



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  
JULIO**





BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA



## BOLETÍN MENSUAL JULIO 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 4 de julio de 2012.*

ISSN 1725-2970 (edición electrónica)

Depósito legal: M. 1235 - 1999



# ÍNDICE

<b>EDITORIAL</b>	<b>5</b>
<b>EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA</b>	
Entorno exterior de la zona del euro	<b>7</b>
Evolución monetaria y financiera	<b>17</b>
Precios y costes	<b>33</b>
Producto, demanda y mercado de trabajo	<b>38</b>
<b>Recuadros</b>	
1 Comparación entre la recuperación actual de algunas economías avanzadas y una recuperación típica	<b>14</b>
2 Evolución reciente del sector de la construcción en la zona del euro	<b>41</b>
3 Evolución reciente de la ley de Okun en la zona del euro	<b>45</b>
4 Retos fiscales derivados del envejecimiento de la población: nueva evidencia para la zona del euro	<b>48</b>
<b>ARTÍCULOS</b>	
Interacciones entre la política monetaria y la política fiscal en una unión monetaria	<b>55</b>
Evaluación del anclaje de las expectativas de inflación a largo plazo	<b>71</b>
<b>ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO</b>	<b>SI</b>
<b>ANEXOS</b>	
Cronología de medidas de política monetaria del Eurosistema	<b>I</b>
Publicaciones del Banco Central Europeo	<b>V</b>
Glosario	<b>VII</b>

## ABREVIATURAS

### PAÍSES

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

### OTRAS

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

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



## EDITORIAL

En su reunión celebrada el 5 de julio, el Consejo de Gobierno decidió, sobre la base de su análisis económico y monetario periódico, reducir en 25 puntos básicos los tipos de interés oficiales del BCE. Las presiones inflacionistas se han atenuado en el horizonte temporal relevante para la política monetaria al materializarse algunos de los riesgos bajistas para las perspectivas de crecimiento de la zona del euro advertidos anteriormente. En consonancia con este panorama, el ritmo de la expansión monetaria subyacente sigue siendo contenido. 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. Al mismo tiempo, el crecimiento económico de la zona del euro sigue siendo débil, y una acusada incertidumbre lastra la confianza y el clima económico.

El Eurosistema ha aplicado medidas de política monetaria convencionales y no convencionales, cuya conjunción ha apoyado la transmisión de la política monetaria. Todas las medidas de política monetaria no convencionales son de naturaleza temporal, y el Eurosistema sigue disponiendo de todos los instrumentos necesarios para garantizar la estabilidad de precios a medio plazo actuando oportunamente y con firmeza. En este sentido, el 22 de junio de 2012 el Consejo de Gobierno adoptó medidas adicionales destinadas a incrementar la disponibilidad de activos de garantía por las entidades de contrapartida.

Por lo que se refiere al análisis económico, el crecimiento intertrimestral del PIB real de la zona del euro fue nulo en el primer trimestre de 2012, tras haber disminuido un 0,3% en el trimestre anterior. Los indicadores disponibles para el segundo trimestre del año apuntan a un nuevo debilitamiento del crecimiento económico y una incertidumbre acusada. Más allá del corto plazo, el Consejo de Gobierno espera que la economía de la zona del euro experimente una recuperación gradual, aunque este impulso sea atenuado por varios factores. Concretamente, se espera que las tensiones en algunos mercados de deuda soberana de la zona del euro y sus efectos 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, frenen el dinamismo subyacente del crecimiento.

Las perspectivas económicas para la zona del euro siguen sujetas a riesgos a la baja que se relacionan, en particular, con un nuevo aumento de las tensiones en varios mercados financieros de la zona del euro y su posible contagio a la economía real de la zona, así como con posibles nuevos incrementos de los precios de la energía a medio plazo.

De acuerdo con la estimación preliminar de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se situó en junio de 2012 en el 2,4%, sin cambios respecto del mes anterior. Según los actuales precios de los futuros sobre el petróleo, se prevé que la tasa de inflación siga descendiendo en el transcurso de 2012 y vuelva a situarse por debajo del 2% en 2013. En el horizonte relevante para la política monetaria, se prevé que, 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 sigan siendo limitadas.

Teniendo en cuenta las decisiones del Consejo de Gobierno del 5 de julio, los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios a medio plazo siguen estando, en general, equilibrados. Los principales riesgos a la baja se relacionan con los efectos de un crecimiento más débil de lo esperado en la zona del euro, mientras que los riesgos al alza se relacionan con nuevos incrementos de los impuestos indirectos debidos a la necesidad de sanear las finanzas públicas y con precios de la energía superiores a los previstos a medio plazo.

En cuanto al análisis monetario, el ritmo subyacente de la expansión monetaria se mantiene contenido, aunque la evolución a corto plazo muestra cierta volatilidad. El aumento de la tasa de crecimiento interanual de M3 del 2,5% en abril al 2,9% en mayo, próxima al 3,0% de marzo, se debió principalmente a la reversión registrada en abril de los flujos de salida de depósitos a la vista de intermediarios financieros no monetarios (en

especial, fondos de inversión). Estos factores, junto con una mayor preferencia por los depósitos con vencimientos a más corto plazo, han determinado también la evolución de M1, cuya tasa de crecimiento interanual ha aumentado del 1,8% en abril al 3,3% en mayo.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado (ajustada de ventas y titulaciones de préstamos) descendió del 0,8% en abril al 0,4% en mayo. Las tasas de crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras y de los préstamos a los hogares (ajustadas de ventas y titulaciones de préstamos) también descendieron en mayo al 0,2% y al 1,3%, respectivamente, y se observaron flujos mensuales negativos en los préstamos a las sociedades no financieras. El crecimiento contenido de los préstamos se debe en gran medida a la situación actual del ciclo y a un mayor grado de aversión al riesgo, así como al ajuste en curso de los balances de hogares y empresas, que lastra la demanda de crédito.

Respecto al futuro, es esencial que las entidades de crédito sigan incrementando su capacidad de resistencia allí donde lo precisen. La solidez de los balances de las entidades de crédito será un factor clave para facilitar tanto la provisión adecuada de crédito a la economía como la normalización de todos los canales de financiación.

En síntesis, teniendo en cuenta las decisiones del Consejo de Gobierno del 5 de julio, 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.

En cuanto a otras políticas, el Consejo de Gobierno celebra las conclusiones del Consejo Europeo de 29 de junio de 2012 sobre medidas para abordar las tensiones de los mercados financieros, restablecer la confianza y reactivar el crecimiento. El Consejo de Gobierno está de acuerdo en que la Unión Económica y Monetaria debe asentarse en el futuro en bases más sólidas, y en que el crecimiento sostenible, unas finanzas públicas saneadas y unas reformas estructurales que impulsen la competitividad siguen siendo las prioridades económicas esenciales. El Consejo de Gobierno aplaude la decisión de adoptar un plan de actuación específico y sujeto a plazos encaminado a lograr una verdadera unión económica y monetaria, y aplaude también la iniciativa de la cumbre de la zona del euro tendente a establecer un mecanismo único de supervisión, la posibilidad de recapitalizar entidades de crédito directamente con sujeción a una condicionalidad adecuada, y la utilización de los actuales instrumentos de la EFSF y del ESM con flexibilidad y eficiencia a fin de estabilizar los mercados. Por último, el BCE está dispuesto a efectuar operaciones de mercado en calidad de agente de la EFSF y del ESM.

La presente edición del Boletín Mensual contiene dos artículos: el primero examina las interacciones entre política fiscal y monetaria en la UEM y señala los elementos que mejorarían el marco de esas políticas; y el segundo analiza la evolución de las expectativas de inflación a largo plazo para la zona del euro

# EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

## I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

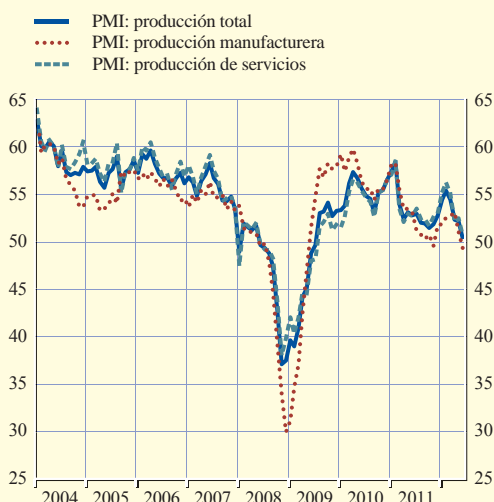
La economía mundial se mantiene en una trayectoria de recuperación muy gradual y frágil. El flujo de información que va conociéndose sugiere una nueva y ligera moderación del ritmo de crecimiento mundial en un contexto de divergencias entre regiones. En las economías avanzadas, los impedimentos estructurales siguen frenando el ritmo de crecimiento y el clima económico parece haberse deteriorado de nuevo en las últimas semanas. En cambio, en los mercados emergentes la actividad continúa su expansión a un ritmo mucho más rápido, aunque la dinámica de crecimiento también se ha debilitado ligeramente, debido en parte al anterior endurecimiento de las políticas. La inflación, a escala mundial, ha seguido moderándose en los últimos meses, en un contexto de caída de los precios de las materias primas.

### I.1 EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

La economía mundial se mantiene en una trayectoria de recuperación muy gradual y frágil. Tras una leve aceleración del crecimiento mundial en el primer trimestre del año, el flujo de información que se ha ido conociendo en las últimas semanas sugiere una nueva y ligera moderación del ritmo de crecimiento. A escala mundial, la dinámica de crecimiento también sigue siendo un tanto diversa en los distintos países y regiones. En la mayoría de las economías avanzadas, los impedimentos estructurales siguen frenando el ritmo de crecimiento y el clima económico parece haberse deteriorado de nuevo en las últimas semanas. Es probable que esto refleje, en parte, una corrección mecánica de los muy positivos datos publicados anteriormente durante este año, que a su vez podrían haber estado determinados por factores transitorios. En las economías emergentes, la actividad continúa su expansión a un ritmo mucho más rápido, contribuyendo así en mayor medida al crecimiento mundial. Al mismo tiempo, en algunas de las principales economías emergentes se observa una ligera ralentización del ritmo de crecimiento, que refleja, en parte, el anterior endurecimiento de las políticas, pero también efectos derivados del debilitamiento de la demanda externa.

Gráfico 1 PMI: producción mundial

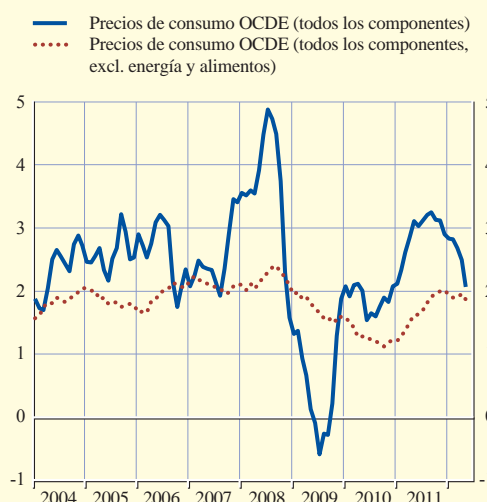
(índice de difusión; datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Markit.

Gráfico 2 Evolución internacional de los precios

(datos mensuales; tasas de variación interanual)



Fuente: OCDE.



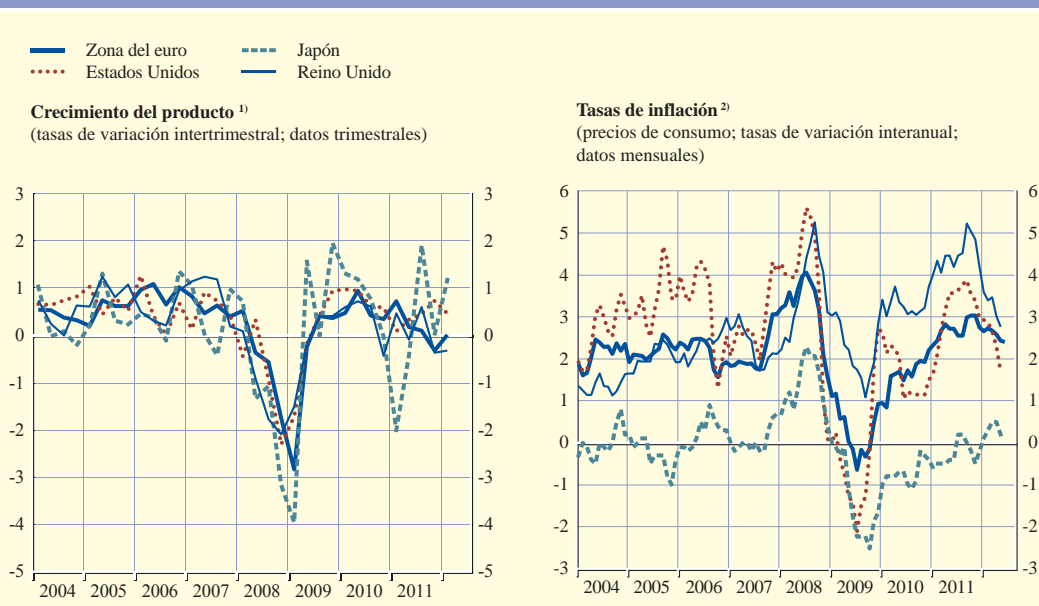
La evidencia más reciente procedente de las encuestas señala una nueva desaceleración en el entorno exterior de la zona del euro. En junio, el índice PMI global de producción registró un nuevo descenso, hasta 50,3, desde el nivel de 52,1 observado en mayo, ya que tanto el índice PMI del sector manufacturero como el del sector servicios experimentaron sendas caídas (véase gráfico 1). Si bien el índice PMI global de las manufacturas se redujo por debajo del umbral de 50 que separa la expansión de la contracción, el índice PMI de los servicios se mantuvo por encima de ese umbral, lo que sugiere que, en general, el crecimiento de la economía mundial siguió siendo moderado. La caída del índice PMI global de producción se asoció a un descenso del índice PMI mundial, excluida la zona del euro, mientras que el índice PMI global correspondiente a la zona del euro se mantuvo sin variación en niveles muy reducidos en junio.

La inflación mundial ha seguido moderándose en los últimos meses, en un contexto de caída de los precios de las materias primas. En los países de la OCDE, la inflación medida por los precios de consumo se redujo hasta el 2,1 % en el año transcurrido hasta mayo, desde el 2,5 % observado en abril, lo que contrasta con el máximo del 3,3 % registrado en septiembre del año pasado (véase gráfico 2). Este descenso refleja, principalmente, la evolución de los precios de la energía y de los alimentos. Excluidos la energía y los alimentos, la tasa de inflación interanual registró un ligero descenso —hasta el 1,9 %— en mayo, frente al 2 % del mes precedente. En las economías emergentes, las tasas de inflación interanual también tendieron a descender en general, situándose en mayo en el 3 % en China y en el 5 % en Brasil, por ejemplo.

## ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos, la expansión de la actividad económica prosigue a un ritmo moderado. La tercera estimación de la Oficina de Análisis Económico (Bureau of Economic Analysis) indica que el PIB real creció a una tasa interanual del 1,9 % (0,5 % en tasa intertrimestral en el primer trimestre de 2012, la misma que se indicó en la estimación anterior, frente al 3 % registrado en el trimestre precedente) (véase gráfico 3).

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



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

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

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

La desaceleración se explica, en gran medida, por el crecimiento más débil de la inversión no residencial en capital fijo y de la inversión en existencias. El crecimiento del PIB se vio favorecido por la aceleración del gasto en consumo y las exportaciones en el primer trimestre, que, no obstante, fueron algo menor de lo estimado anteriormente. Estas revisiones a la baja de la tercera estimación se compensaron con revisiones al alza de la construcción comercial y una fuerte revisión a la baja de las importaciones, que dio lugar a una ligera contribución positiva de la demanda exterior neta al crecimiento. Los indicadores de opinión y los datos de alta frecuencia siguen apuntando a una moderada expansión en el segundo trimestre de 2012. La confianza empresarial experimentó un deterioro en el segundo trimestre, lastrada por la inquietud respecto al entorno económico mundial, mientras que la producción industrial se moderó ligeramente en mayo. Como aspecto más positivo, varios indicadores sugieren que el sector de la vivienda se está afianzando gradualmente, aunque partiendo de niveles muy bajos. Los datos sobre empleo correspondientes a los dos primeros meses del segundo trimestre fueron más desfavorables de lo esperado por los analistas de mercado, y el fuerte impulso registrado en el primer trimestre (atribuible también a las favorables condiciones meteorológicas) parece estar decayendo. La tasa de paro aumentó ligeramente en mayo, hasta el 8,2 %, como resultado de un incremento en el número de desempleados.

En mayo, la inflación interanual medida por el IPC descendió de nuevo, hasta el 1,7 %, lo que representa una caída significativa respecto al 2,3 % registrado en abril. La moderación de la inflación medida por el IPC refleja, principalmente, el descenso de la tasa de variación interanual de los costes de la energía y la gradual desaceleración de los incrementos de los precios de los alimentos en los últimos meses. Excluidos estos componentes, la inflación subyacente se mantuvo estable en el 2,3 % por tercer mes consecutivo. La resistencia de la inflación subyacente se ha visto favorecida por los incrementos del coste de la vivienda, la atención sanitaria y las prendas de vestir.

El 20 de junio de 2012, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal decidió mantener la banda del 0 % al 0,25 % fijada como objetivo para el tipo de interés de los fondos federales y anticipó que la situación económica probablemente justifique que dicho tipo se mantenga en niveles excepcionalmente bajos, como mínimo hasta finales de 2014. El Comité decidió también prorrogar hasta finales de año (en vez de hasta junio de 2012) el programa de ampliación del vencimiento medio de sus tenencias de valores (denominado con frecuencia «Operación Twist»).

## JAPÓN

En Japón, la segunda estimación provisional de las cuentas nacionales confirmó aún más la sólida expansión de la actividad económica en el primer trimestre de 2012. El crecimiento del PIB real se ha revisado al alza hasta el 1,2 %, en tasa intertrimestral, desde el 1 % publicado anteriormente, debido al mayor crecimiento del consumo privado y la inversión. Los datos más recientes de las encuestas de opinión indican que el ritmo de la expansión podría haberse moderado ligeramente en el segundo trimestre, en un contexto de ralentización de la producción en el sector manufacturero, mientras que, en otros sectores de la economía se prevé que la actividad siga siendo sólida. El índice PMI de producción de manufacturas señaló un nuevo deterioro del clima empresarial en ese sector en junio, debido a la fortaleza del yen y a la desaceleración del crecimiento de las exportaciones, en particular, las que tienen como destino Asia. La producción industrial se redujo por segundo mes consecutivo en mayo (un 3,1 % en tasa intermensual) y las exportaciones reales de bienes también experimentaron una contracción del 2,7 % en tasa intermensual. Al mismo tiempo, las importaciones reales aumentaron por tercer mes consecutivo, lo que afectó al déficit comercial en términos nominales, que aumentó de nuevo en mayo en cifras mensuales desestacionalizadas.

La inflación interanual medida por el IPC descendió en mayo hasta el 0,2% (desde el 0,5% del mes anterior), debido, principalmente, a la caída de los precios de la energía y de los televisores de pantalla plana. Excluidos los alimentos frescos, la inflación interanual medida por el IPC cayó hasta el -0,1% en mayo, desde el 0,2% de abril, mientras que, si se excluyen la energía y los alimentos, la tasa se redujo hasta el -0,6%, desde el -0,3%. En su reunión más reciente sobre política monetaria, celebrada el 15 de junio, 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%, aproximadamente.

### REINO UNIDO

En el Reino Unido, el PIB real se contrajo un 0,3%, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre de 2012. Los datos recientes han sido relativamente desfavorables. Tanto las exportaciones en términos reales como la producción manufacturera se redujeron en abril, mientras que los indicadores de opinión del sector manufacturero sugieren un deterioro del clima empresarial en mayo. En el sector servicios, la confianza se ha mantenido en niveles relativamente altos, pero la confianza de los consumidores ha seguido siendo débil y la situación del mercado de trabajo ha mostrado pocas señales de mejora. De cara al futuro, es probable que la recuperación económica solo cobre impulso de manera muy gradual, ya que se prevé que el crecimiento de la demanda interna siga estando limitado por las restrictivas condiciones de concesión de crédito, el ajuste de los balances de los hogares y las sustanciales restricciones presupuestarias.

La inflación interanual medida por el IPC se redujo hasta el 2,8% en mayo, desde el 3% de abril, mientras que, si se excluyen la energía y los alimentos no elaborados, la tasa se mantuvo estable en el 2,4%. El descenso de la inflación medida por el IPC se debió, principalmente, a la caída de los precios de las materias primas. De cara al futuro, la existencia de capacidad productiva sin utilizar y la lenta recuperación de la actividad económica deberían contribuir a moderar las presiones inflacionistas. El 7 de junio, 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 financiadas mediante la emisión de reservas del banco central en un total de 325 mm de libras esterlinas. En su reunión de 5 de julio, el Comité mantuvo el tipo de interés oficial en el 0,5%, pero, al mismo tiempo, incrementó el volumen de su programa de compras de activos en 50 mm de libras esterlinas, hasta un total de 375 mm de libras esterlinas.

### CHINA

En China, los datos publicados recientemente confirman la desaceleración de la actividad económica. El crecimiento de la producción industrial se afianzó ligeramente en mayo, pero se ralentizó en comparación con el primer trimestre de 2012. El crecimiento de las ventas del comercio al por menor también siguió reduciéndose. Tanto las exportaciones como las importaciones crecieron mucho más de lo previsto en mayo, lo que dio lugar a un superávit comercial ligeramente más elevado en comparación con abril. El mercado de la vivienda mostró señales incipientes de estabilización, tanto en lo relativo a la actividad en la construcción como a los precios de la vivienda. La inflación interanual medida por el IPC siguió descendiendo en mayo, hasta el 3%, desde el 3,4% registrado en abril, como consecuencia de la bajada de los precios de los alimentos. La tasa de inflación del IPC se ha mantenido por debajo del objetivo del 4% fijado por las autoridades desde febrero. El 7 de junio, el Banco Central de la República Popular China recortó los tipos de referencia a un año en 25 puntos básicos. El 5 de julio, rebajó los tipos de interés de depósito otros 25 puntos básicos y los tipos de interés de los préstamos en 31 puntos básicos adicionales. En ambas ocasiones, se permitió a las entidades de crédito un mayor margen de maniobra para fijar los tipos de interés de sus préstamos y depósitos. Las condiciones de liquidez internas se relajaron en mayo, al acelerarse ligeramente el crecimiento de los préstamos y el dinero. El renminbi solo se apreció de forma marginal frente al dólar estadounidense en mayo, continuando así la tendencia de lenta apreciación observada en los últimos meses.

## I.2 MERCADOS DE MATERIAS PRIMAS

Los precios del petróleo descendieron de nuevo en junio, continuando así la tendencia a la baja iniciada a mediados de marzo. El 26 de junio, el precio del barril de Brent se situaba en 90 dólares estadounidenses, el nivel más bajo de este año y un 28 % por debajo del máximo alcanzado el 14 de marzo de 2012. De cara al futuro, los participantes en los mercados prevén que los precios del crudo se mantengan bastante constantes en el medio plazo, y los futuros con entrega en diciembre de 2013 se negocian actualmente a 93 dólares estadounidenses el barril.

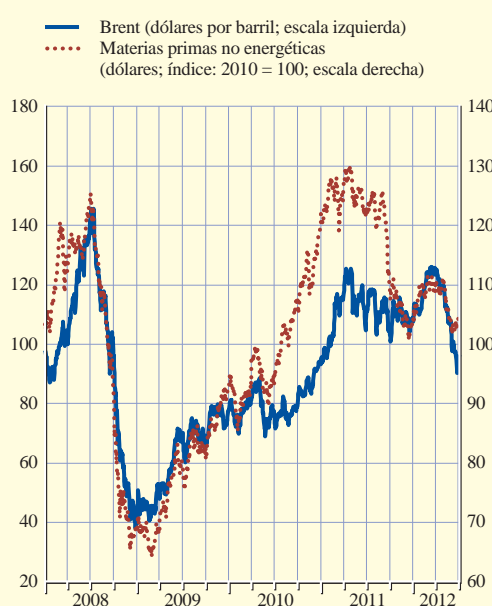
Los precios del crudo han venido descendiendo desde marzo en un clima de inquietud entre los participantes en los mercados respecto a las perspectivas de la economía mundial tras la crisis de la deuda soberana en la zona del euro y a los riesgos de una desaceleración más acusada de lo previsto en las economías emergentes, especialmente en China. La demanda mundial de petróleo registró una significativa caída en el segundo trimestre, mientras que la oferta mundial ha venido creciendo de forma sostenida desde el pasado año. En consecuencia, ha aumentado el volumen de existencias, aunque parte de esta reposición podría deberse a factores estacionales. Pese a este reequilibrio de la oferta y de la demanda de petróleo, persisten algunos riesgos al alza. Las distorsiones de oferta, como consecuencia de las tensiones geopolíticas en torno a Irán, podrían inducir una nueva subida de los precios, habida cuenta de los bajos niveles actuales de capacidad excedente de producción de la OPEP.

Los precios de las materias primas no energéticas se mantuvieron, en términos agregados, bastante estables en junio. Los precios descendieron en abril y mayo, principalmente como consecuencia de una caída de los precios de los metales atribuible a la preocupación por las perspectivas de crecimiento mundial. En cambio, los precios de los metales solo bajaron ligeramente en junio, mientras que aumentaron los precios de los alimentos. En cifras agregadas, el índice de precios de las materias primas no energéticas (denominado en dólares estadounidenses) se situaba, a finales de junio de 2012, un 1 % por encima del nivel de comienzos del año.

## I.3 TIPOS DE CAMBIO

Entre finales de marzo y principios de julio de 2012, el tipo de cambio efectivo del euro se depreció, en general, en un contexto de mayor inquietud respecto a la situación presupuestaria de algunos países de la zona del euro. El 4 de julio 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 un 3,6 % por debajo del nivel registrado a finales de marzo de 2012 y un 6,4 % por debajo de la media de 2011 (véase gráfico 5).

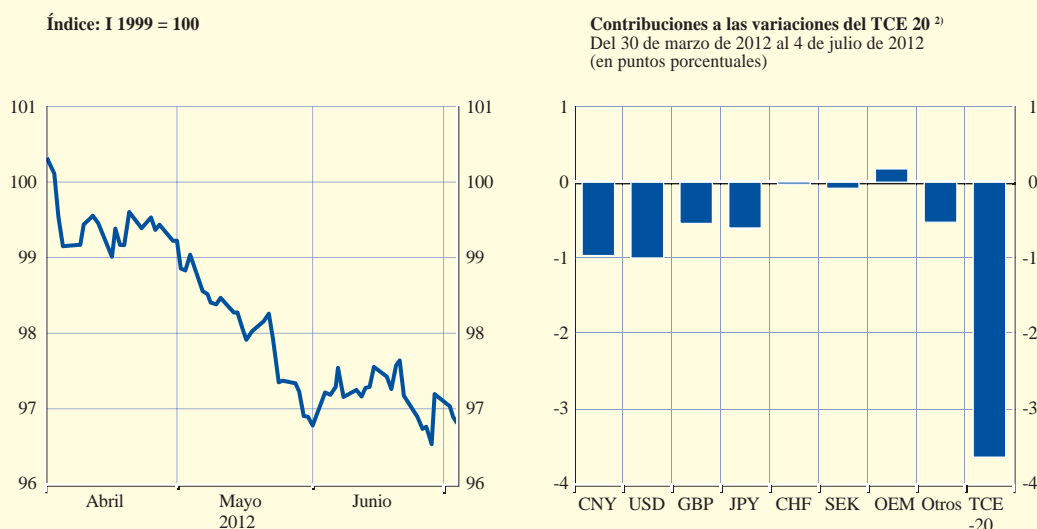
**Gráfico 4 Evolución de los precios de las materias primas**



Fuentes: Bloomberg y HWWI.

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

(datos diarios)



Fuente: BCE.

1) Un aumento del índice supone una apreciación del euro frente a las monedas de 20 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro (incluidos todos los Estados miembros de la UE que no pertenecen a la zona del euro).

2) Se muestran las contribuciones a las variaciones del TCE-20 correspondientes a cada una de las monedas de los seis principales socios comerciales de la zona del euro. La categoría «Otros Estados miembros (OEM)» se refiere a la contribución agregada de las monedas de los Estados miembros que no pertenecen a la zona del euro (excepto la libra esterlina y la corona sueca). La categoría «Otros» se refiere a la contribución agregada al índice TCE-20 de los otros seis socios comerciales de la zona del euro. Las variaciones se calculan utilizando las correspondientes ponderaciones basadas en el comercio del índice TCE-20.

