat. Los índices de comercio en términos nominales y en términos reales están desestacionalizados y ajustados por días laborables. El detalle por grupos de productos que figura en las columnas 4 a 6 y 9 a 11 del cuadro 1 de la sección 7.5 sigue la Clasificación por destino económico de los bienes y se corresponde con las categorías básicas de bienes del Sistema de Cuentas Nacionales. Las manufacturas (columnas 7 y 12) y el petróleo (columna 13) se detallan conforme a las definiciones de la CUCI Rev. 4. El detalle por área geográfica (cuadro 3 de la sección 7.5) presenta los principales socios comerciales, individualmente o por grupos regionales. Los datos de China no incluyen Hong Kong. Al existir diferencias en las definiciones, clasificaciones, cobertura y momento de registro, los datos de comercio exterior, en particular las importaciones, no son totalmente comparables con la rúbrica de bienes de las estadísticas de balanza de pagos (secciones 7.1 y 7.2). Parte de la diferencia tiene su origen en que los seguros y los fletes están incluidos en la rúbrica de importaciones de bienes de los datos de comercio exterior.

Los precios industriales de importación y de exportación (o precios de producción en el mercado no interior) que figuran en el cuadro 2 de la sección 7.5 fueron introducidos por el Reglamento

(CE) 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 mayoristas ni las reexportaciones. Los índices reflejan el precio FOB (franco a bordo) expresado en euros y calculado en las fronteras de la zona del euro, e incluyen todos los impuestos indirectos, salvo el IVA, y otros impuestos deducibles. Se dispone de los precios industriales de importación y de exportación por grandes sectores industriales, según se definen en el Reglamento (CE) 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 EUROSISTEMA¹



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 18 de enero de 2011, sobre todo la adopción de un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena en las operaciones de financiación a plazo más largo a tres meses.

7 DE OCTUBRE Y 4 DE NOVIEMBRE DE 2010

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1 %, 1,75 % y 0,25 %, respectivamente.

2 DE DICIEMBRE DE 2010

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1 %, 1,75 % y 0,25 %, respectivamente. Asimismo, acuerda los detalles relativos a las modalidades y los procedimientos de subasta que se han de aplicar en sus operaciones de financiación hasta el 12 de abril de 2011; en concreto, continuar aplicando procedimientos de subasta 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

¹ La cronología de las medidas de política monetaria adoptadas por el Eurosistema entre 1999 y 2010 puede consultarse en el Informe Anual del BCE de los respectivos años.

los procedimientos y a las modalidades de subasta que se han de aplicar en sus operaciones de financiación hasta el 11 de octubre de 2011; en concreto, continuar 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 decide adoptar varias medidas para hacer frente al recrudescimiento de las tensiones en algunos mercados financieros. Concretamente, decide 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 acuerda los detalles relativos a los procedimientos y a las modalidades de subasta que se han de aplicar en sus operaciones de financiación hasta el 17 de enero de 2012, en concreto, continuar aplicando 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 finan-

ciación 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 acuerda los detalles de las operaciones de financiación que se realizarán entre octubre de 2011 y julio de 2012, concretamente, ejecutar 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 continuar aplicando procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena a todas sus operaciones de financiación. Además, el Consejo de Gobierno decide 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, 4 DE ABRIL Y 3 DE MAYO 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.



GLOSARIO

En este glosario se ofrece la definición de algunas de las expresiones que se utilizan con frecuencia en el Boletín Mensual. Puede consultarse un glosario más completo y detallado en la dirección del BCE en Internet (www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/index.en.html).

Activos de garantía: Activos pignorados o transferidos de algún modo como garantía de devolución de los préstamos, así como activos vendidos como parte de las cesiones temporales. Los activos de garantía utilizados en las operaciones temporales del Eurosistema deben cumplir determinados criterios de selección.

Activos exteriores netos de las IFM: Activos exteriores del sector de las IFM de la zona del euro (como oro, billetes y monedas en moneda extranjera, valores emitidos por no residentes en la zona del euro y préstamos concedidos a no residentes en la zona) menos pasivos exteriores del sector de las IFM de la zona del euro (como depósitos y cesiones temporales de los no residentes en la zona del euro, así como sus participaciones en fondos del mercado monetario y valores distintos de acciones emitidos por las IFM hasta dos años).

Administraciones Públicas: Según la definición del SEC 95, este sector comprende las unidades residentes que se dedican principalmente a la producción de bienes y servicios no de mercado que se destinan al consumo individual o colectivo y/o que efectúan operaciones de redistribución de la renta y de la riqueza nacional. Incluye las Administraciones central, regional y local, así como las Administraciones de Seguridad Social, quedando excluidas las entidades de titularidad pública que lleven a cabo operaciones comerciales, como las empresas públicas.

Ajuste entre déficit y deuda (Administraciones Públicas): La diferencia entre el déficit público y las variaciones en la deuda de las Administraciones Públicas.

Apoyo reforzado al crédito: Medidas no convencionales adoptadas por el BCE/Eurosistema durante la crisis financiera para sostener las condiciones de financiación y los flujos de crédito en mayor medida de lo que podría lograrse solamente con la reducción de los tipos de interés oficiales del BCE.

Balance consolidado del sector de las IFM: Obtenido mediante la exclusión de las posiciones cruzadas entre las IFM que figuran en su balance agregado (como, por ejemplo, los préstamos recíprocos entre IFM). Ofrece información estadística sobre los activos y pasivos del sector de las IFM frente a residentes en la zona del euro que no pertenecen a este sector (es decir, las Administraciones Públicas y otros residentes) y frente a los no residentes. El balance consolidado constituye la principal fuente de información estadística para el cálculo de los agregados monetarios y es la base del análisis periódico de las contrapartidas de M3.

Balanza de pagos: Información estadística que resume las transacciones económicas de una economía con el resto del mundo en un período determinado.

Base de reservas: Suma de las rúbricas del balance computables (en particular, pasivos) que constituyen la base para calcular las *exigencias de reservas* de una *entidad de crédito*.

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 indiciada a 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 ha llevado a cabo 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. El cumplimiento de las exigencias se calcula 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 procedimientos de subasta 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 a 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 en relación con 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.