En términos bilaterales, durante los tres últimos meses el euro se ha depreciado, en general, frente a la mayoría de las principales monedas. Entre el 30 de marzo de 2012 y el 4 de julio de 2012, el euro se depreció de forma constante frente al dólar estadounidense (un 6%), así como frente al yen japonés (un 8,5%) y la libra esterlina (un 3,7%). La moneda única también se depreció ligeramente frente al franco suizo: un 0,3%. Durante el mismo período, el euro se apreció principalmente frente a otras monedas

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

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

	Ponderación en el TCE-20	Nivel a 4 de julio de 2012	Apreciación (+)/depreciación (-) del euro a 4 de julio de 2012		
			desde: 30 de marzo de 2012	2 de enero de 2012	en comparación con: media de 2011
Renminbi chino	18,8	7,973	-5,2	-2,2	-11,4
Dólar estadounidense	16,9	1,256	-6,0	-2,9	-9,8
Libra esterlina	14,9	0,803	-3,7	-3,8	-7,5
Yen japonés	7,2	100,3	-8,5	0,8	-9,6
Franco suizo	6,5	1,201	-0,3	-1,2	-2,5
Zloty polaco	6,2	4,207	1,3	-6,0	2,1
Corona sueca	5,0	25,50	3,1	0,0	3,7
Corona checa	4,7	8,688	-1,8	-2,7	-3,8
Won coreano	3,9	1.428	-5,6	-4,4	-7,3
Forint húngaro	3,2	285,4	-3,2	-9,2	2,1
TCEN <sup>2)</sup>		96,8	-3,6	-2,7	-6,4

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).

europeas, en particular, frente a la corona checa (un 3,1 %), el leu rumano (un 2,2 %) y el zloty polaco (un 1,3 %), y se depreció un 3,2 % frente al forint húngaro (véase cuadro 1). La volatilidad de los mercados, medida a partir de los precios de las opciones sobre tipos de cambio, aumentó de nuevo, desde los niveles relativamente bajos registrados a comienzos de marzo, hasta niveles superiores a las medias históricas a finales de mayo, pero desde entonces ha vuelto a situarse en valores correspondientes a 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.

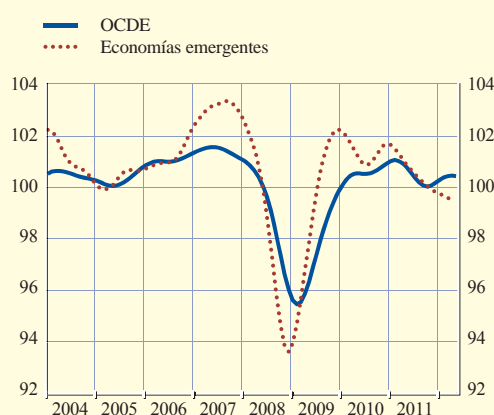
#### I.4 PERSPECTIVAS DEL ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

De cara al futuro, los indicadores económicos son coherentes con la moderación del crecimiento mundial. El índice PMI de nuevos pedidos de todos los sectores se redujo hasta un nivel de 50,5 en junio, desde los 52,2 puntos registrados en mayo. El PMI de nuevos pedidos exteriores cayó hasta 47 en junio, es decir, muy por debajo del umbral de 50 que separa la expansión de la contracción, lo que no es un buen augurio para las perspectivas del comercio mundial. Sin embargo, el indicador sintético adelantado de la OCDE, que tiene por objeto anticipar los puntos de giro en la actividad económica en relación con la tendencia, ha seguido aumentando gradualmente en los últimos meses. En abril, el indicador se situaba por encima de la media de largo plazo, respaldado por las favorables cifras de Estados Unidos y Japón. Al mismo tiempo, el índice sugiere unas perspectivas de crecimiento más bien lentas para varios países europeos. En lo que respecta a las economías emergentes, el indicador sintético adelantado sugiere cierta moderación, mientras que los indicadores del ciclo económico de las economías de la ASEAN muestran señales de resistencia. La confianza de los consumidores en el grupo de países de la OCDE también siguió mejorando en mayo, aunque se mantuvo en niveles más bien bajos. En el recuadro 1 se compara, de forma sucinta, la recuperación que registran actualmente algunas economías avanzadas con la recuperación media de los 30 últimos años en el respectivo país.

Las perspectivas del entorno exterior de la zona del euro siguen estando sujetas a un elevado grado de incertidumbre, debido a las tensiones en segmentos clave del mercado financiero, así como a los desequilibrios presupuestarios y mundiales. Además, las tensiones geopolíticas en Oriente Medio suponen un riesgo al alza para los precios del petróleo y un riesgo a la baja para la economía mundial.

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.

Recuadro I

**COMPARACIÓN ENTRE LA RECUPERACIÓN ACTUAL DE ALGUNAS ECONOMÍAS AVANZADAS Y UNA RECUPERACIÓN TÍPICA**

La recuperación actual, que se produce tras la recesión más severa observada desde la Segunda Guerra Mundial, ha sido lenta y prolongada. De hecho, en algunas de las principales economías avanzadas no se prevé que se alcance el nivel máximo de PIB registrado antes de la crisis hasta pasados cinco años desde el comienzo de la recuperación. Esta situación contrasta de forma acusada con la de las economías emergentes, cuyo PIB supera notablemente los niveles máximos previos a la crisis. Para arrojar algo más de luz sobre las causas de la debilidad de la recuperación actual en las economías avanzadas, se compara la recuperación actual de algunas de ellas con la media de todas las recuperaciones que se han producido en los respectivos países en los treinta últimos años. En concreto, este recuadro trata de identificar el origen de la «discrepancia» en el nivel de PIB en comparación con una recuperación típica considerando las contribuciones de los diferentes componentes de la demanda. La débil contribución del consumo privado es el factor que explica, en gran medida, la desviación del nivel actual del PIB con respecto al que cabría esperar que se hubiese registrado en una recuperación típica en un grupo de estas economías<sup>1</sup>.

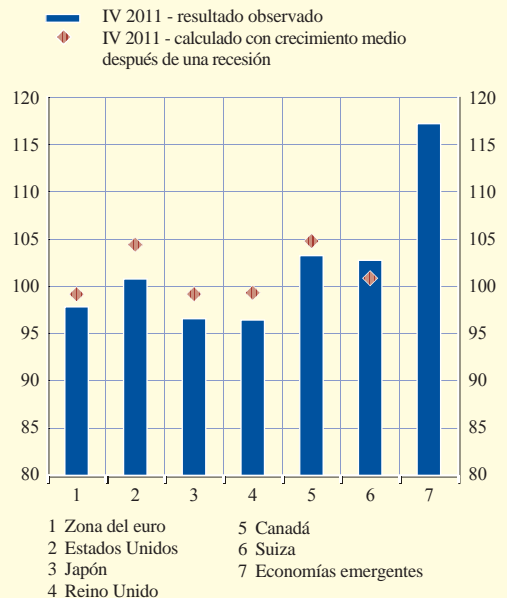
**¿Hasta qué punto es débil la recuperación actual y en qué se asemeja a una recuperación típica?**

En el cuarto trimestre de 2011, el nivel del PIB en la zona del euro, Estados Unidos, Reino Unido, Canadá y Japón se situaba un 1,4%, un 3,5%, un 3%, un 1,5% y un 2,6%, respectivamente, por debajo del que se habría registrado en caso de haberse producido una recuperación media (como lo indica la diferencia entre las barras y los puntos del gráfico A)<sup>2</sup>. En Suiza, el PIB ha sobrepasado el nivel que se habría registrado en una recuperación típica.

1 Para más información sobre la recuperación en la zona del euro, véase el recuadro titulado «La actual recuperación de la zona del euro en los componentes del gasto desde una perspectiva histórica», *Boletín Mensual*, BCE, febrero de 2011.  
 2 Para calcular la senda de la recuperación «típica» se identificaron todas las recuperaciones que se han producido en la zona del euro, Estados Unidos, Reino Unido, Canadá, Japón y Suiza en los treinta últimos años. Para cada una de estas economías se calculó la tasa media de crecimiento intertrimestral en los diez trimestres siguientes al inicio de la recuperación. A continuación, se utilizó la media de estas tasas de crecimiento intertrimestral registradas en cada una de las diferentes recuperaciones para calcular la tasa de crecimiento intertrimestral «típica» en una recuperación. Después, se aplicaron estas tasas medias de crecimiento al nivel del PIB observado en el momento en que comenzó la recuperación actual, a fin de proyectar el perfil de la recuperación media. Estos períodos se eligieron para poder realizar una comparación con la evolución con la recuperación actual, que se inició hace diez trimestres (once trimestres en algunos países).

**Gráfico A Nivel del PIB: impacto de la crisis**

(índice: máximo previo a la crisis = 100)



Fuentes: Eurostat, fuentes nacionales y cálculos de los expertos del BCE.  
 Nota: Se supone que la recuperación comienza en el segundo trimestre de 2009 en Japón y Suiza, y en el tercer trimestre de 2009 en los casos de Estados Unidos, la zona del euro, Canadá y el Reino Unido.

### ¿Qué componentes del PIB están impulsando la débil recuperación actual?

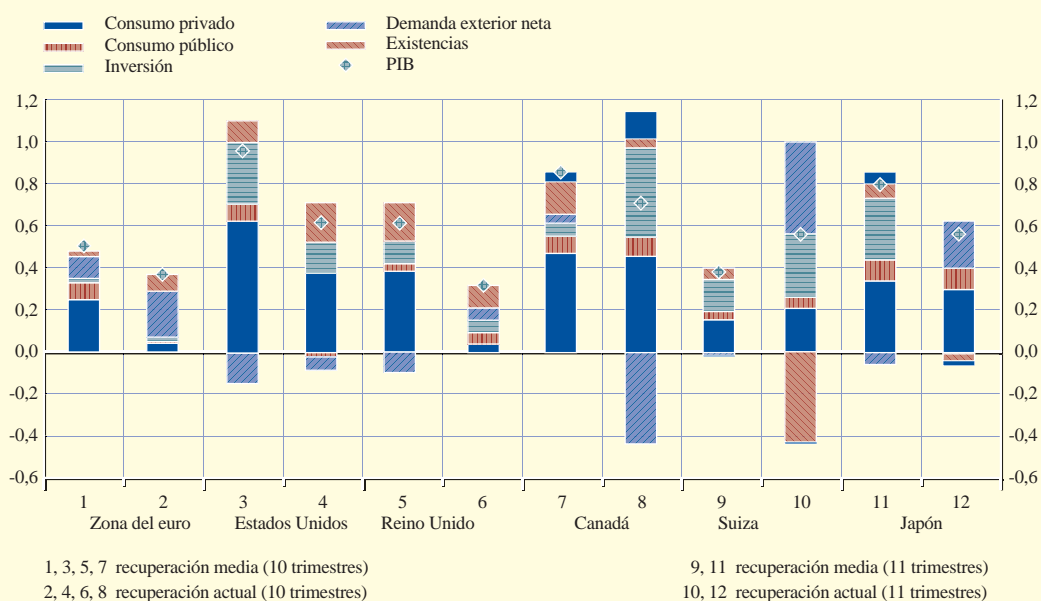
Por lo que respecta a la contribución de los distintos componentes al crecimiento del PIB, un rasgo distintivo de las recuperaciones actuales es que la contribución del consumo privado en la zona del euro, Estados Unidos y Reino Unido (véanse columnas 2, 4 y 6 del gráfico B) es considerablemente menor que en la recuperación típica de cada uno de estas economías (véanse columnas 1, 3 y 5 del gráfico B). Se pone así de manifiesto el impacto del saneamiento de los balances de los hogares, la debilidad de los mercados de trabajo, la consolidación fiscal y los elevados precios de la energía. En Japón, la inversión no está contribuyendo tanto al crecimiento como en una recuperación media, aunque la contribución de la demanda exterior neta es mayor (véanse columnas 11 y 12 del gráfico B). Tanto en Canadá como en Suiza, países en los que los hogares se han visto menos afectados por el legado de la crisis financiera, las contribuciones del consumo privado están en consonancia con las registradas en una recuperación típica (véanse columnas 7, 8, 9 y 10 del gráfico B). En Canadá cabe señalar que la demanda exterior neta está resultando ser un lastre para el crecimiento en la recuperación en curso, en evidente contraste con lo ocurrido en recuperaciones anteriores. Esta evolución refleja, en parte, el debilitamiento de la demanda proveniente de sus principales socios comerciales.

### Conclusión

Una de las características notables de la recuperación que registran actualmente algunas de las principales economías avanzadas es su lentitud, especialmente habida cuenta de la magnitud de la recesión y también si se compara con la recuperación media de los treinta últimos años. En casi todas las economías analizadas, la renta nacional a finales de 2011 era inferior a la que cabría esperar en una

**Gráfico B Recuperaciones en algunas economías avanzadas**

(tasas medias de crecimiento intertrimestral y contribuciones en puntos porcentuales; desestacionalizadas)



Fuentes: Eurostat, fuentes nacionales y cálculos de los expertos del BCE.

Notas: El número de trimestres utilizado para calcular la media se indica entre paréntesis. Las discrepancias estadísticas se incluyen en las existencias.



recuperación típica. En el caso de las economías que registran la mayor carga de las restricciones heredadas de la crisis financiera, se observa que la discrepancia entre el nivel del PIB y el que se habría registrado en una recuperación típica puede explicarse, en gran medida, por la falta de dinamismo del consumo privado.

## 2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

### 2.1 DINERO Y CRÉDITO DE LAS IFM

Al margen de la considerable volatilidad que caracteriza actualmente a la evolución monetaria, el crecimiento subyacente del dinero continuó siendo débil en mayo de 2012. La atonía general observada en la dinámica monetaria queda reflejada, por el lado del crédito, en la persistencia de un crecimiento tenue de los préstamos de las IFM al sector privado. Gran parte de la actual falta de dinamismo del crédito concedido por las IFM puede explicarse por las condiciones de demanda, aunque en algunos países continúan las restricciones de oferta. Para asegurar la financiación adecuada de la economía real cuando se recupere la demanda, será necesario avanzar en el ajuste de los balances de las entidades de crédito.

#### EL AGREGADO MONETARIO AMPLIO M3

La tasa de crecimiento interanual de M3 de la zona del euro se recuperó y se situó en el 2,9 % en mayo de 2012, frente al 2,5 % de abril, próxima a la tasa del 3 % observada en marzo (véase gráfico 7). Los flujos monetarios mensuales de abril y mayo se caracterizaron por registrar una volatilidad considerable asociada a operaciones temporales realizadas entre entidades de crédito e intermediarios financieros no monetarios. Además, la entrada observada en el agregado monetario amplio en mayo se vio incrementada por un volumen significativo de operaciones interbancarias con garantías realizadas a través de entidades de contrapartida central. Al mismo tiempo, el aumento de la tasa de crecimiento interanual de M3 ajustado por el efecto de las citadas operaciones (que se situó en el 2,8 % en mayo, frente al 2,2 % de abril) fue similar al de la serie de M3, debido a un efecto de base.

El aumento del crecimiento monetario se concentró en componentes y sectores concretos. Además de la volatilidad mencionada, la evolución observada reflejó los desplazamientos de fondos por parte de los inversores institucionales hacia los componentes más líquidos de M3, tanto desde dentro como desde fuera de este agregado monetario.

En cuanto a las contrapartidas, el fortalecimiento del crecimiento monetario en mayo tuvo su reflejo en una reducción de los pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas), principalmente como resultado de los flujos de salida de depósitos a largo plazo y del aumento del crédito a las Administraciones Públicas. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM al sector privado (ajustados por el impacto de las ventas y titulaciones) descendió de nuevo y se situó en el 0,4 % en mayo, frente al 0,8 % de abril, debido a las amortizaciones netas. La posición acreedora neta frente al exterior de las IFM registró una entrada mensual en mayo, lo que se tradujo en un flujo acumulado menos negativo durante los doce últimos meses y, por consiguiente, en una contribución menos negativa a la tasa de crecimiento interanual de M3.

Gráfico 7 Crecimiento de M3

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



Fuente: BCE.

Los principales activos de las IFM de la zona del euro disminuyeron levemente en mayo, tras haber caído con fuerza en abril. La contracción observada en la mayoría de las partidas del balance fue moderada y, en cierta medida, se vio compensada con aumentos de las tenencias de valores de instituciones distintas de IFM y del crédito concedido a otras IFM.

### PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

La recuperación de la tasa de crecimiento interanual de M3 en mayo estuvo impulsada principalmente por la reversión de las operaciones temporales observada en abril entre entidades de crédito e intermediarios financieros no monetarios, que fundamentalmente afectaron a los depósitos a la vista. Además, los flujos de entrada en estos depósitos siguieron viéndose favorecidos por trasvases de fondos procedentes de otros depósitos a corto plazo incluidos en M3 (es decir, M2 menos M1) y de depósitos a largo plazo (que no están incluidos en M3). Por tanto, la tasa de crecimiento interanual de M1 repuntó con fuerza y se situó en el 3,3 % en mayo, compensando con creces el descenso observado en abril, mes en que cayó hasta el 1,8 %, desde el 2,8 % de marzo. En cambio, la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista se redujo hasta el 2,3 % en mayo, frente al 3,3 % de abril.

La tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables (es decir, M3 menos M2) se incrementó hasta situarse en el 3,4 % en mayo, frente al 2,5 % de abril, como resultado de una entrada mensual considerable. Este flujo de entrada reflejó adquisiciones netas de participaciones en fondos del mercado monetario y un aumento de las cesiones temporales, y ocultó la salida registrada de valores distintos de acciones a corto plazo (con vencimiento inicial hasta dos años) de las IFM en manos del sector tenedor de dinero. Las abultadas entradas observadas en las cesiones temporales fueron atribuibles en su totalidad a las operaciones interbancarias con garantías realizadas a través de entidades de contrapartida central. Las entidades de crédito suelen preferir este tipo de transacciones interbancarias en períodos de elevada incertidumbre en los mercados financieros, ya que reducen el riesgo de contraparte.

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 2,4 % en mayo, frente al 2 % de abril (aunque se mantuvo por debajo del 2,8 % observado en marzo). Los hogares continuaron siendo los que más contribuyeron a esta tasa interanual, seguidos de las Administraciones Públicas y las empresas de seguros y fondos de pensiones. No obstante, dos tercios del incremento intermensual de la tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3 fueron atribuibles a la mayor contribución de los intermediarios financieros no monetarios, favorecida por los factores explicados anteriormente.

### PRINCIPALES CONTRAPARTIDAS DE M3

En cuanto a las contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual del crédito concedido por las IFM a residentes en la zona del euro se mantuvo prácticamente estable en mayo, en el 1,5 %, tras haberse situado en el 1,4 % en abril (véase cuadro 2). Esta evolución fue consecuencia del aumento de la tasa de crecimiento interanual del crédito otorgado a las Administraciones Públicas (el 9 %, frente al 7,6 % de abril), que quedó contrarrestado, en cierta medida, por la disminución de la tasa de crecimiento interanual del crédito al sector privado (el -0,2 % en mayo, frente al 0 % de abril).

El incremento de la tasa de crecimiento interanual del crédito otorgado a las Administraciones Públicas estuvo impulsado por las adquisiciones netas de valores de deuda pública por parte de IFM distintas del Euro-sistema y por el aumento de los préstamos concedidos. En cambio, la tasa de crecimiento interanual de los

**Cuadro 2 Cuadro resumen de variables monetarias**

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

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

Fuente: BCE.

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

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

préstamos al sector privado ajustados de ventas y titulaciones descendió hasta el 0,4% en mayo, frente al 0,8% de abril, reflejando amortizaciones netas mensuales por importe de 11 mm de euros (aunque esta cifra fue inferior a la del mes anterior). En mayo también se observaron amortizaciones netas de préstamos al sector privado no financiero, tras una entrada considerable en abril.

Tras aumentar ligeramente el mes precedente, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM a las sociedades no financieras ajustados de ventas y titulaciones se redujo en mayo (situándose en el 0,2%, frente al 0,6% de abril) como consecuencia de las amortizaciones netas mensuales (véase cuadro 3). Esta evolución reflejó fundamentalmente la amortización neta de préstamos a corto plazo (es decir, con plazo inicial de hasta un año). La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM a los hogares ajustados de ventas y titulaciones volvió a descender levemente (hasta el 1,3% en mayo, frente al 1,5% de abril). El flujo mensual total de entrada registrado en estos préstamos disminuyó en mayo, impulsado por un descenso equivalente de las entradas en préstamos para adquisición de vivienda, mientras que los flujos observados en otras categorías siguieron siendo insignificantes.

La debilidad del crédito de las IFM al sector privado no financiero sigue teniendo su origen tanto en la atonía de la demanda como en la existencia de restricciones de oferta. Por lo que respecta a la demanda, la fase actual del ciclo económico y la elevada aversión al riesgo continúan teniendo un efecto adverso, reforzado por la persistencia de unas ratios de endeudamiento elevadas de los hogares y de las empresas en algunos países de la zona del euro. En cuanto a la oferta, subsisten las restricciones en la disponibilidad de préstamos, debido a la necesidad de que las entidades de crédito de determinados países de la zona ajusten sus niveles de capital para cubrir posibles pérdidas derivadas del exceso de crédito otorgado en el pasado y cumplir los nuevos requerimientos de capital. En términos de crecimiento de los préstamos, es probable que el pleno impacto de las dos operaciones de

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

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

	Saldo vivo en porcentaje del total <sup>1)</sup>	Tasas de crecimiento interanual					
		2011 II	2011 III	2011 IV	2012 I	2012 Abr	2012 May
<b>Sociedades no financieras</b>	<b>42,1</b>	<b>1,1</b>	<b>1,6</b>	<b>1,7</b>	<b>0,7</b>	<b>0,4</b>	<b>0,1</b>
<i>Ajustados de ventas y titulaciones <sup>2)</sup></i>	-	<i>1,9</i>	<i>2,3</i>	<i>2,1</i>	<i>0,9</i>	<i>0,6</i>	<i>0,2</i>
Hasta un año	24,5	1,5	4,1	3,8	0,5	0,9	0,2
De uno a cinco años	18,0	-2,8	-2,8	-2,5	-2,9	-2,2	-2,5
Más de cinco años	57,5	2,2	2,1	2,3	2,0	1,1	0,8
<b>Hogares <sup>3)</sup></b>	<b>47,0</b>	<b>3,4</b>	<b>3,0</b>	<b>2,2</b>	<b>1,2</b>	<b>0,5</b>	<b>0,3</b>
<i>Ajustados de ventas y titulaciones <sup>2)</sup></i>	-	<i>3,0</i>	<i>2,7</i>	<i>2,3</i>	<i>1,9</i>	<i>1,5</i>	<i>1,3</i>
Crédito al consumo <sup>4)</sup>	11,8	-1,0	-2,0	-2,0	-1,8	-2,4	-1,9
Préstamos para adquisición de vivienda <sup>4)</sup>	72,4	4,4	4,0	3,0	1,8	1,0	0,7
Otras finalidades	15,8	2,0	2,4	1,8	0,9	0,7	0,1
<b>Empresas de seguros y fondos de pensiones</b>	<b>0,7</b>	<b>3,2</b>	<b>7,0</b>	<b>4,3</b>	<b>-3,0</b>	<b>-6,5</b>	<b>-6,3</b>
<b>Otros intermediarios financieros no monetarios</b>	<b>10,1</b>	<b>6,0</b>	<b>3,9</b>	<b>3,3</b>	<b>1,0</b>	<b>-1,4</b>	<b>-2,1</b>

Fuente: BCE.

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

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

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

financiación a plazo más largo (OFPML) a tres años, más allá de aliviar las restricciones en la oferta de crédito como consecuencia de las mejoras en el nivel de liquidez de las IFM de la zona del euro, tarde varios trimestres en materializarse, y dependerá de diversos factores, entre los que se incluyen mejores perspectivas económicas, avances en los procesos de ajuste de los balances que deben acometer las entidades de crédito de la zona y una disminución permanente de las tensiones en los mercados de deuda soberana.

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, hasta situarse en el -3% en mayo, frente al -1,8% del mes precedente, respaldando así el crecimiento de M3. Este significativo flujo de salida (61 mm de euros) reflejó abultados flujos negativos en los depósitos a largo plazo y en las tenencias de valores distintos de acciones a largo plazo de las IFM por parte del sector tenedor de dinero. Este fue el segundo mes consecutivo en el que se observó una emisión neta negativa de tal magnitud en estos valores. Esto, unido al hecho de que la emisión neta de valores distintos de acciones a corto plazo fue negativa, indica que las entidades han estado utilizando los fondos obtenidos en las dos OFPML a tres años para sustituir bonos a su vencimiento o para recomprar estos valores. Las salidas de depósitos a largo plazo tuvieron su origen principalmente en los intermediarios financieros no monetarios. Aunque la reversión de titulaciones previas en las que los préstamos no se habían dado de baja de los balances también influyeron en la evolución registrada, no fue un factor tan dominante como en meses anteriores, de modo que es probable que un desplazamiento genuino de fondos por parte de los intermediarios financieros no monetarios distintos de las empresas de seguros y fondos de pensiones hacia depósitos con plazos de vencimiento más cortos también haya desempeñado un papel destacado.

La posición acreedora neta frente al exterior de las IFM de la zona del euro registró una entrada de 12 mm de euros en mayo, tras las salidas observadas en los dos meses anteriores. En términos interanuales, esta posición experimentó un descenso de 36 mm de euros en los doce meses transcurridos hasta mayo, después

de haber disminuido en 39 mm de euros en los doce meses transcurridos hasta abril. De este modo, tras haber contribuido positivamente al crecimiento interanual de M3 entre marzo de 2011 y febrero de 2012, los activos exteriores netos han estado frenando la expansión de este agregado monetario desde marzo de este año (véase gráfico 8).

En conjunto, al margen de la sustancial volatilidad a corto plazo observada recientemente, la evolución subyacente del dinero y del crédito continuó siendo débil en mayo. En el caso de los préstamos, esto refleja, por el lado de la demanda, la atonía de la actividad y de las perspectivas económicas, y está relacionada, en cierta medida, con la necesidad de corregir los altos niveles de endeudamiento observados en algunas economías de la zona del euro. No obstante, cuando la demanda repunte, se tendrá que haber avanzado suficientemente en la realización de los ajustes necesarios en los balances de las entidades de crédito para asegurar la recuperación del crecimiento de los préstamos.

## 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 4,4% en abril de 2012, frente al 4,8% del mes precedente. Este retroceso estuvo impulsado por el menor crecimiento de la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo, mientras que la de valores a corto plazo se aceleró de nuevo. El repunte de la emisión por parte de las sociedades no financieras y las instituciones financieras no monetarias se vio contrarrestado con creces por la desaceleración de la tasa de crecimiento de la emisión de valores distintos de acciones por las IFM y por las Administraciones Públicas. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones cotizadas disminuyó hasta el 1,4%.*

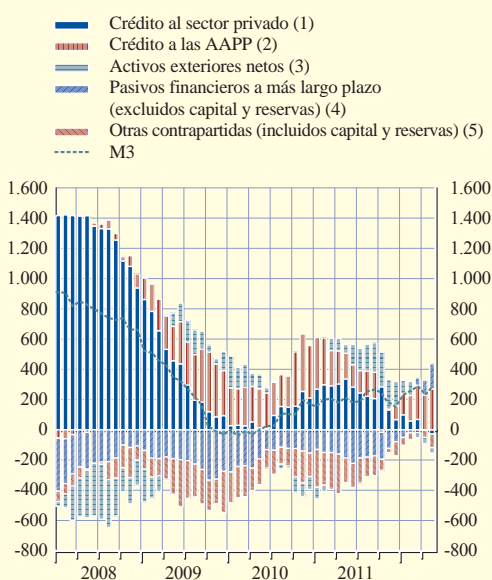
### VALORES DISTINTOS DE ACCIONES

En abril de 2012, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro disminuyó hasta el 4,4%, frente al 4,8% del mes anterior (véase cuadro 4). Este retroceso estuvo impulsado por el menor crecimiento de la emisión de deuda a largo plazo, mientras que la emisión de valores a corto plazo siguió acelerándose. En términos de sectores, el repunte observado en las emisiones de las sociedades no financieras y de las instituciones financieras no monetarias se vio contrarrestado con creces por la desaceleración de la tasa de crecimiento de la emisión de valores distintos de acciones por las IFM y por las Administraciones Públicas.

Si se consideran los distintos plazos de vencimiento, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo cayó hasta el 4,2% en abril de 2012, desde el 4,7% del mes precedente, impulsada por la disminución de la actividad emisora tanto de valores a tipo de interés variable como

**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.

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

Sector emisor	Saldo vivo (mm de euros) Abril 2012	Tasas de crecimiento interanual <sup>1)</sup>					
		2011 II	2011 III	2011 IV	2012 I	2012 Mar	2012 Abr
<b>Valores distintos de acciones</b>	<b>16.744</b>	<b>3,5</b>	<b>3,5</b>	<b>3,1</b>	<b>4,1</b>	<b>4,8</b>	<b>4,4</b>
IFM	5.610	1,1	2,0	3,3	4,6	4,8	4,2
Instituciones financieras no monetarias	3.363	0,7	-0,4	-1,2	-0,4	2,0	2,8
Sociedades no financieras	916	4,1	4,9	5,0	6,5	8,1	9,6
Administraciones Públicas	6.855	6,9	6,6	4,9	5,8	5,7	4,8
<i>De las cuales:</i>							
Administración Central	6.190	6,1	5,9	4,2	4,8	4,5	3,7
Otras Administraciones Públicas	665	15,8	14,6	13,2	16,8	17,9	15,7
<b>Acciones cotizadas</b>	<b>4.099</b>	<b>1,5</b>	<b>1,9</b>	<b>1,6</b>	<b>1,6</b>	<b>1,5</b>	<b>1,4</b>
IFM	328	7,4	12,4	10,0	10,8	11,3	10,7
Instituciones financieras no monetarias	292	4,2	5,0	5,2	3,6	2,8	3,1
Sociedades no financieras	3.479	0,5	0,4	0,3	0,3	0,3	0,2

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».

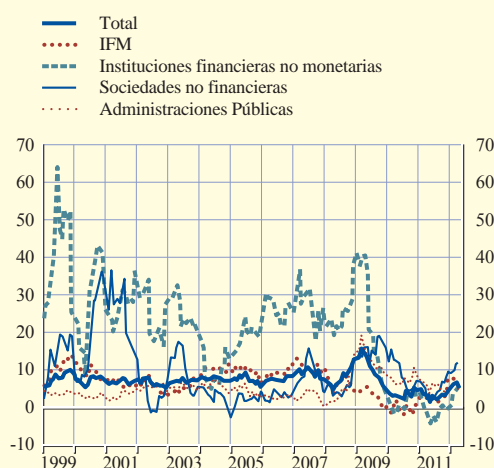
a tipo fijo. En cambio, la tasa de crecimiento de la emisión de valores distintos de acciones a corto plazo volvió a aumentar, hasta el 6,5% en abril, desde el 5,7% de marzo. Esta tasa ha seguido una tendencia al alza desde diciembre de 2011 y cobró nuevo impulso en abril de 2012. Ese mes, la actividad emisora de deuda a corto plazo por parte de las IFM y las sociedades no financieras fue intensa.

La tasa de crecimiento total de las emisiones de valores distintos de acciones observada en abril oculta una evolución dispar en los distintos sectores. Ese mes, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones disminuyó hasta el 4,2% en el caso de las IFM y hasta el 4,8% en el sector de Administraciones Públicas, frente al 4,8% y el 5,7%, respectivamente, del mes anterior. La desaceleración de la tasa de crecimiento de los valores emitidos por estos dos sectores debe valorarse en un contexto de elevadas tensiones en los mercados financieros y de necesidad de consolidar la situación de las finanzas públicas. En cambio, en el caso de las sociedades no financieras, la tasa de crecimiento interanual volvió a aumentar, desde el 8,1% de marzo hasta el 9,6% de abril, un valor muy próximo a las medias históricas. La actividad emisora de las sociedades no financieras lleva fortaleciéndose desde el último trimestre de 2011, lo que posiblemente refleje la sustitución de la financiación bancaria por la financiación en los mercados, en un contexto de endurecimiento de los criterios de concesión del crédito. En el caso de las instituciones financieras no monetarias, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones se situó en el 2,8% en abril, frente al 2% de marzo, tras haber sido negativa durante siete meses.

Si se consideran las tendencias a corto plazo, la tasa de crecimiento semestral anualizada desestacionalizada de las emisiones de valores distintos de acciones apunta a una desaceleración de la actividad emisora de las IFM y de las Administraciones

**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.

Públicas (véase gráfico 9). En particular, las emisiones de valores por parte del sector de IFM, que fueron intensas desde mediados de 2011, se redujeron ligeramente en marzo y abril de 2012. En cambio, las emisiones de las sociedades no financieras y de las instituciones financieras no monetarias aumentaron moderadamente en abril.

### ACCIONES COTIZADAS

La tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones cotizadas por parte de residentes en la zona del euro disminuyó ligeramente en abril de 2012, hasta el 1,4%, frente al 1,5% del mes anterior. En particular, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones por las IFM se redujo hasta el 10,7% en abril, frente al 11,3% de marzo (véase gráfico 10). Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras cayó levemente en abril, 10 puntos básicos, hasta situarse en el 0,2%. Por otra parte, la tasa de emisión de acciones cotizadas por parte de las instituciones financieras no monetarias aumentó hasta el 3,1%, frente al 2,8% del mes precedente.

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

(tasas de crecimiento interanual)



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

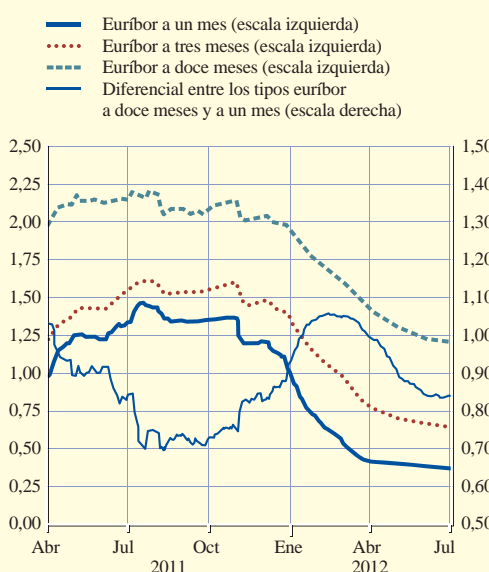
### 2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

Los tipos de interés del mercado monetario descendieron ligeramente entre principios de junio y comienzos de julio de 2012. En el sexto período de mantenimiento de 2012, que comenzó el 13 de junio, el eonia permaneció en niveles bajos, siendo reflejo del significativo exceso de liquidez.

Los tipos de interés del mercado monetario sin garantías, medidos por el euríbor, descendieron ligeramente entre principios de junio y comienzos de julio de 2012. El 4 de julio, los tipos euríbor a un mes, a tres meses, a seis meses y a doce meses se situaron en el 0,37%, el 0,65%, el 0,92% y el 1,21%, respectivamente, es decir, 2 puntos básicos por debajo de los niveles observados el 5 de junio. Por consiguiente, 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— se mantuvo sin variación en 84 puntos básicos (véase gráfico 11).

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

(porcentajes; diferencial en puntos porcentuales; datos diarios)



Fuentes: BCE y Thomson Reuters.



El tipo *swap* del eonia a tres meses se situó en el 0,21% el 4 de julio, 6 puntos básicos por debajo del nivel observado el 5 de junio. Como consecuencia, el diferencial entre el euríbor a tres meses y el tipo *swap* del eonia al mismo plazo se incrementó 4 puntos básicos y se situó en 43 puntos básicos, permaneciendo en niveles bastante acordes con los observados antes del verano de 2011.

El 4 de julio, los tipos de interés implícitos en los precios de los futuros del euríbor a tres meses con vencimiento en septiembre y diciembre de 2012 y en marzo y junio de 2013 se situaron en el 0,48%, el 0,46%, el 0,46% y el 0,47%, respectivamente, lo que representa disminuciones de 6, 7, 6 y 5 puntos básicos, respectivamente, en comparación con los niveles observados el 5 de junio.

Entre el 5 y el 12 de junio, último día del quinto período de mantenimiento del año, el eonia permaneció estable entre el 0,31% y el 0,34%, en un contexto de continuo exceso de liquidez. La fluctuación del eonia fue extremadamente limitada durante el resto de junio, continuando con el patrón observado desde principios del año. El diferencial negativo entre el eonia y el tipo de interés de las operaciones principales de financiación fue reflejo del volumen total de exceso de liquidez. El 4 de julio, el eonia se situó en el 0,332%.

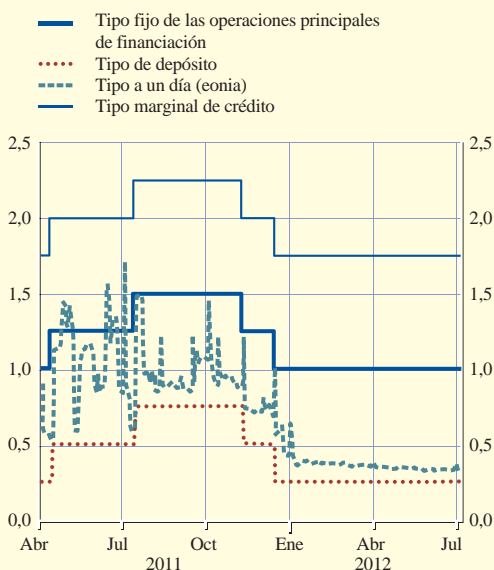
El Eurosistema realizó varias operaciones de financiación entre el 5 de junio y el 4 de julio. En las operaciones principales de financiación del sexto período de mantenimiento, que se llevaron a cabo los días 12, 19 y 26 de junio y 3 de julio, el Eurosistema adjudicó 131,7 mm de euros, 167,3 mm de euros, 180,4 mm de euros y 163,6 mm de euros, respectivamente. El Eurosistema también efectuó dos operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) en junio, en las que aplicó un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena: una operación de financiación a plazo especial el 12 de junio con plazo de vencimiento de un período de mantenimiento (en la que se adjudicaron 18,9 mm de euros) y una OFPML a tres meses el 27 de junio (en la que se adjudicaron 26,3 mm de euros).

El Eurosistema también llevó a cabo cuatro operaciones de absorción de liquidez a una semana los días 12, 19 y 16 de junio y 3 de julio, aplicando un procedimiento de subasta a tipo de interés variable con un tipo máximo de puja del 1%. Con estas operaciones, el Eurosistema absorbió totalmente la liquidez asociada a las adquisiciones realizadas en el marco del programa para los mercados de valores.

El sexto período de mantenimiento del año, que comenzó el 13 de junio, se caracterizó por unos niveles elevados de exceso de liquidez, situándose el recurso medio diario a la facilidad de depósito en 764 mm de euros el 4 de julio.

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

(porcentajes; datos diarios)



Fuentes: BCE y Thomson Reuters.

## 2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

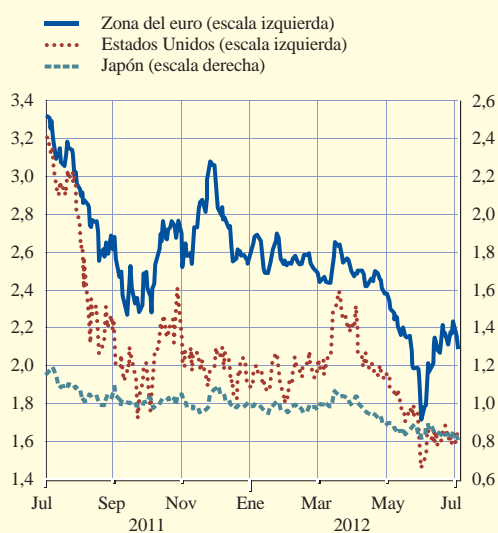
Los rendimientos de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA aumentaron en torno a 30 puntos básicos en la zona del euro entre finales de mayo y principios de julio de 2012, mientras que casi no variaron en Estados Unidos. En la zona del euro, los rendimientos se incrementaron, en general, en el caso de los emisores con calificación AAA y cayeron en otros países. La incertidumbre existente en torno a la evolución futura de los mercados de renta fija, medida por la volatilidad implícita de estos mercados, se intensificó en la zona del euro a mediados de junio, antes de volver a caer a los niveles registrados a finales de mayo. Los indicadores de mercado muestran que las expectativas de inflación siguen estando plenamente en consonancia con la estabilidad de precios.

Entre finales de mayo y el 4 de julio de 2012, los rendimientos de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA de la zona del euro aumentaron aproximadamente 30 puntos básicos, situándose en torno al 2,1%. En Estados Unidos, estos rendimientos casi no variaron y se situaron alrededor del 1,6% el 4 de julio. Los rendimientos de la deuda pública a largo plazo de Estados Unidos solo registraron leves oscilaciones temporales en junio, mientras que los rendimientos correspondientes en la zona del euro se incrementaron en la primera parte del mes y después fluctuaron sin una tendencia clara hasta finales de junio (véase gráfico 13). En general, la estabilización de los rendimientos de los bonos a largo plazo en Estados Unidos en un nivel próximo al mínimo histórico del 1,5% alcanzado a principios de junio fue reflejo de la publicación de datos económicos dispares en Estados Unidos, que mostraban la atonía del mercado de trabajo, pero también signos de estabilización del mercado de la vivienda. Además, la Reserva Federal revisó las proyecciones de crecimiento a la baja y, como se esperaba mayoritariamente, amplió el alcance de la Operación Twist. En cambio, el aumento general de los rendimientos a largo plazo de la deuda pública con calificación AAA de la zona del euro fue consecuencia, en parte, de la recuperación del apetito por el riesgo ante la celebración de la reunión del Consejo Europeo a finales de junio, en previsión de anuncios de iniciativas políticas para reforzar la estabilidad financiera. Otro factor que probablemente favoreció este incremento fue la especulación acerca de que las iniciativas destinadas a mutualizar la deuda de la zona del euro podrían reducir la calidad crediticia de los países con alta calificación. El resultado de la reunión del Consejo Europeo tuvo una acogida favorable por parte de los inversores y las huidas hacia activos más seguros disminuyeron, contribuyendo así a elevar los rendimientos de la deuda pública con calificación AAA de la zona del euro directamente después de la reunión.

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

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 de Alemania, Francia, Países Bajos, Austria y Finlandia.

Estados Unidos y los de la zona del euro aumentó durante el período de referencia y se situó en unos 50 puntos básicos el 4 de julio. En Japón, los rendimientos de la deuda pública al mismo plazo prácticamente no variaron durante el citado período, situándose en el 0,8 % en dicha fecha.

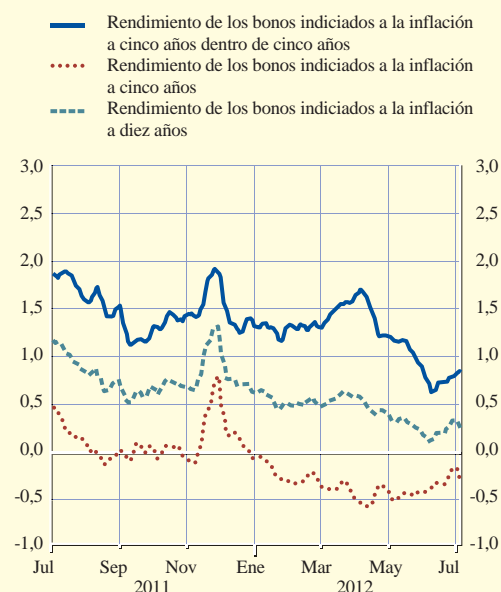
La incertidumbre de los inversores respecto a la evolución a corto plazo de los mercados de renta fija de la zona del euro, medida por la volatilidad implícita obtenida de las opciones, aumentó en la primera parte de junio, antes de caer gradualmente hasta el mismo nivel, aproximadamente, que se registró a finales de mayo. En Estados Unidos, la volatilidad implícita se redujo en torno a 0,6 puntos porcentuales en el mismo período. Esta evolución tuvo lugar en un entorno de disminución de la volatilidad implícita de los mercados de renta variable en ambas áreas económicas.

La volatilidad implícita de los mercados de renta fija disminuyó en ambas áreas económicas, aunque sobre todo en Estados Unidos, con respecto a los niveles máximos registrados en noviembre de 2011. En la zona del euro, la volatilidad sigue siendo elevada en términos históricos y se sitúa actualmente en torno a los niveles observados justo antes de la quiebra de Lehman Brothers. En cambio, la volatilidad en Estados Unidos se encuentra algo por debajo de dicho máximo. En consonancia con la reciente reducción 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 en relación con las de los bonos comparables de institutos públicos de financiación) se contrajo durante el período analizado, lo que sugiere que es posible que el sentimiento general de los mercados de renta fija haya mejorado levemente ante las perspectivas de iniciativas políticas para reforzar la estabilidad financiera.

Durante el período de referencia, los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana a diez años frente a la deuda alemana se redujeron en Bélgica, Italia, España, Grecia, Irlanda y Portugal, mientras que permanecieron prácticamente estables en Austria, Finlandia, Francia y Países Bajos. Los rendimientos de la deuda española alcanzaron en junio el máximo nivel registrado desde la introducción del euro, antes de caer a finales de mes en un entorno de menor aversión al riesgo. La incertidumbre sobre las necesidades de recapitalización del sector financiero y las condiciones de la financiación en el marco del programa de asistencia financiera de la UE hizo que los rendimientos de la financiación pública española se mostraran volátiles en junio. Los diferenciales disminuyeron en Grecia, Irlanda y Portugal entre 150 y 500 puntos básicos en el período de referencia. Los resultados de las elecciones en Grecia llevaron una breve calma a los mercados de renta fija, pero las declaraciones del Gobierno de coalición sobre su intención de renegociar el programa de asistencia financiera volvieron a crear incertidumbre. Los rendimientos de los bonos a largo plazo aumentaron en todos los países de la zona del euro con calificación AAA, y cayeron en los países de la zona con calificación más baja.

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

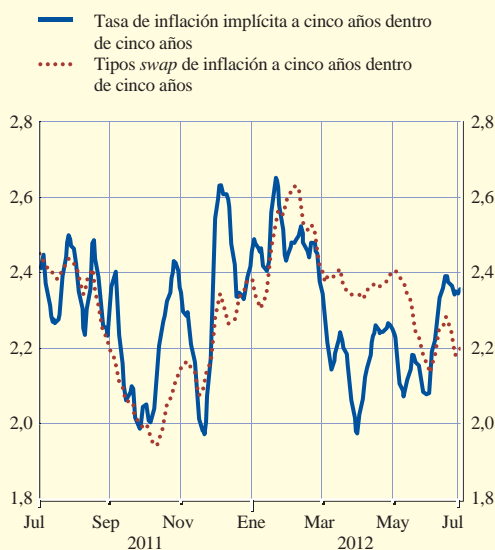
(porcentajes; datos diarios de medias móviles de cinco días; datos desestacionalizados)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.  
Notas: Desde finales de agosto de 2011, los tipos reales se calculan como la 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.

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

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

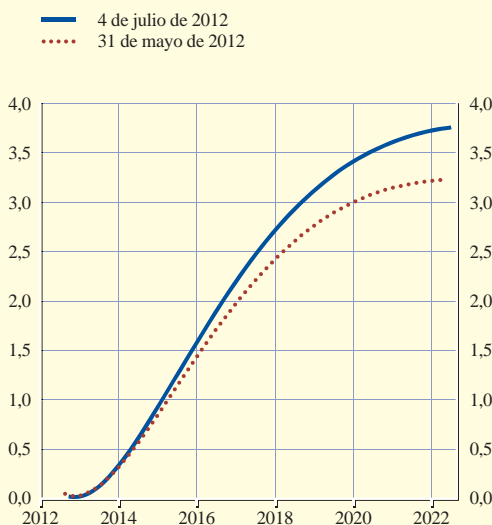


Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Notas: Desde finales de agosto de 2011, las tasas de inflación implícitas se calculan como la 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 indicida 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.

Los rendimientos de la deuda pública a cinco y a diez años de la zona del euro iniciada a la inflación aumentaron unos 10 puntos básicos en el período de referencia, situándose en el  $-0,4\%$  y el  $0,2\%$ , respectivamente, el 4 de julio (véase gráfico 14). El nivel todavía muy bajo de tipos de interés reales a largo plazo refleja la pesimista percepción de los inversores en relación con las perspectivas de crecimiento a medio plazo. En cuanto a la percepción de la inflación, la tasa de inflación implícita a cinco años dentro de cinco años de la zona del euro se incrementó alrededor de 30 puntos básicos, hasta alcanzar el  $2,4\%$  en el período considerado (véase gráfico 15). El tipo swap de inflación con el mismo horizonte temporal apenas varió en ese período y se situó en el  $2,2\%$  el 4 de julio. 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 muestran 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). El 4 de julio, la curva de tipos forward tenía una inclinación 50 puntos básicos mayor que la observada a finales de mayo.

Entre finales de mayo y el 4 de julio de 2012, 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) se mantuvieron prácticamente estables.

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- (en torno a 15 puntos básicos), mientras que registraron una caída más significativa para las categorías de calificación A y BBB (unos 40 puntos básicos). En conjunto, la evolución reciente de los rendimientos de los valores de renta fija privada sugiere una ligera mejora de las condiciones de financiación en los mercados para las empresas.

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

En mayo de 2012, los tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos continuaron cayendo. Los tipos de interés de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda y de los préstamos a las sociedades no financieras también registraron un descenso, tanto a corto como a largo plazo. Los menores tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a las sociedades no financieras se vieron acompañados por una reducción del diferencial entre los créditos de hasta un millón de euros y los de más de un millón de euros, que, sin embargo, se mantiene en niveles históricamente elevados.

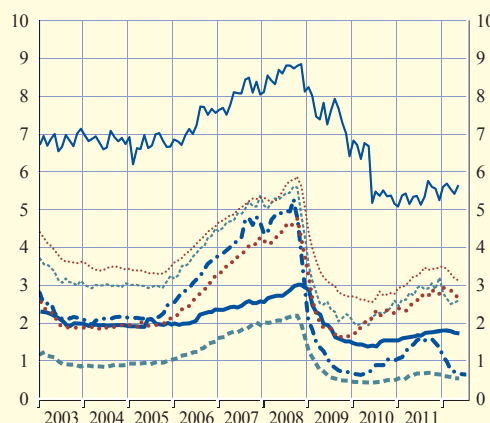
Los tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos a corto plazo se redujeron en mayo de 2012. Los tipos de los depósitos a plazo hasta un año de los hogares descendieron 2 puntos básicos, mientras que los de los depósitos de las sociedades no financieras al mismo plazo cayeron 9 puntos básicos (véase gráfico 17).

La mayor parte de los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a corto plazo también se redujeron en mayo de 2012. Los tipos de interés de los descubiertos de las sociedades no financieras disminuyeron 3 puntos básicos y los de los préstamos y créditos hasta un año otorgados a estas sociedades experimentaron una caída de 6 puntos básicos. La caída de los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a corto plazo concedidos a las sociedades no financieras refleja realmente una reducción más pronunciada (de 5 puntos básicos) de los tipos de interés de los créditos de hasta un millón de euros, hasta situarlos en el 4,1 %, así como un aumento de 3 puntos básicos, hasta el 2,6%, del tipo aplicado a los créditos de más de un millón de euros. Así pues, el diferencial entre los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a los créditos de hasta un millón de euros, concedidos supuestamente a pequeñas empresas, y los aplicados a los créditos de más de un millón de euros, otorgados supuestamente a las

**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
- ..... Préstamos 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).

empresas más grandes, se redujo ligeramente en mayo, aunque se mantuvo en un nivel históricamente elevado, de 156 puntos básicos. Los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda registraron un descenso de 6 puntos básicos en mayo, mientras que los del crédito al consumo, que generalmente son bastante volátiles, experimentaron una subida de 22 puntos básicos, invirtiéndose así la caída observada el mes anterior. En conjunto, y dado el descenso de 4 puntos básicos que registró el euríbor en el mismo mes, el diferencial frente a los tipos de interés a corto plazo de los préstamos hogares para adquisición de vivienda se redujo hasta 247 puntos básicos, mientras que el diferencial frente a los préstamos a corto plazo de más de un millón de euros a las sociedades no financieras aumentó hasta 191 puntos básicos (véase gráfico 18).

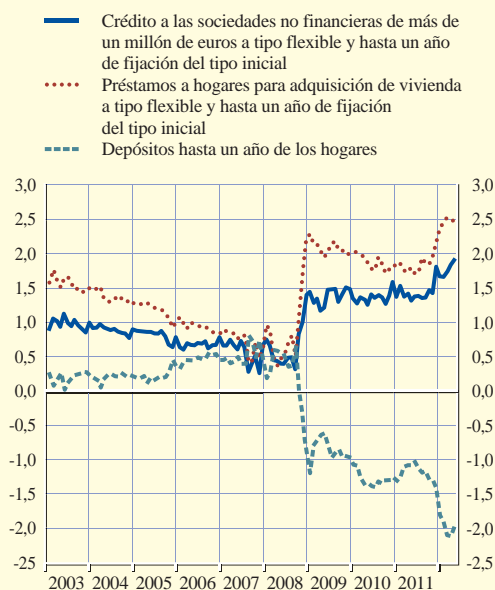
Desde una perspectiva de más largo plazo, los tipos de interés de los préstamos a corto plazo aplicados por las IFM han caído desde principios de 2012. Esta tendencia puede que siga siendo atribuible a la transmisión de las variaciones de los tipos de mercado a los tipos de interés del crédito bancario, tras los recortes de los tipos de interés oficiales del BCE efectuados en noviembre y diciembre de 2011, así como a la mejora de la liquidez de las entidades crédito en el entorno de las dos OFPML a tres años llevadas a cabo en diciembre de 2011 y en enero de 2012 y de la ampliación de la política del Eurosistema relativa a los activos de garantía.

Por lo que respecta a los vencimientos a largo plazo, los tipos de interés aplicados a los créditos de más de un millón de euros concedidos a las sociedades no financieras se mantuvieron inalterados en mayo, mientras que los tipos de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda y de los créditos de hasta un millón de euros otorgados a las sociedades no financieras se redujeron. Más concretamente, los tipos de interés de los créditos de más de un millón de euros concedidos a las empresas a más de cinco años de fijación del tipo inicial se situaron en el 3,6% en mayo, sin cambios con respecto a abril, y algo por debajo del máximo alcanzado en febrero de 2012. Al mismo tiempo, los tipos de interés aplicados por las IFM a los créditos de hasta un millón de euros experimentaron una caída de 12 puntos básicos, hasta situarse en el 4,1%. Los tipos de interés de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda a más de cinco años y hasta diez años de fijación del tipo inicial también registraron un descenso, que fue cercano a los 7 puntos básicos (véase gráfico 19).

Hasta abril de 2012, los diferenciales entre los tipos de interés a largo plazo y los rendimientos de la deuda pública a siete años con calificación AAA tendieron a aumentar, debido en parte a la presión a la baja ejercida sobre el rendimiento de la deuda pública con calificación AAA, como consecuencia de la huida hacia activos más seguros. En mayo, el diferencial entre los tipos de interés a largo plazo de los préstamos para

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

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



Fuente: BCE.

Notas: Los diferenciales de los préstamos y 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 modificó el Reglamento BCE/2001/18).

adquisición de vivienda (a más de diez años) y los rendimientos de la deuda pública a siete años con calificación AAA se mantuvo básicamente sin cambios en 249 puntos básicos. En el caso de las sociedades no financieras, el diferencial correspondiente para los créditos de más de un millón de euros se amplió alrededor de 7 puntos básicos, hasta situarse en 191 puntos básicos.

Si se considera desde una perspectiva de más largo plazo, se observa que los tipos de interés de los préstamos a largo plazo concedidos a los hogares y los tipos de interés de los créditos a largo plazo de más de un millón de euros otorgados a las sociedades no financieras muestran una transmisión ligeramente incompleta y lenta. Recientemente, las regularidades históricas entre los tipos de interés de los préstamos a largo plazo y los rendimientos de la deuda pública con calificación AAA correspondiente podrían haberse visto distorsionadas 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. Así pues, los diferenciales entre los tipos de interés de los préstamos a largo plazo y los rendimientos de la deuda pública con calificación AAA correspondiente han aumentado significativamente desde comienzos de 2012.

## 2.6 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

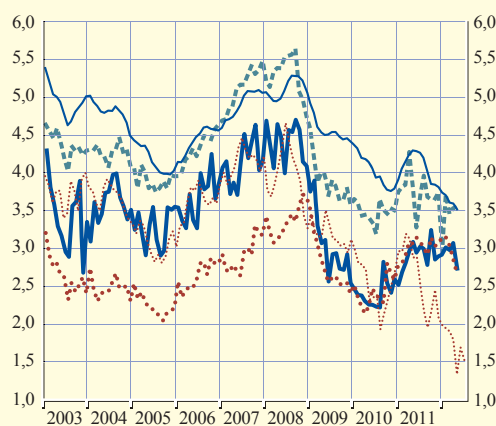
*Entre finales de mayo y principios de julio de 2012, las cotizaciones bursátiles aumentaron alrededor del 8% en la zona del euro y del 5% en Estados Unidos. Las subidas registradas en las dos principales áreas económicas se produjeron en un contexto de posible adopción de iniciativas políticas para reforzar la estabilidad financiera en la zona del euro y de la continuidad de la política monetaria acomodaticia en Estados Unidos. Por otra parte, los datos publicados, que apuntaban a cierto deterioro de las perspectivas económicas a corto plazo, siguieron afectando a las cotizaciones bursátiles. Las cotizaciones del sector financiero, tanto en la zona del euro como en Estados Unidos, registraron incrementos mayores que los índices generales. La incertidumbre en los mercados bursátiles, medida por la volatilidad implícita, se redujo en las dos áreas económicas.*

Entre finales de mayo y el 4 de julio de 2012, las cotizaciones bursátiles de la zona del euro, medidas por el índice Dow Jones EURO STOXX amplio, aumentaron alrededor del 8%, mientras que las de Estados Unidos, medidas por el índice Standard & Poor's 500, se incrementaron en torno al 5% (véase gráfico 20). En Japón, las cotizaciones, medidas por el índice Nikkei 225, también registraron una subida de alrededor del 7% durante el mismo período.

**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
- Préstamos a hogares para adquisición de vivienda a más de cinco años y hasta diez años de fijación del tipo inicial
- ..... Rendimiento de la deuda pública a siete años



Fuente: BCE.

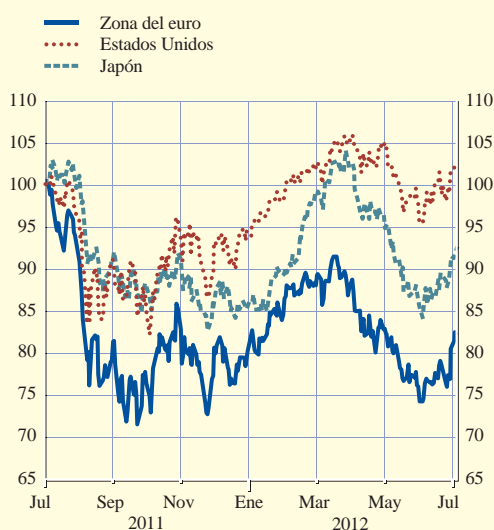
Nota: Es posible que los datos a partir de junio de 2010 no sean totalmente comparables con los anteriores a esa fecha, debido a los cambios metodológicos derivados de la aplicación de los Reglamentos BCE/2008/32 y BCE/2009/7 (por el que se modifica el Reglamento BCE/2001/18).

La evolución de las cotizaciones bursátiles en las dos principales áreas económicas fue relativamente uniforme a lo largo de junio y a comienzos de julio. Los mercados de renta variable oscilaron dentro de un intervalo estrecho durante la mayor parte de junio, antes de registrar un alza tras los resultados de la reunión del Consejo Europeo. Estos mercados recibieron un respaldo generalmente positivo tras el resultado de las elecciones griegas, las señales de estabilización observadas en el mercado de la vivienda estadounidense y las perspectivas de que se adoptasen iniciativas políticas para reforzar la estabilidad financiera en la zona del euro. La continuación de la Operación Twist en Estados Unidos y las conversaciones entre los líderes de la UE sobre algunas iniciativas para estimular el crecimiento también constituyeron un apoyo para estos mercados. Entre los aspectos negativos, cabe señalar que las cifras de empleo más desfavorables de lo previsto y las revisiones a la baja del crecimiento en Estados Unidos, así como la inquietud respecto a la estabilidad financiera en algunos países de la zona del euro, afectaron a las cotizaciones bursátiles en junio. Hacia finales de mes, los participantes en los mercados recibieron con satisfacción el resultado de la cumbre del Consejo Europeo, lo que contribuyó al incremento de dichas cotizaciones tanto en la zona del euro como en Estados Unidos.

El alza del precio de las acciones durante el período de referencia fue generalizada en la zona del euro, registrándose incrementos en todos los principales países. En la zona en su conjunto, el subíndice financiero del mercado bursátil tendió a adelantar los movimientos del índice general, aumentando en torno al 12 % en dicho período. En Estados Unidos, también el subíndice financiero adelantó los movimientos del índice general con un avance del 6 %, mientras que el subíndice no financiero registró una subida del 4 %. Las decisiones de las agencias de calificación crediticia de rebajar en varios escalones

**Gráfico 20 Índices bursátiles**

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

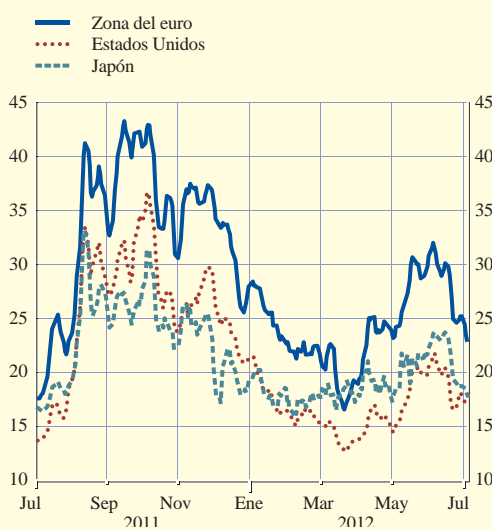


Fuente: Thomson Reuters.

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.



las calificaciones de España, así como de varias entidades de crédito españolas e instituciones financieras mundiales, tuvieron un impacto negativo, aunque limitado, sobre los mercados de renta variable y los subíndices financieros.

La incertidumbre en el mercado de renta variable, medida por la volatilidad implícita, se mantuvo estable en la zona del euro hasta mediados de junio, pero se redujo a partir de entonces, situándose en el 23 % el 4 de julio. En Estados Unidos, la volatilidad implícita en este mercado también se redujo, aunque en menor medida, y, con un nivel del 16 %, sigue siendo menor que en la zona del euro. En ambas áreas económicas, los niveles actuales de incertidumbre en los mercados bursátiles son similares a los que se registraban a principios de 2012 (véase gráfico 21).

### 3 PRECIOS Y COSTES

Según la estimación preliminar de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro fue del 2,4% en junio de 2012, sin cambios con respecto al mes anterior. Teniendo en cuenta los precios actuales de los futuros sobre el petróleo, las tasas de inflación deberían seguir cayendo en el transcurso de 2012 y situarse de nuevo por debajo del 2% en 2013. A lo largo del horizonte temporal relevante para la política monetaria, en un entorno de crecimiento moderado de la zona del euro y de expectativas de inflación a largo plazo firmemente ancladas, las presiones inflacionistas subyacentes deberían continuar siendo limitadas. Se considera que los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios a medio plazo siguen estando, en general, equilibrados.

#### 3.1 PRECIOS DE CONSUMO

Según la estimación preliminar de Eurostat, la inflación medida por el IAPC fue del 2,4% en junio de 2012, sin cambios con respecto a mayo (véase cuadro 5). Los precios del petróleo han descendido significativamente en las últimas semanas. El menor ritmo de crecimiento de los precios de la energía puede haber sido compensado, parcialmente, por un mayor incremento de la tasa de variación de los precios de los alimentos no elaborados en algunos países de la zona del euro.

En mayo de 2012, el último mes para el que se dispone de una desagregación oficial, la inflación medida por el IAPC descendió hasta el 2,4%, frente al 2,6% de abril. Este descenso fue reflejo de la disminución de las tasas de variación interanual de los componentes de energía y, en menor medida, de alimentos, que quedó compensada, solo parcialmente, por un ligero aumento de la tasa de crecimiento de los precios de los servicios. El ritmo de avance de los precios de los bienes industriales no energéticos no registró cambios.

Si se consideran con más detalle los principales componentes del IAPC, la tasa de variación de los precios de la energía cayó hasta el 7,3% en mayo, desde el 8,1% de abril, como consecuencia de la disminución intermensual de dichos precios (-1,4%), que contrarrestó con creces un efecto de base al alza (véase gráfico 22). En particular, la tasa de crecimiento interanual del precio de los combustibles para vehículos privados se contrajo significativamente en mayo, mientras que el ritmo de avance de los precios de la electricidad y del gas creció ligeramente.

**Cuadro 5 Evolución de los precios**

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

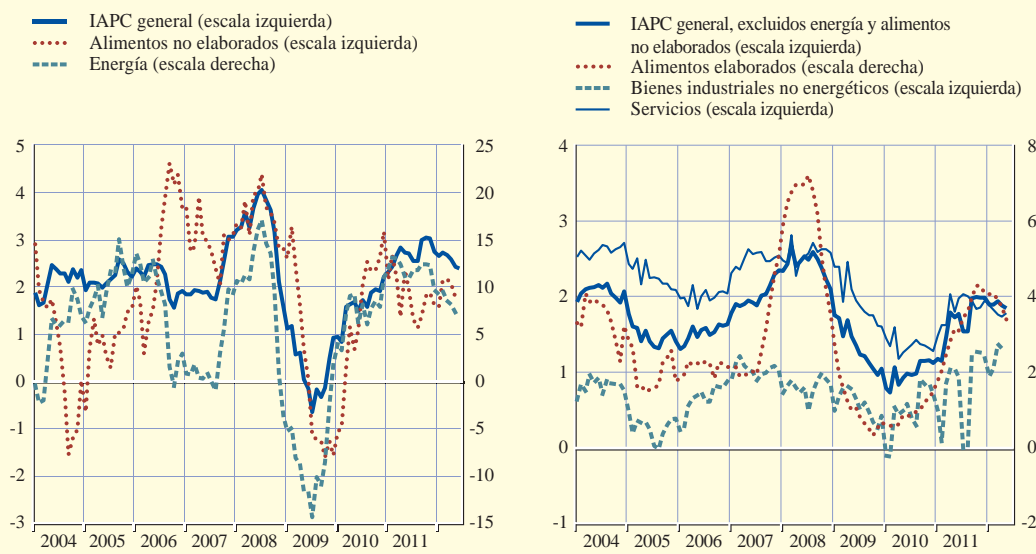
	2010	2011	2012 Ene	2012 Feb	2012 Mar	2012 Abr	2012 May	2012 Jun
<b>IAPC y sus componentes</b>								
Índice general <sup>1)</sup>	1,6	2,7	2,7	2,7	2,7	2,6	2,4	2,4
Energía	7,4	11,9	9,2	9,5	8,5	8,1	7,3	.
Alimentos no elaborados	1,3	1,8	1,6	2,2	2,2	2,1	1,8	.
Alimentos elaborados	0,9	3,3	4,1	4,1	3,9	3,7	3,4	.
Bienes industriales no energéticos	0,5	0,8	0,9	1,0	1,4	1,3	1,3	.
Servicios	1,4	1,8	1,9	1,8	1,8	1,7	1,8	.
<b>Otros indicadores de precios</b>								
Precios industriales	2,9	5,9	3,9	3,7	3,5	2,6	2,3	.
Precios del petróleo (euros por barril)	60,7	79,7	86,2	89,7	94,2	91,4	86,0	76,4
Precios de las materias primas no energéticas	44,6	12,2	-4,6	-7,5	-5,2	-3,8	-0,2	0,9

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

1) La inflación medida por el IAPC de junio 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.

La tasa de variación de los precios de los alimentos no elaborados disminuyó hasta el 1,8% en mayo, frente al 2,1% de abril, como consecuencia del menor ritmo de crecimiento interanual de todos los componentes. La tasa de avance de los precios de los alimentos elaborados también volvió a descender, hasta el 3,4%, con respecto a tasas ligeramente superiores al 4% a principios de año, debido a un efecto de base a la baja. Este descenso reflejó, en particular, el menor aumento, en términos interanuales, de los precios del pan y los cereales, así como de la leche, el queso y los huevos, mientras que los precios del tabaco se incrementaron al mismo ritmo que en abril.

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 permaneció sin variación en el 1,6% en mayo de 2012 por tercer mes consecutivo. 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 se mantuvo sin cambios en el 1,3% en mayo, mientras que la de los precios de los servicios se incrementó ligeramente, del 1,7% en abril al 1,8% en mayo, siendo reflejo de un aumento de las tasas de crecimiento interanual de los precios de los servicios recreativos y del transporte, que compensó con creces el menor ritmo de avance interanual de los precios de los servicios de comunicación y diversos.

### 3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

La tasa de variación de los precios industriales (excluida la construcción) cayó hasta el 2,3% en mayo de 2012, desde el 2,6% de abril (véase gráfico 23). La reducción generalizada de los principales componentes en concreto la energía, los alimentos y los bienes de consumo no alimenticio, explica el descenso de la

tasa interanual del índice general. En el mismo período, el ritmo de avance de los precios industriales, excluidas la construcción y la energía, se ralentizó hasta el 1,3%, desde el 1,6%.

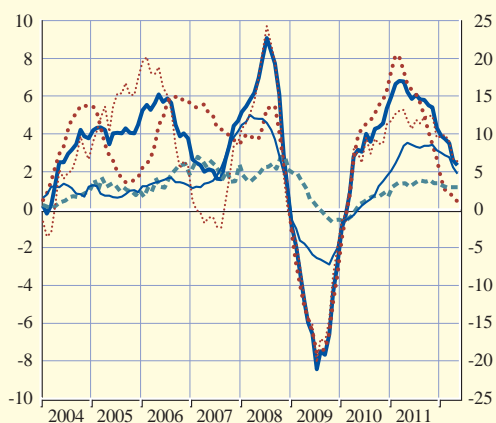
Por lo que respecta a las últimas fases de la cadena de producción, dentro de la tasa de variación de los precios industriales de la zona del euro, el componente de precios de consumo de los alimentos mantuvo la senda de desaceleración progresiva observada a partir del segundo semestre de 2011, pasando del 3,2% en abril al 2,6% en mayo. Se prevé una nueva moderación a corto plazo, como la respuesta retardada a la actual reducción de la tasa de variación interanual de los precios de las materias primas alimenticias en Estados Unidos. Esta reducción podría verse parcialmente compensada por los precios de importación de las materias primas alimenticias y de los alimentos elaborados, que han empezado a aumentar en los últimos meses. El ritmo de crecimiento interanual del componente de bienes de consumo no alimenticio descendió del 0,9% al 0,7% en mayo, prolongando su caída con respecto a los niveles históricamente elevados observados a finales de 2011. Este descenso, junto con la menor tasa de variación de los precios de importación, indica un cierto alivio de las presiones latentes sobre el componente de bienes industriales no energéticos del IAPC.

Los indicadores basados en las encuestas de precios de venta en la industria, que anticipan la evolución del IPRI, volvieron a descender en junio de 2012 (véase gráfico 24). Según la encuesta de la Comisión Europea, las expectativas de precios de venta disminuyeron notablemente, debido a que las expectativas del sector de bienes intermedios fueron revisadas significativamente a la baja. Por lo que respecta al índice de directores de compras, el índice de precios de producción de las manufacturas cayó por debajo del umbral de 50 en junio, por primera vez desde marzo de 2010. El índice de precios de bienes intermedios de este sector registró un acusado retroceso, pasando de 52,3 en mayo a 45,3 en junio, como consecuencia de la disminución de los precios de las materias primas. En el mismo período, en

**Gráfico 23 Desagregación de los precios industriales**

(tasas de variación interanual; datos mensuales)

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

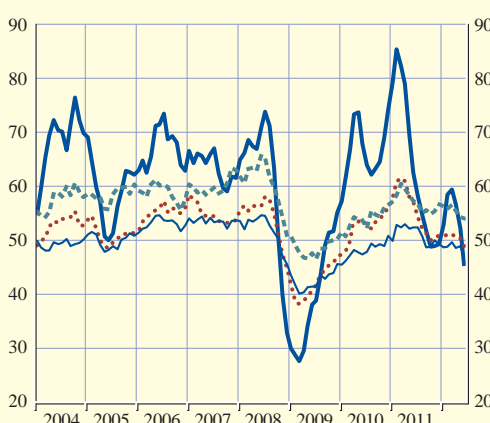


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

(índices de difusión; datos mensuales)

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



Fuente: Markit.

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

el sector servicios, el índice de precios de bienes intermedios se mantuvo sin cambios en 54,3, mientras que el índice de precios de producción mantuvo su tendencia descendente. Estos dos índices de precios se sitúan actualmente muy por debajo de sus medias a largo plazo, lo que indica presiones a la baja sobre los precios.

### 3.3 INDICADORES DE COSTES LABORALES

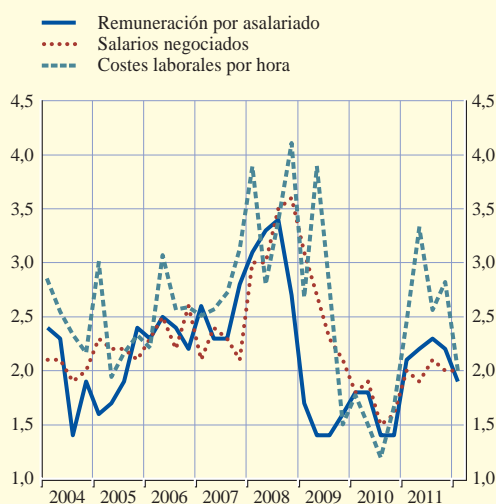
Los indicadores de costes laborales publicados recientemente muestran algunos signos de moderación de las presiones salariales en el primer trimestre de 2012 (véanse cuadro 6 y gráfico 25), probablemente como consecuencia de la débil actividad económica y de la continua atonía del mercado de trabajo.

La información preliminar disponible sobre los salarios negociados en la zona del euro en abril confirma el alivio de las presiones salariales en la zona. Los costes laborales por hora se redujeron, hasta situarse en el 2% en el primer trimestre de 2012, frente al 2,8% del trimestre anterior. Este descenso fue generalizado en varios sectores (véase gráfico 26). Los costes no salariales crecieron al mismo ritmo que el componente de sueldos y salarios de los costes laborales por hora de la zona del euro.

Por lo que respecta a otros indicadores salariales, la remuneración por asalariado creció un 1,9% en el primer trimestre del año en curso, algo menos que en el trimestre anterior. A pesar de esta desaceleración, en los tres primeros meses de 2012 el crecimiento interanual de los costes laborales unitarios aumentó hasta el 1,5%, frente al 1,4% del cuarto trimestre de 2011, ya que el crecimiento interanual de la productividad del trabajo se redujo más que el de la remuneración por asalariado. De cara al futuro, en un contexto de debilidad de la situación del mercado de trabajo, las presiones generales sobre los salarios deberían permanecer contenidas.

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

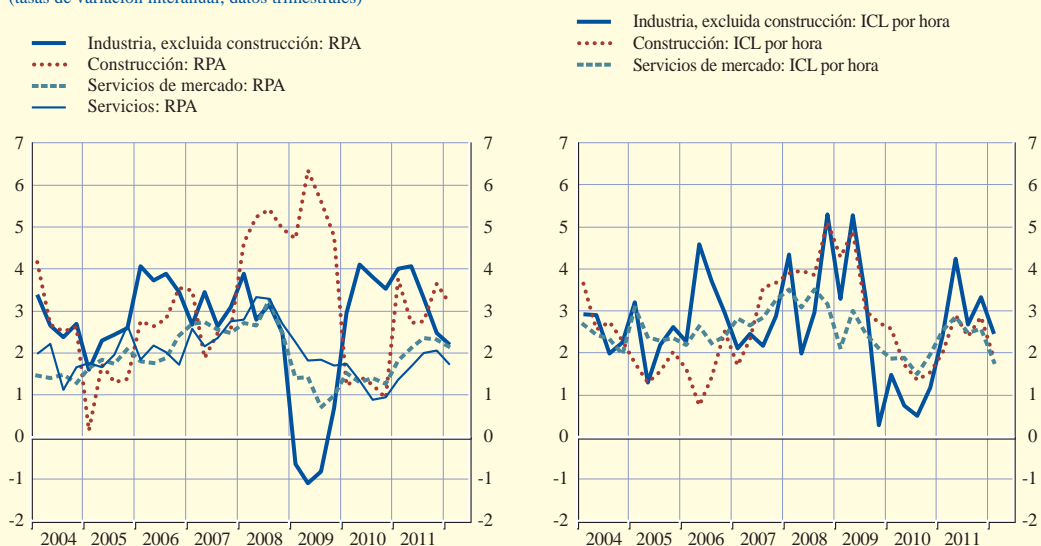
(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	2010	2011	2011 I	2011 II	2011 III	2011 IV	2012 I
Salarios negociados	1,7	2,0	2,0	1,9	2,1	2,0	2,0
Índice de costes laborales por hora	1,5	2,8	2,5	3,3	2,6	2,8	2,0
Remuneración por asalariado	1,7	2,2	2,1	2,2	2,3	2,2	1,9
<i>Pro memoria:</i>							
Productividad del trabajo	2,5	1,3	2,2	1,3	1,2	0,9	0,4
Costes laborales unitarios	-0,8	0,8	-0,2	0,9	1,2	1,4	1,5

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 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

Según la estimación preliminar de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro fue del 2,4% en junio de 2012, sin cambios con respecto al mes anterior. Teniendo en cuenta los precios actuales de los futuros sobre el petróleo, las tasas de inflación deberían caer más en el transcurso de 2012 y situarse de nuevo por debajo del 2% en 2013. A lo largo del horizonte temporal relevante para la política monetaria, en un entorno de crecimiento moderado de la zona del euro y de expectativas de inflación a largo plazo firmemente ancladas, las presiones inflacionistas subyacentes deberían continuar siendo limitadas.

Los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios a medio plazo siguen estando, en general, equilibrados. Los riesgos a la baja están relacionados con el impacto de un crecimiento menor de lo esperado en la zona del euro. Los riesgos al alza proceden de nuevos aumentos de los impuestos indirectos, derivados de la necesidad de consolidación fiscal, y de unas subidas de los precios de la energía a medio plazo mayores de lo previsto.

## 4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

El crecimiento intertrimestral del PIB real de la zona del euro fue nulo en el primer trimestre de 2012, tras el descenso del 0,3% observado en el trimestre anterior. Los indicadores correspondientes al segundo trimestre de 2012 apuntan a un nuevo debilitamiento del crecimiento económico y a un aumento de la incertidumbre. Más allá del corto plazo se espera que la economía de la zona se recupere gradualmente, aunque su dinamismo podría verse frenado por distintos factores. En concreto, se prevé que las tensiones existentes en algunos mercados de deuda soberana de la zona del euro y su impacto en las condiciones de concesión de crédito, el proceso de ajuste en los sectores financiero y no financiero y el elevado desempleo sigan afectando al dinamismo subyacente del crecimiento. Los riesgos en torno a las perspectivas económicas de la zona del euro continúan siendo a la baja.

### 4.1 PIB REAL Y COMPONENTES DE LA DEMANDA

El PIB real de la zona del euro mostró un crecimiento nulo, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre de 2012, tras un descenso del 0,3% en el trimestre anterior (véase gráfico 27). El resultado del primer trimestre se debió a la positiva aportación de la demanda exterior neta, mientras que la demanda interna y la variación de existencias contribuyeron negativamente. El producto se situó más de un 2% por debajo de su máximo anterior a la crisis, registrado en el primer trimestre de 2008. En este contexto, en el recuadro 1 de la sección 1 se analiza la recuperación actual en algunas economías avanzadas desde una perspectiva histórica.

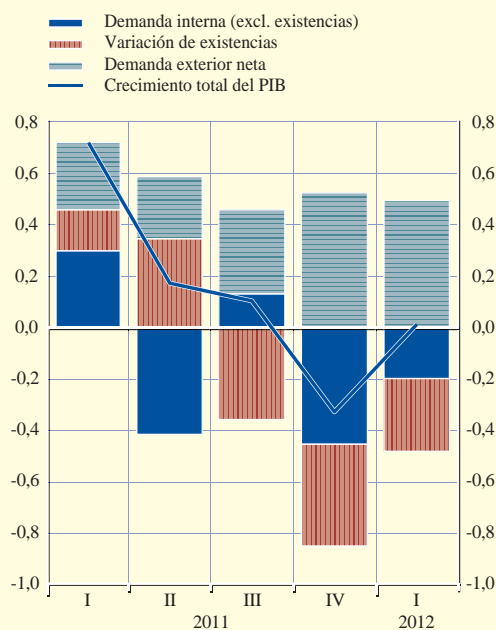
El crecimiento intertrimestral del consumo privado fue nulo en el primer trimestre de 2012, tras una contracción del 0,5% en el trimestre precedente. Es muy probable que el resultado correspondiente al primer trimestre enmascare una contribución negativa de las compras de automóviles, que fue contrarrestada por el positivo crecimiento del consumo de servicios y, en menor medida, de los bienes al por menor.

Por lo que respecta al segundo trimestre de 2012, la información disponible señala una persistente falta de dinamismo del gasto en consumo. Si bien las ventas del comercio al por menor aumentaron un 0,6% en mayo, en los dos primeros meses del segundo trimestre se situaron, no obstante, por debajo del nivel alcanzado en el primer trimestre de 2012. En mayo, las matriculaciones de automóviles se incrementaron un 1%, en términos intermensuales, invirtiéndose en parte el retroceso del 4,5% observado en el mes anterior. En los dos primeros meses del segundo trimestre, las matriculaciones de automóviles se situaron casi un 1% por debajo de la media del primer trimestre, lo que no supone, sin embargo, una mejora con respecto al primer trimestre, cuando las matriculaciones disminuyeron un 6,7%, en términos intertrimestrales.

Los datos de las encuestas de comercio al por menor para el segundo trimestre señalan un nuevo

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.

debilitamiento del consumo de bienes al por menor (véase gráfico 28). El índice de directores de compras (PMI) del sector del comercio al por menor pasó de 46,7 en el primer trimestre a 44,3 en el segundo, lo que indica una contracción adicional de las ventas. Además, según la encuesta de opinión de la Comisión Europea, el indicador de confianza de los consumidores retrocedió ligeramente entre mayo y junio. No obstante, la media del segundo trimestre fue similar a la del primer trimestre. El índice, que parece haberse estabilizado, en líneas generales, tras el acusado descenso registrado en el último semestre de 2011, continúa situándose por debajo de su media de largo plazo, lo que apunta a una evolución contenida del gasto en consumo. El indicador de grandes compras esperadas, que se mantuvo estable entre el primer y el segundo trimestre, permanece en un nivel históricamente bajo, lo que sugiere que los consumidores siguen actuando con cautela a la hora de decidir si compran o no bienes de consumo duradero.

La formación bruta de capital fijo cayó de forma pronunciada —un 1,4% en tasa intertrimestral— en el primer trimestre de 2012, por lo que la inversión se contrajo por cuarto trimestre consecutivo. En cuanto al detalle de la inversión en el primer trimestre, la inversión, excluida la construcción, retrocedió un 1,6%, en tasa intertrimestral, mientras que la inversión en construcción se contrajo un 1,1%.

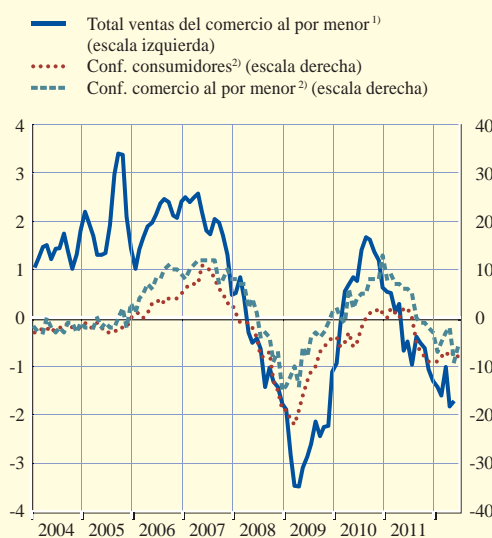
La producción industrial de bienes de equipo (un indicador de la inversión futura, excluida la construcción) disminuyó un 2,9%, en términos intermensuales, en abril. La producción de bienes de equipo, cuyo crecimiento intertrimestral fue nulo en el primer trimestre de 2012, se situó en abril casi un 2% por debajo de su nivel medio en el primer trimestre. Además, los resultados de las encuestas relativas a la industria, excluida la construcción —tanto del PMI como del indicador de confianza industrial de la Comisión Europea— señalan una contracción de la actividad inversora en el segundo trimestre. El indicador de confianza industrial se situó por debajo de su media histórica, mientras que el PMI de las manufacturas permaneció por debajo del umbral teórico de expansión de 50 durante el segundo trimestre.

En abril, la producción de la construcción se redujo un 2,6%, en términos intermensuales, tras un aumento del 11,4% en el mes anterior. Mientras tanto, en el segundo trimestre el indicador de confianza de la construcción publicado por la Comisión Europea seguía en un nivel inferior a su media histórica. Al mismo tiempo, el PMI de la construcción de la zona del euro se situó muy por debajo del nivel de 50 en abril y en mayo, indicando una persistente evolución negativa (véase el recuadro 2, titulado «Evolución reciente del sector de la construcción en la zona del euro», para un examen más detallado).

Tras la contracción observada en el último trimestre de 2011, los flujos comerciales de la zona del euro se estabilizaron en el primer trimestre de 2012. Las exportaciones aumentaron un 1%, en tasa intertrimestral, debido principalmente al fortalecimiento de la demanda exterior, mientras que las importaciones

**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.



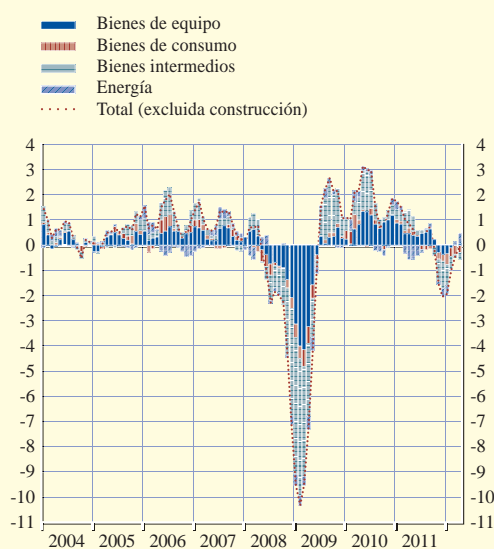
mostraron un ligero descenso (un 0,2%, en tasa intertrimestral). La información disponible sugiere que el crecimiento de las importaciones siguió siendo débil en el segundo trimestre y que las exportaciones pueden haber perdido impulso. En abril, tanto las importaciones como las exportaciones de bienes experimentaron un descenso en términos intermensuales. En un contexto de incertidumbre acerca de la fortaleza de la recuperación mundial, los datos procedentes de las encuestas de opinión relativos a las exportaciones de la zona del euro también se han deteriorado recientemente, terminándose la cadena de noticias favorables relacionadas con el comercio que se publicaron en torno al fin de año. En el segundo trimestre de 2012, el nivel medio del PMI de nuevos pedidos exteriores se situaba muy por debajo de la media del trimestre anterior y del umbral teórico de expansión. De cara al futuro, se prevé que el crecimiento de la demanda exterior y de las exportaciones de la zona se recupere de nuevo en el segundo semestre de 2012, como consecuencia del fortalecimiento gradual, pero modesto, de la actividad económica mundial. Prácticamente en consonancia con las perspectivas para la actividad económica de la zona del euro, las perspectivas a corto plazo para las importaciones siguen siendo bastante poco halagüeñas.

## 4.2 PRODUCTO POR RAMAS DE ACTIVIDAD

El valor añadido real se contrajo un 1%, en términos intertrimestrales, en el primer trimestre de 2012, como consecuencia de la debilidad de la actividad constructora, que se redujo marcadamente un 0,9% en tasa intertrimestral. Por el contrario, tanto el valor añadido de la industria (excluida la construcción) como el de los servicios registraron un crecimiento nulo.

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

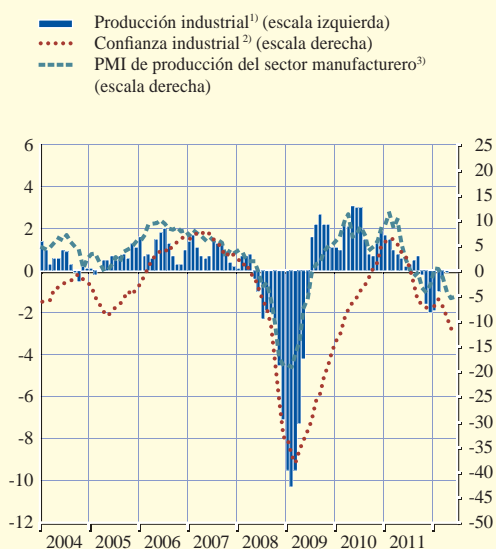
(tasa de crecimiento y contribuciones en puntos porcentuales; datos mensuales desestacionalizados)



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 lo que respecta a la evolución en el segundo trimestre de 2012, la producción industrial (excluida la construcción) experimentó un descenso del 1,1 %, en tasa intermensual, en abril, tras la reducción del 0,1 % observada en el mes anterior. En abril, la producción se situó aproximadamente un 0,9 % por debajo del nivel medio registrado en el primer trimestre, lo que supone un empeoramiento con respecto al retroceso intertrimestral del 0,4 % observado en el primer trimestre de 2012 (véase gráfico 29). Los datos de las encuestas de opinión apuntan a un debilitamiento de la actividad industrial en el segundo trimestre (véase gráfico 30). Por ejemplo, el PMI de producción de las manufacturas pasó del 49,8 en el primer trimestre a 45,2 en el segundo, situándose así muy por debajo del umbral de expansión de 50.

Las últimas cifras de producción de la construcción confirman la contención observada actualmente en la actividad constructora (véase el recuadro 2 para un análisis más detallado). La producción de la construcción cayó un 2,6 %, en tasa intermensual, en abril, tras haberse registrado fuertes fluctuaciones en los dos meses anteriores, que se deben a las adversas condiciones meteorológicas en parte de Europa. Pese a los negativos resultados mensuales, la producción de la construcción en abril mejoró con respecto a la media del trimestre precedente. Sin embargo, la dinámica subyacente del crecimiento sigue siendo débil y los indicadores de opinión apuntan a una contracción en marcha en el sector de la construcción.

## Recuadro 2

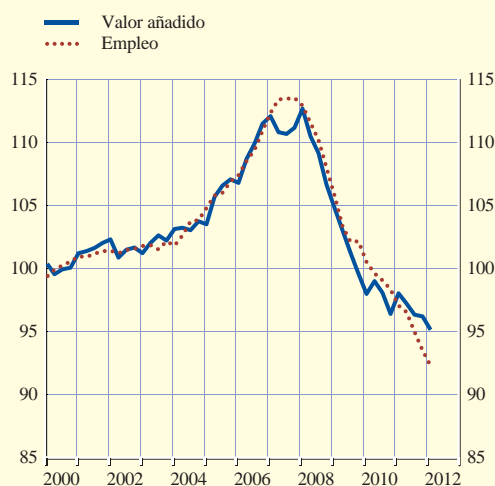
### EVOLUCIÓN RECIENTE DEL SECTOR DE LA CONSTRUCCIÓN EN LA ZONA DEL EURO

En la zona del euro, la actividad de la construcción registró una rápida expansión en el período previo al estallido de la crisis económica y financiera (véase gráfico A). Aunque el crecimiento económico se reanudó a finales de 2009, este sector siguió contrayéndose de forma considerable y, a comienzos de 2012, todavía no habían aparecido signos claros de estabilización. Según los datos de las cuentas nacionales, a principios de 2012 la actividad y el empleo del sector de la construcción de la zona del euro habían retrocedido alrededor del 15 % y del 20 %, respectivamente, con respecto a sus niveles máximos. En este recuadro se analiza la evolución reciente del sector de la construcción en la zona del euro y en sus cinco países principales, así como las perspectivas para los próximos trimestres.

La evolución en el conjunto de la zona enmascara una trayectoria dispar entre los grandes países. Aquellos que más contribuyeron a la actividad de la construcción durante el período 2004-2007 fueron Francia, Italia, Países Bajos y, en especial, España, que compensaron con creces la contracción de Alemania. A partir de 2008, la actividad de la construcción invirtió su dinámica (véase gráfico B) y cayó en España, Italia, Países Bajos y, en menor medida, en Francia, mientras que se mantuvo sin apenas cambios en Alemania,

**Gráfico A Valor añadido y empleo en la rama de la construcción de la zona del euro**

(índice: 2000 = 100; datos trimestrales desestacionalizados y ajustados por días laborables; valores encadenados)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

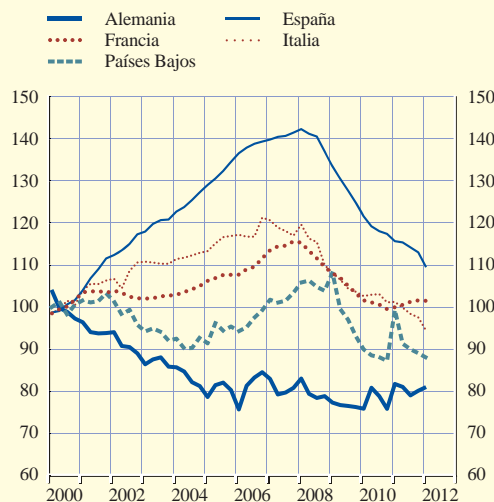
con algunas señales positivas más recientemente. Aunque a principios de 2011 se observaron signos de estabilización en algunos países, la intensificación de la crisis de la deuda soberana de la zona del euro generó un nuevo debilitamiento en el segundo semestre del año.

La atonía del conjunto de la actividad constructora también se reflejó en los indicadores de opinión. Por ejemplo, en mayo de 2012, el índice de directores de compras (PMI) de la construcción de la zona del euro se situó por debajo del umbral de 50 —que normalmente se asocia a una contracción de la actividad— por decimotercer mes consecutivo, lo que puso de relieve el escaso ritmo de actividad de este sector (véase gráfico C). Sin embargo, los bajos valores del PMI de la construcción deben interpretarse con cautela, ya que este sector creció moderadamente entre 2001 y 2005, aunque el PMI correspondiente se situara por debajo de 50 durante la mayor parte de dicho período. Además, el indicador de confianza de la construcción para la zona del euro de la Comisión Europea aún permanecía significativamente por debajo de su media a largo plazo en mayo de 2012, pese a la ligera recuperación observada a partir de 2009. Los indicadores adelantados de la actividad de la construcción también se han mantenido en niveles reducidos. El número de visados de obra nueva concedidos en la zona del euro y, según la Comisión Europea, la valoración de las carteras de pedidos de las empresas constructoras han ido incrementándose lentamente desde principios de 2009 con respecto a los bajos niveles registrados entonces (véase gráfico D).

El clima del sector de la construcción de la zona del euro en su conjunto refleja una percepción negativa en sus cinco países principales, salvo en Alemania, donde es más positiva. En este país, los indicadores de corto plazo de la actividad constructora siguen siendo favorables, respaldados por la fuerte demanda de inversión en construcción, que obedece, en parte, a la incertidumbre sobre las perspectivas de rendimientos de los activos financieros. En España, la demanda interna continúa siendo débil. Sin embargo, los indicadores de corto plazo de la actividad de este sector se han estabilizado ligeramente

**Gráfico B Valor añadido de la rama de la construcción en determinados países de la zona del euro**

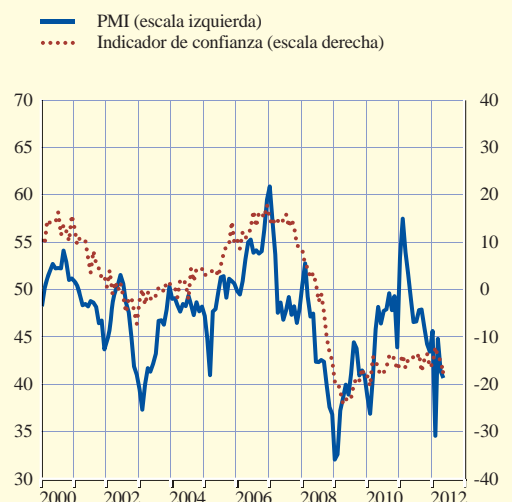
(índice: 2000 = 100; datos trimestrales desestacionalizados y ajustados por días laborables; valores encadenados)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.  
Nota: Los datos de los Países Bajos solo están ajustados de estacionalidad.

**Gráfico C PMI e indicador de confianza de la construcción de la zona del euro**

(datos mensuales desestacionalizados)



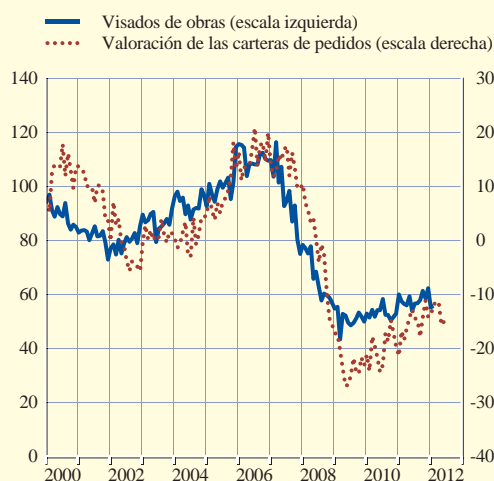
Fuentes: Comisión Europea y Markit.  
Nota: El indicador de confianza se ha normalizado en torno a la media de la serie desde 1999.

en los últimos meses, aunque partiendo de niveles muy reducidos. En los Países Bajos se ha producido un rápido deterioro de los indicadores de opinión del sector de la construcción, que han caído hasta niveles que solo se habían observado en el punto culminante de la crisis, así como una corrección del precio de la vivienda, mientras que en Francia y en Italia parece que el indicador del clima de la construcción se ha estabilizado levemente por debajo de la media de la serie.

De cara al futuro, es probable que la actividad del sector de la construcción se mantenga contenida, como sugieren los indicadores de corto plazo. En Francia y en Italia, las medidas de consolidación fiscal, como las subidas de los impuestos sobre la propiedad y la retirada progresiva de las medidas impositivas para favorecer la inversión en inmuebles residenciales, también pueden tener su efecto en la actividad constructora. Además, la actividad en los países más golpeados por la crisis de la deuda soberana puede resultar afectada por el aumento de los costes de financiación y por los ajustes del sector financiero, mientras que en Alemania se verá favorecida por los bajos costes de financiación.

**Gráfico D Visados de obra nueva y valoración de las carteras de pedidos de las empresas constructoras en la zona del euro**

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuentes: Comisión Europea y Eurostat.

Notas: En el caso de los visados de obras, el año base para el índice es 2005. La valoración de las carteras de pedidos se ha normalizado en torno a la media de la serie desde 1999.

Si bien el índice PMI de actividad comercial del sector servicios experimentó una leve mejora en junio, descendió, no obstante, entre el primer y el segundo trimestre de 2012. El índice continúa registrando niveles inferiores a 50, lo que sería coherente con un crecimiento negativo del producto en la rama de servicios en el segundo trimestre de 2012. Otras encuestas a empresas, como la de la Comisión Europea, están prácticamente en línea con la evolución del PMI.

### 4.3 MERCADO DE TRABAJO

La situación de los mercados de trabajo de la zona del euro se ha deteriorado aún más. El empleo ha disminuido, mientras que la tasa de desempleo ha seguido aumentando. Las encuestas no indican una mejora significativa en el futuro próximo.

El empleo se redujo un 0,2 %, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre de 2012, después de observarse caídas de magnitud similar en los dos trimestres anteriores. Al mismo tiempo, las horas trabajadas se recuperaron ligeramente y aumentaron un 0,1 % (véase cuadro 7). A nivel sectorial, y en términos intertrimestrales, las cifras de empleo más recientes reflejan de nuevo una acusada caída en la construcción (1,3 %), mientras que el empleo en la industria (excluida la construcción) y en los servicios mostró descensos menos pronunciados (0,2 % y 0,1 %, respectivamente). Los resultados de las últimas encuestas sugieren pérdidas de empleo adicionales en el segundo trimestre de 2012 (véase gráfico 31).

La tasa de variación interanual de la productividad por persona ocupada se redujo aún más, pasando del 0,9 % del cuarto trimestre de 2011 al 0,4 % del primer trimestre de 2012 (véase gráfico 32). Esta desaceleración

### 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 III	2011 IV	2012 I	2010	2011	2011 III	2011 IV	2012 I
Total de la economía	-0,6	0,1	-0,2	-0,2	-0,2	0,1	0,1	0,1	-0,5	0,1
<i>Del cual:</i>										
Agricultura y pesca	-1,2	-2,4	-0,5	-0,7	-0,3	-0,4	-1,6	-0,4	-0,4	-0,3
Industria	-3,4	-1,3	-0,5	-0,6	-0,5	-1,7	-0,9	0,0	-1,2	0,1
Excluida construcción	-3,1	-0,1	0,1	-0,3	-0,2	-0,6	0,5	0,5	-0,6	0,5
Construcción	-3,8	-3,9	-1,6	-1,5	-1,3	-3,8	-3,7	-1,0	-2,5	-0,8
Servicios	0,4	0,7	-0,1	-0,1	-0,1	0,7	0,6	0,2	-0,2	0,1
Comercio y transporte	-0,7	0,5	-0,1	-0,5	-0,2	-0,3	0,2	0,3	-0,8	-0,1
Información y comunicaciones	-1,2	1,4	-0,5	0,3	1,0	-0,6	1,1	0,2	-0,2	1,7
Actividades financieras y de seguros	-1,0	-0,1	0,1	0,0	-0,2	-0,4	0,4	0,3	-0,4	0,2
Actividades inmobiliarias	-1,0	2,3	-0,8	2,0	-0,8	0,2	1,9	0,6	0,8	-1,8
Actividades profesionales	2,0	2,5	-0,3	0,3	-0,7	2,5	2,9	0,0	0,4	-0,5
Administración pública	1,0	0,1	0,1	-0,1	0,0	1,2	0,1	0,1	0,1	0,6
Otros servicios <sup>1)</sup>	0,8	-0,2	0,0	0,1	0,6	0,6	-0,5	0,7	0,0	0,6

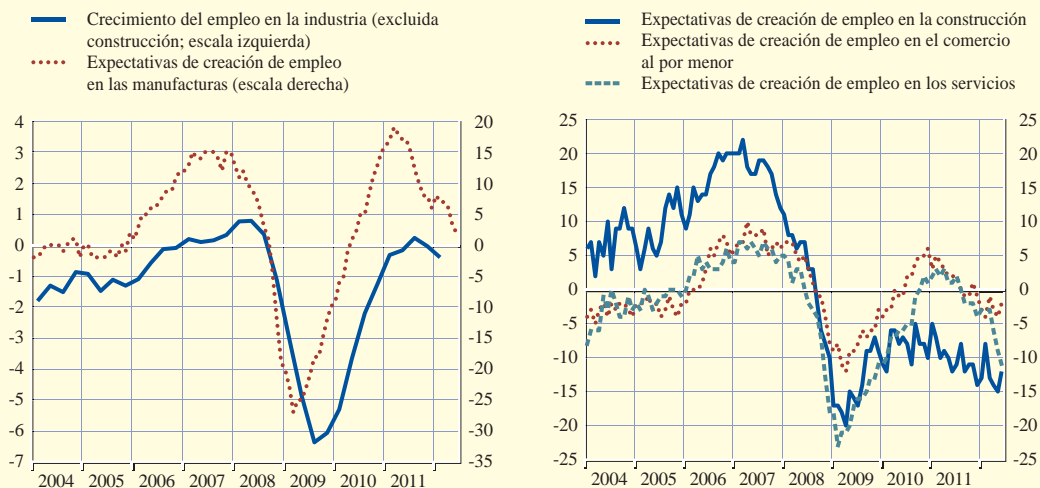
Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

del crecimiento fue generalizada en todas las ramas de actividad, observándose la mayor caída en la construcción. Del mismo modo, la tasa de crecimiento interanual de la productividad por hora trabajada también volvió a disminuir, 0,1 puntos porcentuales, hasta situarse en el 0,7 % durante el mismo período. De cara al futuro, los últimos datos del índice PMI de productividad sugieren una cierta moderación adicional en el crecimiento de la productividad en el segundo trimestre de 2012.

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

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

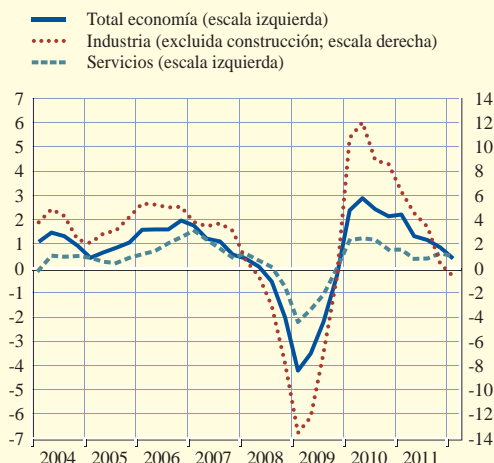


Fuentes: Eurostat y encuestas de opinión de la Comisión Europea.

Nota: Los saldos netos están ajustados a la media.

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

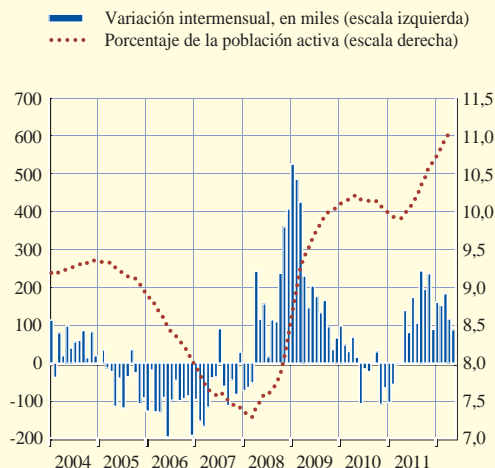
(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

**Gráfico 33 Desempleo**

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

La tasa de desempleo se elevó nuevamente entre abril y mayo de 2012, alcanzando el 11,1 %, es decir, 1,2 puntos porcentuales por encima del nivel a partir del cual remontó en abril de 2011 (véase gráfico 33). La crisis económica y financiera se ha cobrado un precio elevado en los mercados de trabajo de la zona del euro. En el recuadro 3 se analiza la evolución reciente de la relación entre los cambios en la tasa de desempleo y las variaciones en el crecimiento del producto en la zona del euro y a escala de países.

**Recuadro 3**

**EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA LEY DE OKUN EN LA ZONA DEL EURO**

Tras situarse en el 7,3 % en el primer trimestre de 2008, el nivel más bajo en 25 años, la tasa de desempleo de la zona del euro aumentó hasta el 10,9 % en el primer trimestre de 2012. Este recuadro examina la evolución más reciente desde el punto de vista de la relación producto-desempleo (Ley de Okun) en la zona del euro en su conjunto y en los países que la conforman. También analiza los vínculos entre esta ley y la evolución de los salarios, a fin de evaluar hasta qué punto las reacciones observadas en el desempleo desde la reciente crisis económica y financiera reflejan los distintos grados de flexibilidad salarial en los países de la zona.

**La ley de Okun en la zona del euro**

La ley de Okun cuantifica la relación observada entre las variaciones en el crecimiento económico y los cambios en la tasa de paro. En el gráfico A se presenta la ley de Okun en la zona del euro desde el primer trimestre de 1996 hasta el primer trimestre de 2012. Desde 1996 hasta el inicio de la recesión de 2008-2009, los valores estimados del coeficiente de Okun en la zona del euro estaban próximos a  $-0,4$ . Sin embargo, la generalización de las prácticas encaminadas al mantenimiento

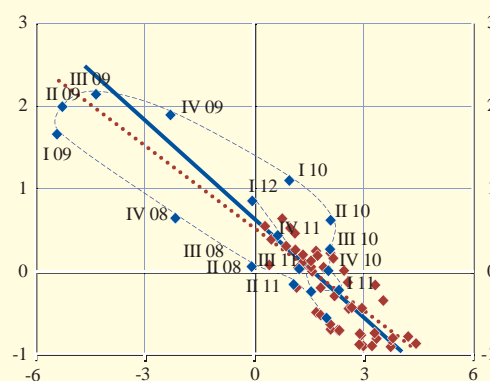
de los puestos de trabajo en varios países de la zona, relacionadas en parte con los planes de reducción de jornada, favoreció una respuesta moderada del desempleo a la evolución del PIB<sup>1</sup>. En fechas más recientes, a nivel agregado de la zona, la respuesta del paro a la dinámica del PIB parece haber retornado a los niveles anteriores a la crisis (véanse las últimas observaciones del gráfico A), de forma que la tasa de paro ha reaccionado a las variaciones de la actividad de forma más enérgica. No obstante, la evolución de la zona del euro en su conjunto oculta ajustes en el desempleo muy distintos entre los diferentes países.

### Evolución en los países de la zona

La respuesta del desempleo a la evolución del PIB varía significativamente de un país a otro de la zona del euro. En el gráfico B se pone de manifiesto el grado de variación en la respuesta del desempleo observada en los distintos países y se ilustra cómo esta respuesta fue modificándose a lo largo de la crisis. El gráfico sugiere que, antes de que se iniciara la recesión en el segundo trimestre de 2008, Grecia, Luxemburgo, Malta, Estonia, Chipre, Irlanda, Italia y Austria se caracterizaban por una respuesta del desempleo a la evolución del PIB relativamente baja (con valores estimados del coeficiente de Okun superiores al  $-0,2$ ), mientras que Alemania, los Países Bajos, Eslovaquia y, especialmente, España mostraban reacciones fuertes y relativamente rápidas de la tasa de paro a variaciones del PIB (con valores estimados del coeficiente de Okun inferiores a  $-0,4$ ). Es probable que estas diferencias reflejen, en cierta medida, las reformas estructurales acometidas a comienzos de la década en los mercados de trabajo de las economías citadas en último lugar, entre ellas las medidas para reformar los sistemas de prestaciones por desempleo (como las reformas Hartz en Alemania) y la liberalización de la normativa que rige la utilización de los contratos temporales (muy generalizados en España).

### Gráfico A Ley de Okun en la zona del euro

Eje de abscisas: tasas de variación interanual del PIB de la zona del euro  
Eje de ordenadas: variaciones interanuales en puntos porcentuales de la tasa de paro de la zona del euro

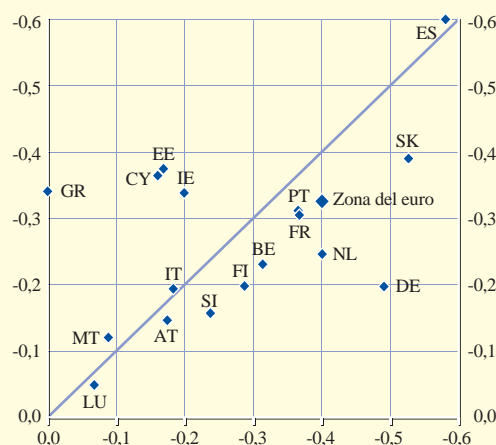


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Los rombos representan observaciones individuales de datos trimestrales desde el primer trimestre de 1996 hasta el primer trimestre de 2012; la línea tendencial de color azul se estima a partir de observaciones hasta el primer trimestre de 2008, inclusive; la línea de puntos roja utiliza todas las observaciones hasta el primer trimestre de 2012.

### Gráfico B Movimientos recientes de los coeficientes de Okun

Eje de abscisas: coeficiente de Okun desde I TR 1996 hasta II TR 2008  
Eje de ordenadas: coeficiente de Okun desde I TR 1996 hasta IV TR 2011



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Debido a restricciones de espacio, la observación para España está truncada. Esta observación pasa de  $-0,78$  en el período anterior a la recesión (del primer trimestre de 1996 al primer trimestre de 2008) a casi la unidad ( $-0,98$ ) cuando se incluye el último período (hasta el cuarto trimestre de 2011).

<sup>1</sup> Véanse también los recuadros titulados «¿Vuelta a la ley de Okun? Evolución reciente del producto y del desempleo en la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, junio de 2011, y «Ajuste en el mercado de trabajo de la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, marzo de 2012.

Los países que se sitúan más alejados de la línea de 45° (en el gráfico B) han experimentado un cambio más significativo en la ley de Okun desde el inicio de la recesión en la zona del euro, mostrando los que se sitúan por encima de ella un marcado incremento en la repuesta del desempleo a variaciones del PIB. En el caso de algunos países —Grecia, Chipre, Irlanda y España—, es probable que este incremento refleje las importantes pérdidas de empleo derivadas de la acumulación de desequilibrios macroeconómicos excesivos en los años anteriores a la crisis. En el caso de los países que se sitúan por debajo de la línea de 45° —sobre todo, Alemania, los Países Bajos y Bélgica— es probable que los descensos observados en la respuesta se deban principalmente a los planes de reducción de jornada para el sostenimiento del empleo adoptados durante la crisis. Además, los países de la zona en los que los costes laborales han ido aumentando con relativa rapidez en el largo plazo han tendido a experimentar aumentos más elevados de sus tasas de paro<sup>2</sup>.

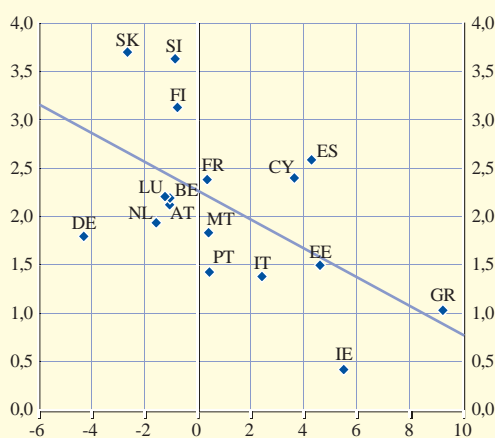
### Respuesta de los salarios a aumentos del desempleo

Las considerables disparidades observadas en el ajuste llevado a cabo en los distintos países desde la crisis reflejan sobre todo diferencias en la flexibilidad laboral y en las características institucionales del mercado de trabajo, así como en el avance de las reformas estructurales. El gráfico C muestra cómo los salarios de los países de la zona del euro han respondido a cambios «inesperados» en el desempleo (aproximados por la diferencia entre la tasa de paro registrada y el nivel de desempleo esperado a partir de la ley de Okun existente antes de la crisis). En un mercado de trabajo que funcione bien, un nivel elevado de desempleo debería ejercer una presión a la baja sobre los salarios. Los aumentos del paro mayores de lo previsto observados en algunos países (los que están a la derecha en el gráfico C) desde que comenzó la crisis tendrían que haber provocado una mayor moderación salarial. Sin embargo, en conjunto, los ajustes han variado considerablemente. El gráfico C muestra que el crecimiento de los salarios parece haber sido más moderado que el nivel medio (es decir, que el crecimiento salarial está por debajo de la línea tendencial), en especial en Irlanda y, en menor medida, en Italia. Por el contrario, en otros países (Chipre, España y, hasta hace poco, Grecia) los ajustes salariales han tenido una respuesta menos significativa ante los aumentos del desempleo mayores de lo esperado<sup>3</sup>.

**Gráfico C Crecimiento medio interanual de la remuneración por asalariado y cambios «inesperados» en el desempleo, II TR 2008 a IV TR 2011**

(puntos porcentuales; tasas de variación interanuales)

Eje de abscisas: cambios «inesperados» en el desempleo  
Eje de ordenadas: crecimiento medio de la remuneración por asalariado desde el inicio de la crisis



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: El cambio «inesperado» en el desempleo se calcula como la brecha entre el nivel de paro registrado y el nivel de paro esperado a partir de la ley de Okun existente antes de la recesión (del I TR 1996 al I TR 2008, como en el gráfico B). El crecimiento salarial medio durante el período posterior a la crisis en algunos países (por ejemplo, en Grecia, España e Italia) enmascara una moderación especialmente intensa en algunos países en los últimos trimestres.

2 Este tema se analizó también en el recuadro titulado «Ajuste en el mercado de trabajo de la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, marzo de 2012.

3 No obstante, estos resultados deben ser interpretados con cautela. Concretamente, el crecimiento salarial medio desde 2008 oculta que, en los últimos trimestres, se ha producido una fuerte moderación —a menudo, como consecuencia de los recortes salariales impuestos por los Gobiernos en el sector público— en algunos países. Además, los cambios «inesperados» en el desempleo se estiman a partir de la brecha entre el nivel de paro registrado y el nivel de desempleo esperado a partir de la ley de Okun existente antes de la crisis, pero en algunos países la capacidad explicativa de esta ley es escasa. Además, a efectos del gráfico C, la ley de Okun existente antes de la crisis se estima hasta el primer trimestre de 2008 para todos los países (es decir, las fechas de la crisis no son iguales para todos ellos).



## Conclusiones

La crisis económica y financiera se ha cobrado un precio elevado en los mercados de trabajo de la zona del euro. Las distintas reacciones del desempleo ante la crisis reflejan, en cierta medida, las importantes diferencias entre los países en cuanto a las características institucionales del mercado de trabajo, al alcance y al impacto de reformas estructurales anteriores, y a la concentración sectorial de las pérdidas de empleo. Al mismo tiempo, en una serie de países el ajuste salarial a la baja ha sido limitado, a pesar del aumento del desempleo, lo que muestra la necesidad de acometer nuevas reformas para facilitar la flexibilidad salarial. En muchos de los países más afectados por la crisis se están emprendiendo reformas estructurales que tendrán que incluir medidas adicionales para aumentar la flexibilidad laboral y la moderación salarial, a fin de facilitar la redistribución sectorial de los trabajadores desplazados, alentar la creación de empleo y, por tanto, reducir el desempleo.

## 4.4 PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

Los indicadores correspondientes al segundo trimestre de 2012 apuntan a un nuevo debilitamiento del crecimiento económico y a un aumento de la incertidumbre. Más allá del corto plazo, se espera que la economía de la zona del euro se recupere gradualmente, aunque su dinamismo podría verse frenado por distintos factores. En concreto, se prevé que las tensiones en algunos mercados de deuda soberana de la zona y su impacto en las condiciones de concesión de crédito, el proceso de ajuste en los sectores financiero y no financiero y el elevado desempleo sigan afectando al dinamismo subyacente del crecimiento.

Los riesgos en torno a las perspectivas económicas de la zona del euro continúan siendo a la baja y están relacionados, en particular, con un recrudecimiento de las tensiones en varios mercados financieros de la zona del euro y con su posible contagio a la economía real de la zona. Los riesgos a la baja guardan relación con la posibilidad de que se produzcan, en el medio plazo, nuevas subidas en los precios de la energía.

Desde una perspectiva de largo plazo, el recuadro 4 resume las principales conclusiones del Informe sobre envejecimiento 2012, elaborado por la Comisión Europea y el Comité de Política Económica de la UE, y los desafíos para el crecimiento económico y las finanzas públicas que se derivan del envejecimiento de la población.

### Recuadro 4

#### RETOS FISCALES DERIVADOS DEL ENVEJECIMIENTO DE LA POBLACIÓN: NUEVA EVIDENCIA PARA LA ZONA DEL EURO

Asegurar la sostenibilidad a largo plazo de las finanzas públicas de la zona del euro y de los países que la integran es un requisito indispensable para el correcto funcionamiento de la UEM. La crisis de la deuda soberana ha mostrado los efectos negativos que puede tener la existencia de desequilibrios presupuestarios significativos en algunos países miembros sobre la estabilidad económica y financiera de la unión monetaria en su conjunto. A este respecto, una importante lección aprendida de la crisis es la necesidad de que todos los países mantengan unas finanzas públicas saneadas y, de este modo, promuevan la estabilidad de la UEM.

De cara al futuro, el proceso de envejecimiento de la población constituye un importante reto para la sostenibilidad a largo plazo de las finanzas públicas. Se prevé que el envejecimiento demográfico conlleve un aumento sustancial de la tasa de dependencia definida como el porcentaje de población mayor de 65 años sobre la población en edad de trabajar (es decir, de 20 a 64 años). Según las proyecciones de población publicadas por Eurostat en 2010, en la zona del euro la tasa de dependencia prácticamente se duplicará, pasando del 30,1% en 2010 al 58,4% en 2060, lo que impondrá una carga significativa sobre los sistemas de pensiones y de atención sanitaria de los países de la zona. En este contexto, abordar los retos relacionados con el envejecimiento de la población debe seguir siendo un tema prioritario en la agenda política nacional y europea. El objetivo debe ser que todos los países recuperen cierto margen de maniobra presupuestario, frenen el gasto relacionado con el envejecimiento de la población y refuercen el crecimiento potencial del producto, salvaguardando con ello la sostenibilidad a largo plazo de las finanzas públicas.

Las nuevas proyecciones de gasto relacionado con el envejecimiento de la población hasta 2060 se publicaron en el Informe sobre envejecimiento 2012, elaborado por la Comisión Europea y el Comité de Política Económica de la UE<sup>1</sup>. En este recuadro se resumen las principales conclusiones del informe y los retos para el crecimiento económico y la sostenibilidad de las finanzas públicas derivados del envejecimiento de la población.

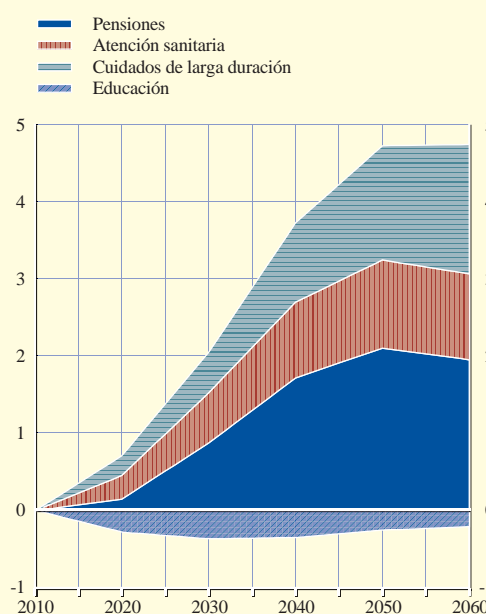
### Evolución del gasto relacionado con el envejecimiento de la población en el período 2010-2060

Para el período 2010-2060, el Informe sobre envejecimiento 2012 prevé un aumento del gasto público relacionado exclusivamente con el envejecimiento de la población (esto es, del gasto en pensiones, atención sanitaria, cuidados de larga duración y educación) de 4,5 puntos porcentuales del PIB en la zona del euro en su conjunto<sup>2</sup>.

En el gráfico A se presenta la evolución, durante el horizonte de las proyecciones, de la variación del gasto relacionado exclusivamente con el envejecimiento de la población y de sus subcomponentes para la zona del euro en el escenario de referencia. En general, hasta 2020 se prevé un incremento relativamente moderado del gasto, mientras que la situación se deteriora de manera significativa entre 2020 y 2050. El gráfico muestra patrones interesantes en la tendencia de los distintos subcomponentes. El gasto en pensiones continúa siendo el principal factor determinante

Gráfico A Aumento previsto del gasto en pensiones, atención sanitaria, cuidados de larga duración y educación en la zona del euro en el período 2010-2060

(porcentaje del PIB)



Fuentes: Informe sobre envejecimiento 2012 y cálculos del BCE.

1 Véase el informe titulado «The 2012 Ageing Report – Economic and budgetary projections for the 27 EU Member States (2010-2060)», Comisión Europea y Comité de Política Económica, *European Economy*, 2/2012, mayo de 2012.

2 Esta previsión se refiere al escenario de referencia. En un escenario de riesgo basado en supuestos más prudentes sobre el gasto en atención sanitaria y en cuidados de larga duración, el aumento ascendería a 5,3 puntos porcentuales del PIB.

del aumento del gasto durante el horizonte de las proyecciones, aunque este incremento será más acusado durante el período 2020-2040, se moderará posteriormente y empezará a descender hacia el final del citado horizonte, y el gasto en atención sanitaria seguirá una tendencia similar. En cambio, el incremento del gasto en cuidados de larga duración será relativamente insignificante hasta 2030 y pasará a ser mucho más pronunciado después, contrarrestando parcialmente la disminución del gasto en pensiones y en atención sanitaria a partir de 2040. Se prevé que el gasto en educación siga una trayectoria descendente hasta 2040 y que comience a incrementarse gradualmente con posterioridad.

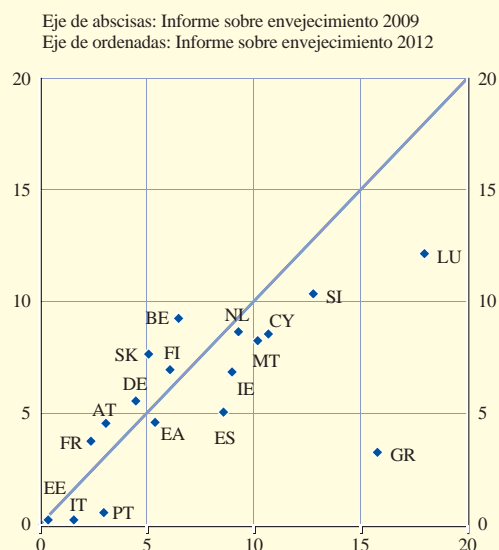
Durante el horizonte de las proyecciones, 2010-2060, se prevé que las pensiones se incrementen 2 puntos porcentuales del PIB en la zona del euro, así como que el gasto en atención sanitaria y en cuidados de larga duración aumente 1,1 y 1,7 puntos porcentuales del PIB, respectivamente. Por el contrario, se espera que el gasto en educación se reduzca ligeramente en 0,2 puntos porcentuales del PIB para la zona del euro en su conjunto.

En comparación con las proyecciones de 2009, las de 2012 apuntan a un aumento algo menor del gasto relacionado exclusivamente con el envejecimiento de la población durante el horizonte de las proyecciones (4,5 puntos porcentuales del PIB, en comparación con 5,4 puntos porcentuales) (véase gráfico B). Entre los países de la zona del euro, Luxemburgo sigue siendo el país con el mayor incremento previsto de esta partida de gasto. Grecia destaca como el país en el que más han mejorado las perspectivas de gasto ligado al envejecimiento, en comparación con las proyecciones de 2009. En Italia y Portugal se espera que las presiones derivadas del envejecimiento demográfico disminuyan, como consecuencia de la reforma de los sistemas de pensiones. También se prevén mejoras en España, Chipre, Irlanda, Malta y Eslovenia. En cambio, seis países de la zona (entre los que se incluyen Alemania y Francia) registran un deterioro de las perspectivas de gasto asociado al envejecimiento de la población en comparación con las proyecciones de 2009, correspondiendo el mayor deterioro a Bélgica y a Eslovaquia.

Las diferencias entre los dos ejercicios de proyección pueden atribuirse a una serie de factores que varían de un país a otro. Aunque los supuestos macroeconómicos utilizados para elaborar el Informe sobre envejecimiento 2012 son más pesimistas que los anteriores, reflejando, en gran medida, el impacto de la crisis económica y financiera, en general, las perspectivas de gasto relacionado con el envejecimiento de la población han mejorado en comparación con las proyecciones de 2009. En algunos países, esto se debe a que en las proyecciones más recientes se han incluido las reformas de los sistemas de pensiones aplicadas desde que se finalizaron las proyecciones de 2009, lo que ha contribuido a una reducción considerable del impacto presupuestario del envejecimiento de la población.

**Gráfico B Variación prevista del gasto relacionado exclusivamente con el envejecimiento de la población en el período 2010-2060 en el escenario de referencia**

(puntos porcentuales del PIB)



Fuentes: Informes sobre envejecimiento 2009 y 2012.  
Notas: Las proyecciones de gasto relacionado con las prestaciones por desempleo se han eliminado de las estimaciones del coste total asociado al envejecimiento del Informe de 2009, con el fin de obtener una medida de los costes ligados exclusivamente al envejecimiento que pueda compararse con las proyecciones de 2012.

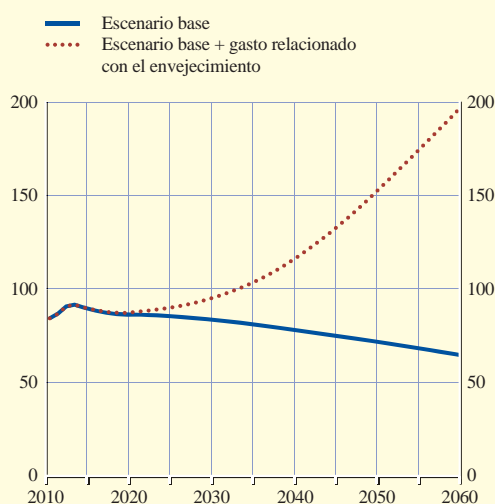
## Retos para la sostenibilidad de las finanzas públicas y opciones de reforma

El impacto presupuestario del envejecimiento de la población ha sido motivo de preocupación durante largo tiempo<sup>3</sup>. Aunque las reformas acometidas desde la finalización del Informe sobre envejecimiento 2009 han empezado a surtir efecto en algunos países, en varios sigue existiendo una necesidad perentoria de que se introduzcan reformas de amplio alcance y en el momento oportuno. Los riesgos para la sostenibilidad a largo plazo de las finanzas públicas siguen siendo elevados, primero porque los pasivos asociados al envejecimiento de la población exigirán un aumento considerable del gasto público y, segundo, porque la mayoría de los países tienen una situación presupuestaria mucho más débil, con elevadas ratios de deuda en relación con el PIB tras la crisis financiera.

En el contexto de las presiones presupuestarias procedentes de los costes asociados al envejecimiento de la población desde una perspectiva de largo plazo, el gráfico C muestra los resultados de un análisis convencional de la sostenibilidad de la deuda para el agregado de la zona del euro correspondiente al período 2010-2060 en un escenario base y en un escenario denominado de envejecimiento, que incluye el impacto de los costes relacionados exclusivamente con el envejecimiento como se proyectó en el escenario de referencia del Informe sobre envejecimiento 2012. El escenario base se sustenta en las previsiones económicas de la Comisión Europea de primavera de 2012 hasta 2013. Se parte del supuesto de que el saldo estructural primario se mantiene constante a partir de 2014. El escenario de envejecimiento es idéntico al escenario base, salvo el saldo estructural primario que refleja las previsiones de la Comisión hasta 2013, mientras que a partir de ese año se incrementa con arreglo al aumento previsto del gasto relacionado exclusivamente con el envejecimiento, utilizando 2013 como año de referencia. El gráfico C muestra que la ratio de deuda de la zona del euro empezará a apartarse de una senda sostenible en torno a 2020 si no se abordan los desequilibrios presupuestarios relacionados con el envejecimiento de la población<sup>4</sup>.

**Gráfico C Escenarios de deuda a largo plazo para el agregado de la zona del euro en el período 2010-2060**

(porcentaje del PIB)



Fuentes: Previsiones económicas de la Comisión Europea de primavera de 2012 hasta 2013 y cálculos del BCE.

De cara al futuro, las medidas de reforma que se adopten con el fin de abordar los retos para la sostenibilidad asociados al envejecimiento de la población deberían centrarse en ciertas áreas prioritarias.

3 El envejecimiento de la población ha sido objeto de un número relativamente elevado de artículos del Boletín Mensual, entre los que se incluyen: «Envejecimiento de la población y la política fiscal en la zona del euro» (julio de 2000), «La necesidad de reformas integrales para hacer frente a los efectos del envejecimiento de la población» (abril de 2003), «El cambio demográfico en la zona del euro: proyecciones y consecuencias» (octubre de 2006), «Desafíos para la sostenibilidad fiscal en la zona del euro» (febrero de 2007), «Derechos de los hogares en los sistemas públicos de pensiones de la zona del euro: resultados obtenidos aplicando el nuevo sistema de cuentas nacionales» (enero de 2010) y «Garantizar la sostenibilidad fiscal en la zona del euro» (abril de 2011).

4 Para más detalles sobre la estructura del análisis de sostenibilidad de la deuda presentado en este recuadro y un estudio más exhaustivo de la herramienta utilizada, véase el artículo titulado «Análisis de sostenibilidad de la deuda en la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, abril de 2012.

Por lo que respecta a los sistemas de pensiones, las reformas deben seguir tratando de ajustar los parámetros más importantes al cambiante entorno demográfico. Muchos de los sistemas existentes se basan en el principio de reparto, que económicamente es viable mientras que el número de cotizantes sea significativamente superior al de pensionistas. En estos sistemas, el deterioro de la tasa de dependencia exige que se aumenten las cotizaciones durante la edad productiva y/o que disminuyan las prestaciones de jubilación, si otros parámetros permanecen invariables. Una solución más conveniente y equitativa es un mecanismo de ajuste automático de los principales parámetros, como la edad legal de jubilación, que puede modificarse periódicamente en función de las proyecciones actualizadas de esperanza de vida y de otros factores demográficos. Esto permitiría que las ratios entre cotizantes y pensionistas y entre cotizaciones y pensiones se mantengan en niveles razonables y aceptables, tanto desde el punto de vista económico como social. Este mecanismo también contribuiría a que los ciudadanos se formen unas expectativas adecuadas sobre el nivel de las pensiones futuras, lo que les ayudaría a tomar decisiones informadas sobre el gasto y el ahorro a lo largo de su ciclo vital.

Otro aspecto importante de la viabilidad económica de los sistemas de pensiones existentes es la acumulación de suficientes activos para poder financiar (parcialmente) los compromisos por pensiones. Este es un proceso largo que requiere normas claras y la divulgación de la información adecuada a los ciudadanos acerca de sus perspectivas de pensión. No obstante, cabe observar que la crisis financiera y de deuda soberana, y la volatilidad asociada registrada en los mercados financieros, han afectado negativamente a la rentabilidad de los fondos de pensiones, con claras repercusiones para la futura sostenibilidad de los compromisos por pensiones. Además, algunos Estados miembros han empezado a utilizar antes de lo previsto las reservas acumuladas en los sistemas de pensiones, a menudo por motivos que no están relacionados con la financiación de las mismas. Estas iniciativas entrañan riesgos considerables, ya que representan una reversión de las reformas de los sistemas de pensiones previamente aplicadas que, si no se corrigen a su debido tiempo, podrían poner en peligro la sostenibilidad de las finanzas públicas.

Aunque la importancia de reformar los sistemas de pensiones es ampliamente conocida y aceptada, hasta ahora la necesidad de reformar los sistemas públicos de atención sanitaria y de cuidados de larga duración ha recibido menos atención en el debate público. El gasto público en atención sanitaria y en cuidados de larga duración ha aumentado de manera acusada en la última década en muchos países, fundamentalmente como consecuencia del incremento de los costes relacionados con los avances tecnológicos en la medicina, pero también debido a un control insuficiente del gasto. Se prevé que esta tendencia se haga más pronunciada en los próximos años y apunta a que es preciso mejorar la eficiencia en términos de costes de los sistemas de atención sanitaria y de cuidados de larga duración. Aunque es inevitable que la reforma de estos sistemas exija tomar decisiones complejas, entre las principales áreas de reforma que los Gobiernos deben abordar sin dilación se incluyen, por ejemplo, la mejora de los sistemas de distribución de costes existentes, con el fin de fomentar un uso eficaz de los servicios de atención sanitaria y de aumentar la eficiencia hospitalaria<sup>5</sup>.

Es importante aplicar con determinación reformas estructurales en las áreas anteriormente mencionadas, con el fin de afrontar la preocupación de los mercados en torno a la sostenibilidad de las finanzas públicas. Además de reducir las obligaciones futuras de los Gobiernos, las reformas estructurales deben fortalecer el crecimiento potencial del producto a largo plazo, logrando así que los

5 Para más detalles sobre recomendaciones de política económica, véase el informe titulado «Joint Report on Health Systems», Comisión Europea y Comité de Política Económica, *Occasional Papers*, n.º 74, diciembre de 2010.

países con problemas de sostenibilidad retornen a una senda sostenible. De hecho, según el Informe sobre envejecimiento 2012, el envejecimiento de la población previsto (y la reducción asociada de la población activa) supondría, si no se acometen nuevas reformas, una caída de la tasa de crecimiento potencial del PIB (desde casi el 2 % en 2000 hasta el 1,6 % en 2020 y el 1,4 % en 2060) en la zona del euro. Por consiguiente, es necesario reformar los sistemas de pensiones, así como mejorar el funcionamiento de los mercados de trabajo y aumentar la productividad, con el fin de contrarrestar los efectos del envejecimiento de la sociedad sobre el crecimiento potencial.

## ARTÍCULOS

# INTERACCIONES ENTRE LA POLÍTICA MONETARIA Y LA POLÍTICA FISCAL EN UNA UNIÓN MONETARIA



*En la UEM, la política monetaria es competencia del BCE, mientras que la política fiscal sigue siendo responsabilidad de cada uno de los Estados miembros de la UE. El Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea (en adelante, «el Tratado»), así como las disposiciones adicionales sobre las interacciones entre la política monetaria y la política fiscal, tiene por objeto preservar el valor de la moneda única y establecer los requisitos de las políticas fiscales nacionales.*

*La crisis financiera ha puesto de relieve que las amenazas para la estabilidad financiera pueden tener una enorme influencia tanto en la política monetaria como en la política fiscal. En particular, la inestabilidad financiera y la debilidad de las finanzas públicas pueden tener un impacto negativo una sobre la otra. Esta espiral de reacciones adversas plantea varios desafíos para la política monetaria, ya que la volatilidad y la falta de liquidez de los mercados de deuda soberana, así como las dificultades del sistema bancario, ponen en peligro el buen funcionamiento del mecanismo de transmisión de la política monetaria. Para contrarrestar el impacto negativo de la inestabilidad presupuestaria y financiera sobre dicho mecanismo, el Eurosistema adoptó, durante la crisis, una serie de medidas de política monetaria no convencionales.*

*En el transcurso de la crisis han salido a la luz varias deficiencias en las políticas fiscales nacionales y en la gobernanza económica de la UEM. En primer lugar, los incentivos y las reglas para la adopción de políticas sólidas, tanto fiscales como macroeconómicas y de estabilidad financiera, han resultado insuficientes. En segundo lugar, la ausencia de un sistema para la prevención, la identificación y la corrección de los desequilibrios macroeconómicos fue un defecto claro del marco de la UEM. En tercer lugar, la falta de un marco explícito para la estabilidad financiera y la gestión de crisis a escala de la zona del euro dificultó la contención rápida y eficiente del contagio entre los mercados.*

*Junto con una política monetaria orientada hacia la estabilidad, unas políticas fiscales y de estabilidad financiera sólidas constituyen un fundamento importante para el crecimiento sostenible y el empleo en la zona del euro. Así pues, es necesario mejorar el marco de las políticas para hacer frente a las deficiencias observadas y, por ende, garantizar el buen funcionamiento de la UEM. Un marco de esa naturaleza ha de cumplir las siguientes condiciones: i) mantener una política monetaria orientada a la estabilidad de precios; ii) proporcionar salvaguardias más sólidas que garanticen la sostenibilidad de las finanzas públicas y de las políticas económicas, y iii) incluir disposiciones explícitas que aseguren la estabilidad financiera y la gestión de las crisis. Ya se han dado los primeros pasos para la reforma del marco de la gobernanza económica en la UEM, así como del marco de supervisión y regulación financiera. La rápida implementación y la eficiente observancia de las nuevas reglas son elementos esenciales<sup>1</sup>.*

## I INTRODUCCIÓN

La UEM se basa en un marco institucional de carácter singular, que comprende una política monetaria única y varias políticas fiscales, cada una de las cuales tiene objetivos y funciones claramente especificados. Por lo que respecta a la política monetaria, el Tratado asigna al Eurosistema el objetivo fundamental e inequívoco de mantener la estabilidad de precios en la zona del euro en su conjunto. En lo que se refiere a la política fiscal, corresponde a las autoridades nacionales garanti-

zar el compromiso con unas finanzas públicas sólidas, pese a la existencia de un marco formal para la coordinación y la definición de los requisitos de las políticas fiscales entre los países.

La interacción entre la política monetaria única y las políticas fiscales nacionales se produce de varias formas. Por ejemplo, una política monetaria fiable y orientada a la estabilidad fomenta unas

<sup>1</sup> El artículo se basa en la información disponible hasta el 12 de junio de 2012.

expectativas de inflación estables y unas primas de riesgo de inflación bajas, factores ambos que contribuyen a limitar el nivel y la volatilidad de los tipos de interés a largo plazo. Ello, a su vez, es beneficioso desde el punto de vista de los costes de financiación de los Gobiernos. E inversamente, la política fiscal tiene un impacto en la política monetaria, no solo a través de los efectos por el lado de la demanda, que pueden afectar directamente a las perspectivas de inflación, sino también al conformar el lado de la oferta de la economía, por ejemplo, a través de los sistemas tributarios, o influyendo en los tipos de interés a largo plazo a través de la emisión de deuda pública.

Si bien lo ideal sería que la política fiscal y la política monetaria se reforzaran mutuamente, la crisis de deuda soberana de la zona del euro ha puesto de manifiesto lo contrario, es decir, que unas finanzas públicas insostenibles y unos niveles de deuda elevados pueden obstaculizar la ejecución de una política monetaria orientada a la estabilidad. De hecho, la experiencia de los últimos años ha subrayado, lamentablemente, que la debilidad de las finanzas públicas puede desencadenar un círculo vicioso que somete al sistema financiero a tensiones. El deterioro de la situación presupuestaria da lugar a una revisión del valor de la deuda soberana, lo que tiene un impacto adverso sobre el sistema financiero a través de la exposición de las entidades de crédito a la deuda pública. Ello, a su vez, repercute negativamente en la macroeconomía, debilitando aún más las finanzas públicas y los mercados financieros. Por su parte, esta espiral de reacciones adversas afecta a la política monetaria en el sentido de que la volatilidad y la falta de liquidez de los mercados de deuda soberana, así como los factores de inestabilidad del sistema bancario, ponen en peligro el buen funcionamiento del mecanismo de transmisión de la política monetaria.

Considerando lo anterior, el presente artículo tiene por objeto arrojar nueva luz sobre la interacción entre la política monetaria y la política fiscal en la zona del euro, teniendo en cuenta una nueva dimensión que consiste en el nexo entre la evolución presupuestaria y la financiera<sup>2</sup>. En la sección 2 se

recuerda el marco institucional de la UEM, desde los trabajos preparatorios realizados antes de 1999. La sección 3 se centra en las políticas monetaria y fiscal aplicadas en la zona del euro antes del inicio de la crisis financiera, analiza la evolución de las finanzas públicas de los Estados miembros y subraya las deficiencias en materia de gobernanza fiscal. En la sección 4 se explica la interacción entre las finanzas públicas, la estabilidad financiera y la política monetaria. La sección 5 ofrece una instantánea del statu quo en lo que se refiere a las medidas adoptadas para hacer frente a las deficiencias del marco de gobernanza económica y reformar la supervisión y la regulación financieras. En la sección 6 se presentan las conclusiones.

## 2 EL MARCO INSTITUCIONAL DE LA UEM

Sobre la base de la experiencia histórica y de estudios académicos, existe un amplio consenso en que los requisitos previos para una moneda estable no son solo la independencia del banco central y su compromiso con la estabilidad de precios, sino también el compromiso de las autoridades fiscales de garantizar la solidez de las finanzas públicas<sup>3</sup>. De hecho, los presupuestos insostenibles y la deuda excesiva son perjudiciales para el crecimiento a largo plazo por el efecto que tienen sobre los tipos de interés a largo plazo y, en última instancia, podrían ejercer una presión excesiva sobre los bancos centrales para monetizar la deuda pública. Cuando se diseñó el marco de la UEM, se entendía, sin duda, claramente que las

2 Para más información sobre anteriores análisis de la relación entre la política monetaria y la política fiscal en la zona del euro, 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, y el artículo titulado «La relación entre la política monetaria y las políticas fiscales de la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, febrero de 2003.

3 Véase, por ejemplo, M. Goodfriend, «How the world achieved consensus on monetary policy», *Journal of Economic Perspectives*, vol. 21, n.º 4, 2007, pp. 47-68. Para una panorámica de distintos aspectos de la interacción entre la política monetaria y la política fiscal en la literatura académica, véase, por ejemplo, C. E. Walsh, *Monetary theory and policy*, capítulo 4, 3ª edición, MIT Press, 2010. Como se muestra, por ejemplo, en T. J. Sargent, «The ends of four big inflations», en R. E. Hall (ed.), *Inflation: Causes and Effects*, University of Chicago Press, 1982, pp. 41-98, se han observado períodos de hiperinflación cuando los bancos centrales que carecen de independencia se doblegan antes las necesidades fiscales y financian déficits presupuestarios mediante la creación de dinero.



situaciones presupuestarias insostenibles pueden interferir con la ejecución eficaz de una política monetaria única. Como se afirma en el «Informe Delors»<sup>4</sup>, «[una moneda única] implicaría la adopción de una política monetaria común y requeriría un alto grado de compatibilidad entre las políticas económicas [...], sobre todo en el [ámbito] fiscal»; además, «la falta de coordinación y la aplicación de políticas presupuestarias nacionales divergentes pondría en peligro la estabilidad monetaria [...]»<sup>5</sup>.

Los fundadores de la UEM eran muy conscientes de que los incentivos para aplicar políticas fiscales sostenibles son más débiles en una unión monetaria. El Informe Delors menciona que «[...] el acceso a un amplio mercado de capitales puede incluso facilitar durante algún tiempo la financiación de los desequilibrios económicos»<sup>6</sup>. Esto se refiere al hecho de que, en una unión monetaria con mercados de capitales plenamente integrados, tanto los Gobiernos como los agentes privados pueden recurrir a un fondo de ahorro mayor para cubrir sus necesidades de financiación. Como resultado, si un país en concreto aumenta sus préstamos, los costes de financiación solo aumentan de forma moderada, en tanto que, si el país en cuestión tuviese un fondo local de ahorro al que recurrir, el mismo aumento del endeudamiento público induciría un incremento mayor de los rendimientos de la deuda pública. La eliminación del riesgo cambiario y la posibilidad percibida de que, en el peor de los casos, la unión podría asumir las obligaciones de cada uno de sus miembros debilita claramente los incentivos para aplicar políticas fiscales prudentes. Teniendo esto en cuenta, el marco general de las políticas de la UEM se diseñó para salvaguardar el valor de la moneda única, contrarrestando al mismo tiempo cualquier efecto secundario negativo sobre los incentivos, a fin de garantizar la solidez de las finanzas públicas.

El marco establece una clara separación de responsabilidades: la definición y la puesta en práctica de la política monetaria corresponden al Euro-sistema, mientras que las políticas fiscales son, en última instancia, responsabilidad de los Gobiernos

nacionales. El BCE es una institución independiente, con el objetivo fundamental de mantener la estabilidad de precios (véanse apartado 1 del artículo 127 y artículo 130 del Tratado). Al mismo tiempo, se exige a los Estados miembros que eviten los déficits públicos excesivos (véase apartado 1 del artículo 126 del Tratado).

Aunque, en principio, se esperaba que los mercados financieros penalizarían los aumentos del déficit público y de la deuda, exigiendo rendimientos más altos por la deuda pública, en el Informe Delors ya se había señalado que los mercados pueden ser, en sí mismos, mecanismos imperfectos para alentar la disciplina de las políticas fiscales nacionales: «La experiencia permite pensar que las reacciones del mercado no siempre se plasman en signos claros y evidentes [...]. En lugar de llevar a una adaptación gradual de los costes del endeudamiento, la opinión del mercado acerca de la solvencia de los prestatarios oficiales tiende a cambiar bruscamente y da lugar a un cierre repentino del acceso a la financiación. La presión ejercida por las fuerzas del mercado podría ser, o bien demasiado lenta y débil, o bien excesivamente brusca y distorsionadora»<sup>7</sup>.

Por lo tanto, resultaba esencial reforzar los incentivos para actuar con prudencia en lo relativo a las finanzas públicas estableciendo reglas y compromisos explícitos de conformidad con el Tratado<sup>8</sup>. En primer lugar, se excluyó al BCE y a los BCN de los Estados miembros como fuente de obtención directa de préstamos, prohibiendo la financiación monetaria de la deuda pública (véase

4 En junio de 1988, el Consejo Europeo estableció el Comité para el Estudio de la Unión Económica y Monetaria (el Comité Delors) y le encomendó estudiar y proponer medidas concretas para establecer una unión económica y monetaria. El Informe resultante sobre la unión económica y monetaria (el «Informe Delors») fue, esencialmente, un plan concreto para la introducción de la UEM.

5 Véase el *Informe Delors*, 1989, pp. 13 y 19.

6 *Ibid.*, p. 20.

7 *Ibid.*, p. 20.

8 Para uno de los primeros análisis de la justificación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, tanto como un intento de apuntalar el dominio monetario en el contexto de una interacción estratégica entre las autoridades monetarias y fiscales y como sustitutivo parcial de una cultura de estabilidad compartida, véase M. Artis y B. Winkler, «The Stability Pact: Safeguarding the Credibility of the European Central Bank», *National Institute Economic Review*, vol. 163, n.º 1, enero de 1998, pp. 87-98.

artículo 123 del Tratado)<sup>9</sup>. En segundo lugar, la prohibición del acceso privilegiado a las instituciones financieras por parte del sector público (véase artículo 124 del Tratado)<sup>10</sup> excluye los préstamos obligatorios en condiciones especificadas por los Estados. En tercer lugar, la cláusula de no corresponsabilidad financiera (véase artículo 125 del Tratado) prohíbe que las obligaciones fiscales de un Estado miembro sean asumidas por la UE o por otro Estado miembro<sup>11</sup>. Cuarto, y fundamental, en los apartados 2 a 14 del artículo 126 del Tratado se establecieron reglas fiscales explícitas, unidas a la idea de la vigilancia entre partes y la imposición de sanciones, que se reforzaron con el Pacto de Estabilidad y Crecimiento.

Si bien en este marco se tienen debidamente en cuenta los conflictos que podrían derivarse de la interacción entre la política fiscal y la política monetaria, también proporciona cierta orientación con respecto a la división de funciones entre las autoridades fiscales y los bancos centrales que tengan que hacer frente a situaciones de inestabilidad financiera. Las políticas de estabilidad financiera y la supervisión y regulación son, claramente, competencia de las autoridades nacionales<sup>12</sup>, mientras que el papel del Eurosistema a la hora de garantizar la estabilidad financiera se limita a proporcionar liquidez a sus entidades de contrapartida.

### 3 LA POLÍTICA MONETARIA Y LA POLÍTICA FISCAL ANTES DE LA CRISIS

De acuerdo con su mandato, el BCE ejecuta la política monetaria de la zona del euro de conformidad con su objetivo principal de mantener la estabilidad de precios, contribuyendo así al mantenimiento de un entorno macroeconómico estable en general. La inflación de la zona del euro medida por el IAPC fue, en promedio, del 2,04% durante el período comprendido entre enero de 1999 y el inicio de la crisis financiera en agosto de 2007 (véase gráfico 1)<sup>13</sup>. Las expectativas de inflación estaban bien ancladas en torno a niveles compatibles con el objetivo del Consejo de Gobierno del BCE de mantener la inflación de la zona del euro por debajo del 2%, aunque en niveles próximos a ese valor,

en el medio plazo. En comparación con las tasas de inflación registradas en otras economías avanzadas en todo el mundo, las tasas de inflación de la zona del euro, desde la adopción de la moneda única, no solo han sido bajas, sino también bastante estables y han venido acompañadas de un nivel reducido de volatilidad macroeconómica (véase gráfico 2).

No obstante, al mismo tiempo, el marco de gobernanza económica existente no impidió la acumulación de abultados desequilibrios tanto en el sector público como en el sector privado de la zona del euro, que probablemente se vio favorecida por un entorno de mayor integración de los mercados financieros, una volatilidad macroeconómica reducida, la ausencia de riesgo de tipo de cambio y el hecho de que los Gobiernos y los agentes privados tuvieran acceso a un abundante fondo común de ahorro.

Por lo que respecta a la evolución presupuestaria en la zona del euro en el período anterior a la tercera fase de la UEM, se produjo una mejora significativa en la situación fiscal de los once primeros países en incorporarse a la zona del euro. Ello fue consecuencia de los notables esfuerzos en materia de consolidación realizados por la mayoría de los países que se proponían adoptar la moneda única<sup>14</sup>. El descenso de los tipos de interés también ayudó a los países a reducir sus déficits públicos durante ese período.

9 Sin embargo, las entidades de crédito públicas pueden tomar prestado directamente del Eurosistema en el contexto de la provisión de reservas para cumplir las exigencias de reservas mínimas y son tratadas en pie de igualdad con las entidades de crédito privadas.

10 Se permite el acceso privilegiado a las instituciones financieras con fines de supervisión prudencial y de regulación.

11 Los préstamos de la UE o de los Estados miembros a otro Estado miembro no infringen la cláusula de no corresponsabilidad financiera.

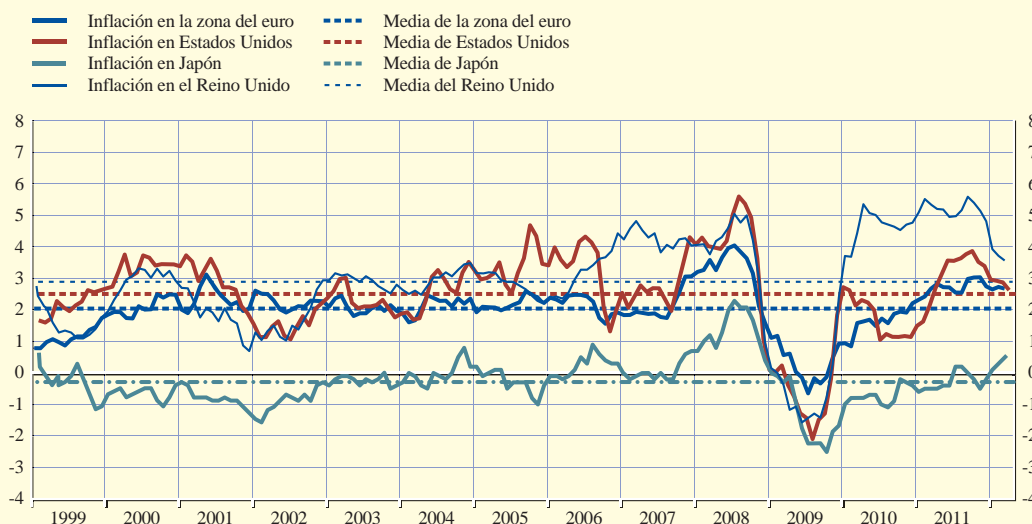
12 Sin embargo, esto implica que, en algunos países de la zona del euro, el BCN participa en la supervisión bancaria. De hecho, en el apartado 5 del artículo 125 del Tratado se afirma que: «El SEBC contribuirá a la buena gestión de las políticas que lleven a cabo las autoridades competentes con respecto a la supervisión prudencial de las entidades de crédito y a la estabilidad del sistema financiero». Véase también el artículo 3.3 del Protocolo n.º 4 sobre los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del banco Central Europeo.

13 Desde 1999, la inflación media de la zona del euro medida por el IAPC ha sido del 2,05%. La última observación utilizada para realizar este cálculo corresponde a mayo de 2012.

14 La medida del déficit público agregado de los primeros países que se incorporaron a la zona del euro se redujo de alrededor del 5% del PIB en 1991 a algo más del 2% del PIB en 1998.

Gráfico 1 Tasas de inflación de las principales economías industrializadas

(tasas de variación interanual)

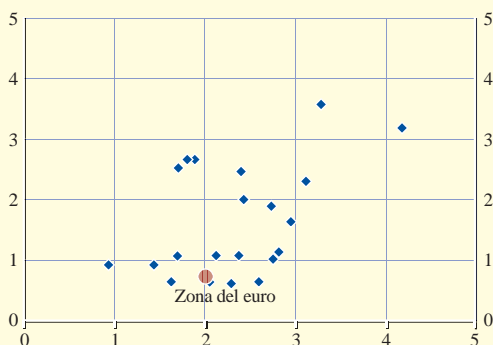


Fuentes: Eurostat, BPI y cálculos del BCE.

Notas: Las tasas de inflación se calculan como variaciones interanuales del IAPC de la zona del euro, el IPC-U de Estados Unidos y el IPC registrado de Japón y el Reino Unido. Los datos no están desestacionalizados.

Gráfico 2 Inflación y volatilidad del producto  
en los países de la OCDE y en la zona del euro

(datos anuales 1999-2011; puntos porcentuales)

Eje de abscisas: desviación típica del producto  
Eje de ordenadas: desviación típica de la inflación

Fuentes: OCDE y cálculos del BCE.

Notas: Los datos de inflación se refieren a la inflación interanual medida por el IPC y los datos de crecimiento del PIB se refieren al crecimiento interanual del PIB real. La muestra incluye los países miembros y socios comerciales de la OCDE (excluidos los países de la zona del euro) y la zona del euro.

Sin embargo, durante la expansión económica de 1999-2000, la mayoría de los países de la zona del euro desaprovecharon la oportunidad de reducir aún más sus desequilibrios presupuestarios y de

acumular «reservas fiscales» suficientes. Durante la desaceleración económica que se inició en 2001, la situación de las finanzas públicas se deterioró en un número cada vez mayor de países de la zona del euro, que incurrieron en déficits excesivos. En 2003, seis de los doce Estados miembros que integraban entonces la zona del euro registraron déficits superiores al 3 %, y también la media de la zona del euro superaba ese valor de referencia. El deterioro de la situación presupuestaria en ese período y la renuencia cada vez mayor a cumplir las reglas y los procedimientos acordados debilitaron la credibilidad del marco presupuestario de la UE. En vez de insistir en una estricta aplicación de las reglas, se decidió reformar el Pacto de Estabilidad y Crecimiento en 2005. En general, las reformas permitieron una mayor discrecionalidad en la aplicación de los procedimientos<sup>15</sup>. Al mismo tiempo, el Consejo de Gobierno del BCE expresó su preocupación por la posibilidad de que estos cambios hicieran que el marco presupuestario de la UE se tornara más complejo y menos transparente, dificultando así su capacidad para

15 Véase el artículo titulado «Diez años del Pacto de Estabilidad y Crecimiento», *Boletín Mensual*, BCE, octubre de 2008.

facilitar la consecución de unas posiciones presupuestarias sólidas por parte de los países de la zona del euro<sup>16</sup>.

El nuevo marco no se puso a prueba hasta que estalló la crisis financiera. Los años que siguieron a la reforma del Pacto de Estabilidad y Crecimiento se caracterizaron por una significativa mejora en la situación presupuestaria en la mayoría de los países de la zona del euro: la ratio de déficit agregada de la zona cayó hasta el 0,7% del PIB en 2007, el nivel más bajo registrado desde la introducción del euro (véase cuadro). No obstante, en la mayoría de los países esta mejora fue, en gran medida, el resultado de la favorable evolución económica, más que de unas políticas de consolidación fiscal concretas. Así pues, la situación presupuestaria estructural de la zona del euro era mucho más débil y el déficit estructural, es decir, el déficit nominal ajustado del impacto del ciclo económico y de las medidas de carácter transitorio, todavía ascendía al 2% del PIB. Además, la deuda en relación con el PIB de la zona del euro se situaba en torno al 66% del PIB en 2007, es decir, solo

unos 6 puntos porcentuales por debajo del nivel registrado cuando se introdujo el euro en 1999. Las variables fiscales fundamentales también variaban sustancialmente de unos países a otros.

La imposibilidad de lograr una situación presupuestaria sólida antes de la crisis puede atribuirse, principalmente, a dos deficiencias institucionales. En primer lugar, el componente preventivo del Pacto de Estabilidad y Crecimiento reformado no se aplicó plenamente, y solo unos pocos países alcanzaron su objetivo presupuestario a medio plazo o cumplieron los requisitos mínimos de ajuste establecidos para alcanzar dicho objetivo. En segundo lugar, el procedimiento de déficit excesivo no se aplicó rigurosamente a los países que sobrepasaron el criterio de déficit del 3% del PIB, es decir, nunca se impusieron sanciones. Además, los mercados financieros tampoco proporcionaron los incentivos necesarios para garantizar la disciplina presupuestaria. Hasta principios de

16 Véase la declaración del Consejo de Gobierno del BCE, de 21 de marzo de 2005, relativa al informe del Consejo ECOFIN sobre la mejora de la aplicación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento.

### Algunos Indicadores presupuestarios

	Saldo fiscal en relación con el PIB				Deuda pública en relación con el PIB				Pagos por intereses en relación con el PIB			
	1998	Variación	Variación	2011	1998	Variación	Variación	2011	1998	Variación	Variación	2011
		1998- 2007	2007- 2010			1998- 2007	2007- 2010			1998- 2007	2007- 2010	
Bélgica	-0,9	0,9	-3,8	-3,7	117,2	-33,2	12,0	98,0	7,3	-3,4	-0,5	3,3
Alemania	-2,3	2,6	-4,5	-1,0	60,5	4,7	17,9	81,2	3,4	-0,6	-0,3	2,7
Estonia	-0,7	3,1	-2,1	1,0	6,0	-2,3	3,0	6,0	0,5	-0,4	0,0	0,1
Irlanda	2,4	-2,3	-31,2	-13,1	53,0	-28,2	67,6	108,2	3,3	-2,3	2,1	3,4
Grecia	-3,9	-2,6	-3,9	-9,1	95,4	12,0	37,5	165,3	8,2	-3,7	1,2	6,9
España	-3,0	4,9	-11,3	-8,5	64,2	-27,9	25,0	68,5	4,2	-2,6	0,3	2,4
Francia	-2,6	-0,1	-4,3	-5,2	59,5	4,7	18,1	85,8	3,3	-0,6	-0,3	2,6
Italia	-2,7	1,0	-3,0	-3,9	114,2	-11,2	15,5	120,1	7,9	-2,9	-0,4	4,9
Chipre	-4,2	7,7	-8,8	-6,3	59,2	-0,4	2,7	71,6	3,1	0,0	-0,8	2,5
Luxemburgo	3,4	0,3	-4,5	-0,6	7,1	-0,4	12,4	18,2	0,4	-0,2	0,2	0,5
Malta	-9,9	7,6	-1,4	-2,7	53,4	8,8	7,2	72,0	3,2	0,1	-0,3	3,1
Países Bajos	-0,9	1,1	-5,3	-4,7	65,7	-20,4	17,6	65,2	4,7	-2,5	-0,2	2,0
Austria	-2,4	1,5	-3,6	-2,6	64,4	-4,2	11,7	72,2	3,6	-0,8	-0,1	2,6
Portugal	-3,9	0,7	-6,7	-4,2	50,3	18,0	25,1	107,8	3,1	-0,2	-0,1	3,9
Eslovenia	-2,4	2,3	-6,0	-6,4	23,1	-0,1	15,7	47,6	2,2	-0,9	0,4	2,0
Eslovaquia	-5,3	3,5	-5,9	-4,8	34,5	-4,9	11,5	43,3	2,5	-1,1	0,0	1,6
Finlandia	1,6	3,7	-7,8	-0,5	48,4	-13,2	13,2	48,6	3,5	-2,1	-0,4	1,1
Zona del euro	-2,3	1,6	-5,6	-4,1	72,8	-6,5	19,2	88,0	4,5	-1,6	-0,2	3,1

Fuentes: Comisión Europea y previsiones económicas de la Comisión Europea de primavera de 2012.

Notas: Los niveles correspondientes a 1998 y 2011 se expresan en porcentaje del PIB. Las variaciones durante los periodos 1998-2007 y 2007-2010 se expresan en puntos porcentuales. En cuanto a las variaciones del saldo presupuestario en relación con el PIB, una cifra positiva (negativa) muestra una mejora (un deterioro) del saldo presupuestario.

2008, los Gobiernos emitieron deuda a tipos de interés muy similares, a pesar de la divergencia de sus situaciones presupuestarias (véase gráfico 3), con lo que se redujeron los incentivos para adoptar estrategias de consolidación más ambiciosas.

Por lo que respecta al sector privado, varios países de la zona del euro registraron abultados y persistentes desequilibrios por cuenta corriente, así como aumentos de los costes laborales unitarios, que se tradujeron en una pérdida de competitividad<sup>17</sup>. Además, el creciente apalancamiento del sector privado vino acompañado, en algunos casos, de un auge del mercado inmobiliario, y en varios países se observó una tendencia a la «acumulación» de diversos desequilibrios macroeconómicos: el apalancamiento de las sociedades no financieras y de los hogares, por ejemplo, aumentó significativamente en países que registraban déficits por cuenta corriente, pero se mantuvo prácticamente estable en países que arrojaban superávits por cuenta corriente. Por otra parte, el aumento del apalancamiento en el sector no financiero en los países con déficit tendió a ir acompañado de un mayor apalancamiento de las entidades de crédito<sup>18</sup>. Todo ello se produjo en un marco de

gobernanza en el que no se preveían el seguimiento y la prevención de la acumulación de esos desequilibrios macroeconómicos, que, por otra parte, tampoco se contemplaban en las políticas fiscales, estructurales o financieras aplicadas a escala nacional.

En esencia, varios países de la zona del euro se vieron sumidos en la crisis financiera en una situación en la que sus variables fiscales fundamentales distaban mucho de ser perfectas, y algunos de ellos soportaban además la carga de abultados desequilibrios en el sector privado.

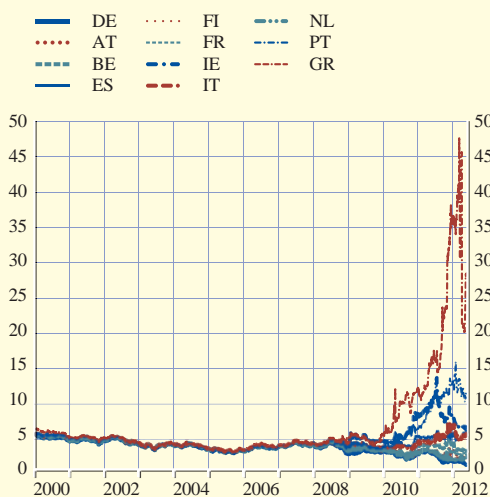
#### 4 LA POLÍTICA MONETARIA Y LA POLÍTICA FISCAL ADOPTADAS FRENTE A LA INESTABILIDAD FINANCIERA

La crisis financiera global se inició el verano de 2007, se intensificó en el otoño de 2008 y fue seguida de la recesión mundial más profunda registrada en décadas. Para hacer frente a la escala de la crisis, los Gobiernos y los bancos centrales de todo el mundo adoptaron medidas de política económica, con frecuencia sin precedentes bien por su magnitud o por su alcance.

Por lo que respecta a la zona del euro, el Eurosistema respondió a la crisis financiera con una combinación de medidas convencionales y no convencionales. Las primeras dieron lugar a un significativo recorte de los tipos de interés en 2008 y 2009, mientras que las segundas adoptaron la forma de apoyo al crédito para el sistema bancario. Durante el período comprendido entre 2007 y 2009 este apoyo incluyó: i) la provisión de liquidez ilimitada a las entidades de crédito de la zona del euro a un tipo de interés fijo en todas las operaciones de financiación, previa presentación de los activos de garantía adecuados; ii) la prórroga del vencimiento

Gráfico 3 Rendimiento de la deuda pública a diez años en algunos países de la zona del euro

(porcentaje)



Fuente: Thomson Reuters Datastream.

Nota: La última observación corresponde al 22 de mayo de 2012.

17 Para un análisis de la evolución de los costes laborales en los países de la zona del euro entre 1999 y 2007, véase el artículo titulado «Seguimiento de la evolución de los costes laborales en los países de la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, noviembre de 2008.

18 Véase el artículo titulado «Sectoral balances and euro area financial integration», *Financial Integration in Europe*, BCE, abril de 2012. El apalancamiento bancario se mide utilizando los activos y los pasivos nacionales. Por construcción, la dinámica de las ratios nacionales no se ve afectada por la variación del precio de los activos.

máximo de las operaciones de financiación, de los tres meses habituales antes de la crisis hasta un año; iii) la ampliación de la lista de activos aceptados como garantía; iv) la provisión de liquidez en divisas (especialmente, en dólares estadounidenses), y v) las compras simples en el mercado de bonos garantizados. Cabe señalar que estas medidas no convencionales complementaron un marco operativo que ya era «amplio» —en términos internacionales—, en el sentido de que, básicamente, permitía a todas las entidades de crédito obtener financiación presentando una amplia gama de activos de garantía.

El objetivo de todas estas medidas era mitigar los efectos adversos que el comportamiento disfuncional de los mercados monetarios estaba teniendo sobre la liquidez de las entidades de crédito solventes de la zona del euro y, en última instancia, sobre los mercados de crédito y los tipos de interés a más largo plazo. Por consiguiente, dichas medidas contribuyeron a respaldar el flujo de crédito a empresas y hogares y a contrarrestar los riesgos para la estabilidad de precios.

Las medidas de política económica adoptadas por los Gobiernos a nivel nacional incluyeron no solo medidas de estímulo fiscal (que se habían acordado a nivel de la UE), sino también medidas de apoyo al sector financiero<sup>19</sup>. Estas medidas, sumadas a la fuerte contracción del PIB y al funcionamiento de los estabilizadores automáticos en una economía en contracción, dieron lugar a un rápido aumento de las ratios de déficit y deuda pública.

Como se indica en el cuadro, el saldo presupuestario en relación con el PIB de la zona del euro en su conjunto aumentó 5,6 puntos porcentuales durante el período comprendido entre 2007 y 2010, mientras que la deuda pública en relación con el PIB se disparó casi 20 puntos porcentuales. Este deterioro de las finanzas públicas y las desfavorables perspectivas económicas desencadenaron un fuerte incremento de los diferenciales de la deuda soberana, dado que los inversores comenzaron a cambiar su percepción respecto a la fortaleza presupuestaria y a las perspectivas de crecimiento de algunos países. Sin embargo, no puede descartarse

que, durante algunos períodos, los rendimientos de la deuda soberana experimentaron un alza exagerada. Este es precisamente el riesgo que ya se había reconocido en el Informe Delors, a saber, que «la opinión del mercado acerca de la solvencia de los prestatarios oficiales tiende a cambiar bruscamente» y que «la presión ejercida por las fuerzas del mercado podría ser, o bien demasiado lenta y débil, o bien excesivamente brusca y distorsionadora».

En la mayoría de los países de la zona del euro, el primer incremento acusado de los diferenciales de la deuda soberana, observado en el otoño de 2008, se atribuyó a una «transferencia del riesgo» desde el sistema financiero a los Gobiernos<sup>20</sup>, tras la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de ese año. Las medidas adoptadas a nivel nacional para hacer frente a la crisis, que consistieron, en particular, en diversas formas de avales públicos y de medidas de rescate para el sector financiero, redujeron la percepción de riesgo de las entidades de crédito. A su vez, los tenedores de bonos comenzaron a aceptar rendimientos más bajos de los bonos bancarios y al exigir rendimientos más altos de los títulos de deuda soberana. Esta situación vino acompañada de una reevaluación y de una revisión general del riesgo en los mercados financieros, que dieron lugar a un nuevo incremento generalizado de los diferenciales de la deuda soberana de la zona del euro. Durante los meses siguientes, dichos diferenciales siguieron aumentando, en un contexto en el que la información que se iba

19 Ascendieron en total al 5,2% del PIB de la zona del euro durante el período transcurrido entre 2008 y 2011 (véase el cuadro 1 del artículo titulado «Análisis de la sostenibilidad de la deuda pública en la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, abril del 2012). Para una visión general de las medidas de apoyo al sector financiero, véanse, por ejemplo, A. Petrovic y R. Tutsch, «National rescue measures in response to the current financial crisis», *Legal Working Paper Series*, n.º 8, BCE, julio de 2009; o S. M. Stolz y M. Wedow, «Extraordinary measures in extraordinary times – public measures in support of the financial sector in the EU and the United States», *Occasional Paper Series*, n.º 117, BCE, julio de 2010. Véase también A. Van Riet (ed.), «Euro area fiscal policies and the crisis», *Occasional Paper Series*, n.º 109, BCE, abril de 2010.

20 Véanse, por ejemplo, M.-G. Attinasi, C. Checherita-Westphal y C. Nickel, «What explains the surge in euro area sovereign spreads during the financial crisis of 2007-09?», *Public Finance and Management*, vol. 10, n.º 4, 2010, pp. 595-645; y J. Eijsing y W. Lemke, «The Janus-headed salvation – sovereign and bank credit risk premia during 2008-09», *Economics Letters*, vol. 110, n.º 1, 2011, pp. 28-31.

conociendo sobre cada país, y que afectaba a las percepciones respecto a la sostenibilidad de las finanzas públicas, se convirtió cada vez más en uno de los principales factores determinantes de las primas de los seguros de riesgo de crédito de la deuda soberana<sup>21</sup>.

Pronto se hizo evidente que el valor de la deuda soberana no era simplemente un barómetro para calibrar el riesgo de crédito y de liquidez inherente a la deuda pública. Por el contrario, las propias valoraciones de la deuda estaban teniendo un fuerte impacto en otros segmentos de los mercados financieros y en la economía real, así como en la política monetaria. La caída del valor de la deuda pública se convirtió en un fuerte lastre para los balances de las entidades de crédito, ya que las valoraciones más bajas de la deuda pública reducen, ceteris paribus, la solvencia de dichas entidades e impulsan al alza los costes de su financiación de mercado. Junto con la «transferencia de riesgo» inicial del sector financiero a los deudores soberanos, el impacto negativo de las valoraciones de la deuda pública sobre las entidades de crédito completó la primera espiral de reacciones adversas entre los mercados de deuda soberana y el sector financiero.

A medida que la crisis siguió desarrollándose, continuó la espiral bajista. Las entidades de crédito, enfrentadas a restricciones de financiación como consecuencia del debilitamiento de sus balances, endurecieron los criterios de concesión de crédito<sup>22</sup>. Las repercusiones negativas que ese comportamiento tuvo sobre la economía real generaron tensiones en las finanzas públicas, dado que los estabilizadores automáticos reaccionaron ante la desaceleración económica y las entidades de crédito con problemas necesitaron más apoyo. Como resultado de este círculo vicioso, las evaluaciones del riesgo de crédito de los emisores soberanos y bancarios quedaron estrechamente vinculadas (véase gráfico 4).

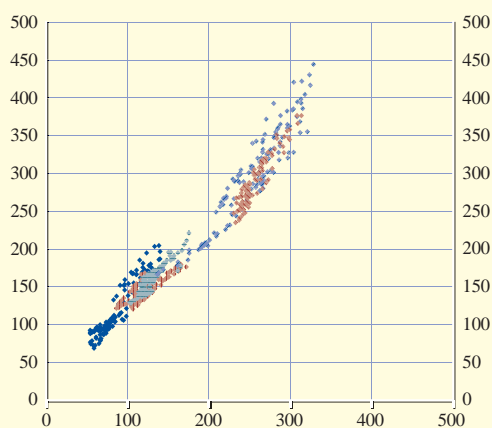
Además de los efectos de contagio negativos entre los mercados de deuda soberana y el sector bancario, se produjo, probablemente, un contagio entre los mercados de deuda soberana de la zona del

**Gráfico 4 Primas de los seguros de riesgo de crédito de la deuda soberana y de los bonos bancarios en la zona del euro**

(puntos básicos)

Eje de abscisas: seguros de riesgo de crédito de la deuda soberana  
Eje de ordenadas: seguros de riesgo de crédito de los bonos bancarios

- ◆ I S 2010
- ◆ II S 2010
- ◆ I S 2011
- ◆ II S 2011
- ◆ I S 2012



Notas: La última observación corresponde al 30 de abril de 2012. Las primas de los seguros de riesgo de crédito (CDS) de la deuda soberana para la zona del euro se calculan como media ponderada de las primas CDS de cinco años de 11 países de la zona, utilizando las claves del capital del BCE como ponderaciones. Los países son: Alemania, Francia, Italia, España, Países Bajos, Portugal, Bélgica, Austria, Finlandia, Eslovaquia e Irlanda. Las primas de los CDS de bonos bancarios se calculan como media simple de diez grandes bancos de la zona. Cada punto representa la pareja de CDS (prima de los CDS de la deuda soberana y prima de los CDS de los bonos bancarios) en un día determinado de cada período de seis meses.

euro. En un sentido amplio, se produce un contagio cuando un incremento «idiosincrásico» (es decir, específico de un país) de los rendimientos de la deuda de un Estado miembro da lugar a un aumento de los rendimientos de otro Estado miembro que no refleja cambios en las variables fundamentales de este último. Por consiguiente, los Estados miembros que son víctimas de un contagio incurren en una externalidad o «coste social», ya que tienen que pagar intereses más elevados por su deuda exclusivamente como resultado de unos efectos de contagio que nada tienen que ver

21 Véase, por ejemplo, el recuadro titulado «Common trends in euro area sovereign credit default swap premia», *Financial Stability Review*, BCE, junio de 2011.

22 Véase, por ejemplo, el recuadro titulado «Resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro correspondiente al cuarto trimestre de 2011», *Boletín Mensual*, BCE, febrero de 2012.

con las variables fundamentales. Aunque el contagio resulta difícil de captar tanto conceptual como cuantitativamente, existe evidencia descriptiva y basada en modelos de que, durante la crisis de la deuda soberana de la zona del euro, se han observado rendimientos demasiado altos que no se justifican por una reacción normal de los mercados ante cambios en las variables fundamentales<sup>23</sup>.

A comienzos de mayo de 2010, las tensiones en los mercados de deuda soberana de algunos países de la zona del euro alcanzaron nuevos máximos y se propagaron a otros segmentos de los mercados financieros. En particular, la liquidez en los mercados monetarios a un día y a plazo más largo experimentó un notable deterioro, debido probablemente al aumento del riesgo de contrapartida entre las entidades de crédito. Al verse gravemente afectado el funcionamiento normal del mercado monetario, se puso en peligro un elemento crucial en las primeras etapas del mecanismo de transmisión de la política monetaria. En última instancia, quedó en situación de riesgo la propia capacidad de los bancos para proporcionar crédito a la economía real. En vista de lo anterior, el BCE adoptó varias medidas de política monetaria no convencionales; entre ellas, el programa para los mercados de valores<sup>24</sup>. Este programa tiene por objeto que el Eurosistema realice intervenciones, neutrales desde el punto de vista de la liquidez, en los mercados de deuda pública y privada de la zona del euro, a fin de asegurar la profundidad y la liquidez en los segmentos del mercado que muestran un comportamiento disfuncional y restablecer el funcionamiento apropiado del mecanismo de transmisión de la política monetaria.

Tras la decisión de los jefes de Estado y de Gobierno de recurrir a la participación del sector privado en el caso de Grecia, las tensiones en los mercados de deuda soberana se intensificaron de nuevo en el verano de 2011. En consecuencia, a las entidades de crédito de la zona del euro se les dificultó cada vez más el acceso a la financiación de mercado, lo que, a su vez, afectó al flujo de crédito a los hogares y a las sociedades no financieras de la zona<sup>25</sup>. Para contrarrestar el acusado deterioro del proceso de intermediación financiera y garantizar que la

política monetaria del BCE siguiera transmitiéndose eficazmente a la economía real, el BCE reintrodujo y amplió varias de las medidas de política monetaria no convencionales en el segundo semestre de 2011<sup>26</sup>. Por último, en diciembre de 2011 el Consejo de Gobierno del BCE anunció medidas adicionales de apoyo al crédito bancario y a la liquidez en el mercado monetario de la zona del euro. Concretamente, decidió realizar dos operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) con vencimiento a tres años y la opción de reembolso anticipado transcurrido un año. El efecto de estas medidas se está evaluando todavía, pero un análisis preliminar de estas dos OFPML sugiere que contribuyeron a mejorar la financiación de las entidades de crédito y, por ende, eliminaron los obstáculos que dificultaban la provisión de crédito a la economía real<sup>27</sup>.

Un desafío especial para la política monetaria al diseñar las medidas no convencionales fue la heterogeneidad de la situación financiera en los países de la zona del euro, que había aumentado considerablemente durante la crisis. Si bien el mandato de preservar la estabilidad de precios en el conjunto de la zona era el principio que guiaba todas las

23 Véanse, por ejemplo, la conferencia titulada «Sovereign contagion in Europe», de José Manuel González-Páramo, miembro del Comité Ejecutivo del BCE, Londres, 25 de noviembre de 2011; y el artículo titulado «The euro area sovereign crisis: monitoring spillovers and contagion», *Research Bulletin*, n.º 14, BCE, otoño de 2011.

24 Véase el recuadro titulado «La evolución de los mercados financieros a principios de mayo», *Boletín Mensual*, BCE, junio de 2010.

25 Véase gráfico 1, *Euro area bank lending survey*, BCE, enero de 2012.

26 Incluidas: i) la reintroducción de operaciones a plazo más largo, con una de seis meses aproximadamente (llevada a cabo en agosto de 2010) y más tarde dos operaciones adicionales de aproximadamente 12 meses y 13 meses (realizadas en octubre de 2011); ii) la aplicación activa del programa para los mercados de valores (agosto de 2011); iii) tres operaciones adicionales de inyección de liquidez en dólares estadounidenses con vencimiento aproximado de tres meses que abarcaban el fin de año (septiembre de 2011) – una medida acordada en coordinación con otros principales bancos centrales; iv) una decisión para prolongar las subastas a tipo de interés fijo con adjudicación plena en todas las operaciones de financiación adjudicadas hasta, al menos, la primera mitad de 2012; v) un nuevo programa de adquisición de bonos garantizados, y vi) una acción coordinada con otros bancos centrales con el fin de potenciar su capacidad para inyectar liquidez en el sistema financiero global a través de acuerdos de provisión de liquidez (línea *swap*).

27 Véase el recuadro titulado «Impacto de las dos operaciones de financiación a plazo más largo a tres años», *Boletín Mensual*, BCE, marzo de 2012.



medidas, algunas de las medidas no convencionales tuvieron efectos diferentes según los países, lo que resultaba natural y deseable. Por ejemplo, los países han recurrido a las provisiones de liquidez a largo plazo en distinto grado, como resultado de las diferencias en la situación de los respectivos sistemas bancarios.

## 5 MEDIDAS ACTUALES DE POLÍTICA ECONÓMICA

En general, los años de la crisis han sacado a la luz varias deficiencias en las políticas nacionales, pero también en la gobernanza económica a nivel de la UE, así como en la supervisión y la regulación financieras. En primer lugar, el marco de gobernanza presupuestaria ha demostrado ser inadecuado para fomentar la disciplina en las finanzas públicas a nivel nacional. En particular, ni el componente preventivo ni el componente corrector del Pacto de Estabilidad y Crecimiento han sido elementos disuasorios eficaces contra la acumulación de desequilibrios presupuestarios. En segundo lugar, los mercados financieros no han conseguido enviar las señales adicionales necesarias respecto a la necesidad de mantener una situación presupuestaria sólida. En tercer lugar, no se ha contado con un mecanismo eficaz para contrarrestar la acumulación de desequilibrios potencialmente peligrosos en el sector privado. Como ha demostrado la crisis, esos desequilibrios del sector privado pueden convertirse rápidamente en deuda pública, agudizando así los desequilibrios del sector público. Cuarto, si aumentan los riesgos para la sostenibilidad de las finanzas públicas de un país, ello puede provocar una revisión del valor de su deuda pública, lo que, a su vez, puede repercutir negativamente en el sector financiero de la zona del euro y dar lugar a contagios en los mercados de deuda pública de otros países. No ha existido un marco de política económica para evitar esos efectos de contagio. Por último, aunque el origen y las diversas repercusiones de la crisis financiera puedan haber sido casi imposibles de prever, una mejor supervisión micro y macroprudencial podría haber puesto de manifiesto, en una etapa más temprana, algunos riesgos para el sector financiero de la zona del euro.

La crisis ha permitido extraer enseñanzas tanto a nivel nacional como de la UE. Los Gobiernos se han embarcado en un proceso de consolidación fiscal y reformas estructurales. También está en marcha una profunda reforma de los marcos de gobernanza económica de la UE, así como de supervisión y regulación financieras, que se está complementando con la creación de «cortafuegos» que incluyen marcos de gestión de crisis para hacer frente a la inestabilidad financiera y evitar el contagio a toda la zona del euro. Todos estos esfuerzos están aún en proceso de realización, pero ya se ha progresado en varios ámbitos.

En primer lugar, a partir de 2010 los países de la zona del euro comenzaron a dejar de aplicar medidas de estímulo fiscal y a implementar planes de consolidación. En combinación con un repunte del crecimiento del PIB (tras registrar tasas de crecimiento negativas en 2008 y 2009), el déficit presupuestario de la zona del euro en su conjunto se redujo ligeramente en 2011. No obstante, el grado de consolidación logrado por cada país varió significativamente y 11 de los 17 Estados miembros todavía registraban un déficit superior al umbral del 3 % del PIB en 2011, según las previsiones económicas de la Comisión Europea de primavera de 2012. Por lo que respecta al proceso de ajuste, no hay duda de que, a largo plazo, la consolidación fiscal tiene un efecto positivo y significativo sobre el crecimiento y el empleo. Si bien, a corto plazo, puede tener un efecto moderador sobre la actividad económica, este efecto depende de varios factores, como la composición del ajuste fiscal. De hecho, las estrategias de consolidación suelen tener más éxito y ser más sostenibles si la atención se centra en la partida de gastos presupuestarios.

En segundo lugar, se han puesto en marcha varias iniciativas para restablecer la disciplina presupuestaria y estimular la competitividad. Entre otras, cabe señalar un conjunto de nuevas medidas legislativas (como el «six pack» y el «two pack»), que deberían reforzar tanto el componente preventivo como el componente corrector del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, mejorar la vigilancia presupuestaria y prevenir la acumulación de desequilibrios macroeconómicos. Además, casi todos los

Estados miembros de la UE han suscrito el Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza en la Unión Económica y Monetaria, cuya parte fiscal (el «pacto presupuestario») obliga a todas las partes contratantes a incorporar a la legislación nacional reglas de equilibrio presupuestario y mecanismos de corrección automáticos<sup>28</sup>. También se han adoptado otras medidas para mejorar la competitividad y la convergencia de las economías nacionales (véanse detalles en el recuadro). De hecho, las

reformas estructurales bien diseñadas en los mercados de trabajo y de productos pueden tener un impacto positivo en el crecimiento y el empleo con relativa rapidez y, por consiguiente, pueden ayudar también a mitigar cualquier efecto negativo que la consolidación presupuestaria pueda tener sobre el crecimiento a corto plazo.

28 Véase también el artículo titulado «Un pacto presupuestario para una Unión Económica y Monetaria más fuerte», *Boletín Mensual*, BCE, mayo de 2012.

#### Recuadro

#### EL NUEVO MARCO PARA LA GOBERNANZA ECONÓMICA DE LA UE

Para resolver las deficiencias del marco institucional de la UEM relativo a las políticas fiscales y macroeconómicas, se están elaborando actualmente o se han adoptado ya una serie de importantes medidas, que tratan de mejorar sustancialmente las reglas fiscales de la UEM y contribuir a restablecer la disciplina fiscal necesaria para el buen funcionamiento de la UEM. Estas medidas deberían reforzar, asimismo, la dimensión económica de la UEM y, a su vez, favorecer una mayor integración económica en la zona del euro.

Un paquete de seis nuevos textos legales, denominado «six pack», que entró en vigor en diciembre de 2011, pretende subsanar las principales deficiencias del marco de gobernanza fiscal y económica que se han identificado en el texto principal<sup>1</sup>. En cuanto a las reglas fiscales, el paquete de seis medidas refuerza tanto el componente preventivo como el corrector del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Entre otros aspectos, el paquete: i) presta mayor atención a la deuda pública y a la sostenibilidad presupuestaria; ii) aumenta el grado de automatismo del procedimiento de déficit excesivo, dejando menos margen para consideraciones de carácter político; iii) fortalece el cumplimiento al introducir sanciones financieras rápidas y graduales para los países de la zona del euro si no cumplen las normas, y iv) define con más claridad la senda de ajuste que han de seguir todos los Estados miembros para reducir adecuadamente sus déficits públicos. De manera fundamental, el paquete de seis medidas incluye un nuevo procedimiento para vigilar y prevenir la acumulación de desequilibrios macroeconómicos, que no formaba parte del marco antes de la crisis. Con la ayuda de un abanico de indicadores, que abarca, por ejemplo, los saldos por cuenta corriente, los costes laborales unitarios y los precios de la vivienda, se solicita de la Comisión Europea que identifique la aparición de nuevos desequilibrios y que formule las recomendaciones apropiadas. Al igual que el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, el procedimiento tiene un componente preventivo y un componente corrector. Los países de la zona del euro pueden ser multados si no cumplen las normas.

Para mejorar la vigilancia global de las políticas económicas nacionales, el paquete de seis medidas introduce formalmente el «Semestre Europeo», que incluye un calendario para armonizar la secuencia temporal de todos los elementos de la vigilancia, incluidas las políticas fiscales, macroeconómicas y estructurales. El principal objetivo del Semestre Europeo es garantizar que todas

1 Para información más detallada sobre los elementos de la gobernanza que se tratan en el paquete de seis medidas, así como sobre su valoración, véase el artículo «La reforma de la gobernanza de la zona del euro: elementos esenciales», *Boletín Mensual*, BCE, marzo de 2011.

las políticas nacionales se analicen y evalúen al mismo tiempo, aunque los procedimientos se lleven a cabo por separado, desde un punto de vista jurídico y procedimental. El nuevo enfoque se aplicó por vez primera en 2011.

Como forma de compromiso político de alto nivel para seguir mejorando la coordinación económica, también en áreas cuya competencia es nacional, todos los países de la zona del euro, así como seis países no pertenecientes a la zona<sup>2</sup>, firmaron en marzo de 2011 el Pacto por el Euro Plus, cuyo objetivo es impulsar la competitividad y la convergencia de las economías nacionales. Los líderes de la zona del euro analizan los objetivos concretos con carácter anual y la Comisión Europea vigila su puesta en práctica.

Pronto quedó claro que los países de la zona del euro tendrán que adoptar medidas que complementen el paquete de seis medidas para reforzar la vigilancia de las políticas económicas, así como promover la estabilidad financiera en la zona del euro y mitigar el riesgo de contagio.

En noviembre de 2011, la Comisión Europea propuso dos reglamentos dirigidos específicamente a la zona del euro, que se denominan «two pack». Estos reglamentos están terminándose de elaborar en estos momentos y se prevé que entren en vigor antes del otoño de 2012. El primer reglamento tiene por objeto la mejora de la vigilancia presupuestaria; en concreto, a través de la valoración previa de los borradores de los planes presupuestarios nacionales por parte de la Comisión. Si se concluye que los borradores de los presupuestos no cumplen los requisitos del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, la Comisión puede exigir que se revisen. Además, la Comisión vigilará con especial atención la ejecución presupuestaria en el año de los países con déficit excesivo y formulará, en su caso, nuevas recomendaciones. El segundo reglamento propone reforzar la vigilancia en materia de estabilidad financiera en los países de la zona del euro que experimentan o pueden experimentar dificultades. Es decisión de la Comisión si somete o no a un país de la zona del euro a vigilancia reforzada. Dicha vigilancia implica, entre otros aspectos, el aumento del control presupuestario y una obligación de llevar a cabo pruebas de resistencia en el sector bancario, en cooperación con la Autoridad Bancaria Europea. Las misiones para recabar información realizadas por la Comisión, en cooperación con el BCE, se traducirán en posibles recomendaciones para adoptar nuevas medidas correctoras.

El último elemento de la reforma del marco de gobernanza económica es el Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza en la Unión Económica y Monetaria, firmado en marzo de 2012 por todos los Estados miembros de la UE, salvo el Reino Unido y la República Checa. En particular, la parte fiscal del Tratado, el «pacto presupuestario», es esencial para lograr la disciplina fiscal, pues obliga a todos los países a recoger en la legislación nacional reglas de equilibrio presupuestario y un mecanismo de corrección automático<sup>3</sup>.

En resumen, la reforma del marco de gobernanza económica constituye un primer e importante paso para reforzar los cimientos de la UE. De cara al futuro, la aplicación y el cumplimiento rigurosos de las nuevas normas serán fundamentales para garantizar su éxito.

2 Los seis países no pertenecientes a la zona del euro que firmaron el Pacto por el Euro Plus fueron Bulgaria, Dinamarca, Letonia, Lituania, Polonia y Rumanía.

3 Para más información sobre el pacto presupuestario, véase el artículo titulado «Un pacto presupuestario para una Unión Económica y Monetaria más fuerte», *Boletín Mensual*, BCE, mayo de 2012.

En tercer lugar, se está trabajando para mejorar los procedimientos de detección y tratamiento de los riesgos para la estabilidad financiera. En este sentido, es esencial la reforma en curso del marco de regulación financiera internacional, que está siendo supervisada por el Consejo de Estabilidad Financiera. Hasta ahora, y en el contexto de esta reforma, se ha producido la adopción del marco de Basilea III de nuevas normas de capital y liquidez para las entidades de crédito y, a nivel de la UE, la introducción de un sistema más integrado de supervisión prudencial. El Sistema Europeo de Supervisión Financiera comprende la Junta Europea de Riesgo Sistémico, en la vertiente macroprudencial, y tres Autoridades Europeas de Supervisión (AES) —la Autoridad Bancaria Europea (EBA), la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación (EIOPA) y la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) — en la vertiente microprudencial. Se han alcanzado algunos progresos en la preparación de un código normativo único, que debería fomentar la coordinación entre los supervisores nacionales y estimular la convergencia de las prácticas de supervisión nacionales.

Por último, las mejoras en la gobernanza económica, así como en la supervisión y regulación financieras, se están complementando con la creación de cortafuegos para hacer frente de forma rápida y eficaz a las amenazas para la estabilidad financiera y al contagio entre los mercados. Este aspecto merece mención especial, dado que el marco anterior a la crisis no incluía instrumentos para la gestión de crisis. En este contexto, la Facilidad Europea de Estabilización Financiera (FEEF) y su sucesor, el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) son importantes elementos añadidos a la arquitectura de la UEM<sup>29</sup>.

Pese a los notables progresos alcanzados, todavía es necesario abordar varios aspectos importantes, en particular en lo que se refiere a las salvaguardias para la estabilidad financiera en la zona del euro. Habida cuenta del nivel actual de integración financiera, es esencial contar con mejores mecanismos internacionales de protección finan-

ciera. Como primera medida para lograr un sistema más unificado de recuperación y resolución bancarias, la Comisión Europea ha adoptado recientemente una propuesta que contempla un conjunto armonizado de instrumentos de prevención, medidas de intervención temprana y mecanismos de resolución, así como un marco de cooperación entre las autoridades nacionales, que no suponga centralización<sup>30</sup>. No obstante, la creación de una autoridad europea única de resolución constituiría un auténtico cambio en la red de protección financiera, a fin de reflejar el grado de integración financiera en la UEM. Bajo el control y la responsabilidad de una autoridad de esa naturaleza —dotada de los instrumentos apropiados para respaldar de forma eficaz la estabilidad financiera— podrían aprovecharse plenamente las sinergias entre un sistema de garantía de depósitos supranacional y un fondo de resolución igualmente supranacional.

Una mejor gobernanza económica, combinada con un marco de estabilidad financiera mejorado, podría ayudar a romper la peligrosa espiral de reacciones adversas entre el Gobierno y el sector financiero. Si los Gobiernos cumplen su obligación de garantizar la prudencia fiscal, y si el nuevo marco de gobernanza económica se aplica de forma coherente, los inversores comenzarán a recobrar la confianza y los precios de la deuda soberana se ajustarán en consonancia. Si las entidades de crédito vuelven a tener una rentabilidad sostenible, así como unos perfiles de liquidez y capital sólidos, serán menos vulnerables a la volatilidad financiera y a los cambios en las valoraciones de los activos, incluidos los relacionados con las tenencias de deuda pública. Si bien este es el escenario ideal, el tiempo necesario para lograrlo dependerá de la rapidez y de la integridad con que se implante el marco contemplado.

29 Véanse, por ejemplo, el artículo titulado «El nuevo marco de la UE para la gestión y resolución de las crisis financieras», *Boletín Mensual*, BCE, julio de 2011; y el artículo titulado «El mecanismo europeo de estabilidad», *Boletín Mensual*, BCE, julio de 2011.

30 Véase nota de prensa de la Comisión Europea, IP/12/570, 6 de junio de 2012.

## 6 CONCLUSIONES

No ha pasado ni siquiera una década desde su inicio, cuando la UEM se ha visto afectada por las turbulencias financieras internacionales y, posteriormente, ha experimentado su propia crisis de deuda soberana. Aparte de las enseñanzas a escala mundial extraídas de la crisis, estos años han impartido lecciones importantes —aunque dolorosas— sobre las deficiencias en el diseño de la UEM y la insuficiente aplicación de sus reglas de política económica. El marco de gobernanza económica no logró imponer la disciplina fiscal en todos los países de la zona del euro, ni identificar y corregir a tiempo la acumulación de desequilibrios macroeconómicos. Además, la peligrosa interacción entre las tensiones observadas en las finanzas públicas y las amenazas para el sistema financiero fue un fenómeno novedoso (al menos, en cuanto a su alcance) y realmente desestabilizador.

Ya se han adoptado medidas decididas para establecer un mejor marco de gobernanza económica, con el fin de lograr la disciplina fiscal y mejorar la competitividad de los países de la zona del euro. En paralelo, está en marcha también una profunda reforma del marco de supervisión y regulación financieras para reforzar la capacidad de resistencia del sistema financiero. Por último, se han creado cortafuegos, que incluyen instrumentos para la gestión de crisis, para salvaguardar más aún la estabilidad financiera, en concreto haciendo frente al riesgo de contagio entre países y entre distintos segmentos de los mercados financieros.

Por el contrario, el conjunto de principios que rigen la política monetaria —es decir, el mandato de estabilidad de precios, la independencia de los bancos centrales, la prohibición de financiación monetaria—, así como el marco operacional y de estrategia de política monetaria, han funcionado bien y su historial ha estado lleno de éxitos en términos de estabilidad de precios, tanto antes como después de la crisis. Además, el marco proporcionó al BCE la flexibilidad suficiente para adoptar medidas durante la crisis financiera.

No obstante, la transformación de la crisis financiera en una crisis bancaria y de deuda soberana durante los últimos dos o tres años ha planteado varios desafíos para la política monetaria de la zona del euro. La política monetaria ha tenido que afrontar el deterioro de las finanzas públicas y la volatilidad en los mercados de deuda soberana, diversas amenazas para la estabilidad financiera y el círculo vicioso de reacciones adversas entre las tensiones en los mercados de deuda soberana y un sistema financiero en dificultades. En respuesta, el Eurosistema ha tenido que introducir nuevas y diversas medidas no convencionales para hacer frente a los problemas de liquidez existentes en los mercados interbancarios y a la disfunción del mecanismo de transmisión de la política monetaria.

Esta interacción potencialmente conflictiva entre la política monetaria, la política fiscal y la estabilidad financiera constituye un complicado «triángulo» de interacciones que añade otro polo al típico «dipolo» de interacción entre la política monetaria y la fiscal. Las mencionadas reformas del marco de gobernanza económica y la reestructuración del sistema financiero podrían mitigar estas tensiones. El restablecimiento de unas finanzas públicas sólidas abordaría las causas determinantes de las recientes tensiones en los mercados de deuda soberana. Este restablecimiento, sumado a una mejor supervisión y regulación del sistema financiero y al establecimiento de cortafuegos, ayudará a evitar la peligrosa espiral de reacciones adversas entre las tensiones en los mercados de deuda soberana y la inestabilidad financiera que ha conformado la crisis de la deuda soberana de la zona del euro.

Si las reformas logran disciplinar las finanzas públicas, reducir los desequilibrios macroeconómicos y salvaguardar la estabilidad financiera, liberarán a la política monetaria de tener que afrontar externalidades negativas de otras áreas de la política económica, al tratar de mantener la estabilidad de precios. Sin embargo, el éxito de las medidas adoptadas dependerá en última instancia de la velocidad y del alcance de su aplicación, de su ejecución y, lo que es más importante, del compromiso

de los Gobiernos nacionales con el cumplimiento de las reglas acordadas y con las reformas de política económica prometidas.

En caso de que tenga éxito, todo lo anterior se traducirá en un mejor marco para la UEM, con un sistema financiero más resistente, centrado en su tarea fundamental de financiar la economía real,

así como en unas finanzas públicas sólidas regidas por la disciplina presupuestaria y una política monetaria que sigue manteniendo la estabilidad de precios en la zona del euro. En última instancia, las políticas fiscales sólidas y la política monetaria común orientada a la estabilidad se reforzarían mutuamente y constituirían los fundamentos para un crecimiento económico sostenible en la zona del euro.

# EVALUACIÓN DEL ANCLAJE DE LAS EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A LARGO PLAZO

## ARTÍCULOS

Evaluación del anclaje de las expectativas de inflación a largo plazo

*El seguimiento de las expectativas de inflación a largo plazo ayuda a valorar cómo percibe la opinión pública el compromiso del banco central de mantener la estabilidad de precios, lo cual es especialmente importante en períodos de grandes perturbaciones en el entorno económico y financiero, que requieren fuertes procesos de ajuste, tal como ha podido constatarse en los últimos años. Así pues, en este artículo se analiza la evolución de las expectativas de inflación a largo plazo para la zona del euro obtenidas tanto de encuestas a expertos en previsión económica como de instrumentos financieros. Durante las crisis financiera y de la deuda soberana de los últimos años, las expectativas de inflación a largo plazo siguieron moviéndose dentro de un intervalo bastante estrecho, sin señales de cambios sistemáticos en una u otra dirección, en un entorno de incertidumbre mayor que en años anteriores. Sin embargo, en conjunto, la evidencia presentada en este artículo sugiere que la percepción de la opinión pública en relación con el compromiso del BCE de mantener las tasas de inflación por debajo del 2%, pero próximas a este valor, en el medio plazo está firmemente anclada, también en épocas de incertidumbre extraordinaria.*

## I INTRODUCCIÓN

La evolución de las expectativas de inflación a largo plazo desempeña un importante papel en las actividades de seguimiento y evaluación de los bancos centrales, ya que el firme anclaje de dichas expectativas es esencial para el funcionamiento del mecanismo de transmisión de la política monetaria. Si los agentes económicos pensaran que la inflación fuera a desviarse finalmente del objetivo del banco central, ajustarían sus decisiones relativas a la fijación de precios y salarios, aumentando el riesgo de una espiral de precios autoalimentada. A este respecto, la relación entre las expectativas de inflación y la inflación puede actuar en ambas direcciones: si la inflación observada se aleja sistemáticamente del objetivo del banco central, puede poner en peligro el anclaje de las expectativas, y si las expectativas de inflación dejan de estar ancladas pueden contribuir a que la inflación observada se distancie del citado objetivo. Por tanto, el firme anclaje de las expectativas es un indicador del éxito y de la credibilidad de una política monetaria orientada hacia la estabilidad de precios.

El BCE realiza un seguimiento de las expectativas de inflación a largo plazo obtenidas de encuestas y de instrumentos financieros. Este artículo se centra en las expectativas a largo plazo, más que a corto plazo<sup>1</sup>, dado que la inflación a corto plazo puede verse afectada significativamente por perturbaciones, como las derivadas de la evolución de los precios de las materias primas o de modificaciones de los impuestos indirectos. No es posible

contrarrestar dichas perturbaciones con la política monetaria en horizontes de corto plazo, por lo que pueden generar una volatilidad considerable en la inflación.

En cambio, las expectativas de inflación a largo plazo deberían ser un indicador que refleje las expectativas más esenciales acerca de la credibilidad de la política monetaria. El seguimiento de las expectativas de inflación a largo plazo es especialmente importante en períodos de grandes perturbaciones en el entorno económico y financiero. El período transcurrido desde el otoño de 2008 es un ejemplo destacado de ello. La quiebra de Lehman Brothers y la consiguiente crisis financiera desencadenaron la recesión más profunda desde la Segunda Guerra Mundial, que, sumada a las tensiones más recientes en algunos mercados de deuda soberana de la zona del euro, provocó procesos de ajuste de un calado extraordinario. Estas fuertes reacciones a escala macroeconómica pueden generar mayor incertidumbre entre los participantes en los mercados acerca de las perspectivas de inflación que en épocas normales.

En este contexto, en las secciones 2 y 3 de este artículo se analiza la evolución de los indicadores de las expectativas de inflación a largo plazo para la zona del euro procedentes de encuestas de opinión y de los mercados, centrandose parte de la atención

<sup>1</sup> Para obtener un análisis de las expectativas de inflación a corto plazo en la zona del euro, véase el artículo titulado «Las expectativas de inflación en la zona del euro: análisis de la evolución reciente», *Boletín Mensual*, BCE, febrero de 2011.

en el período posterior a la quiebra de Lehman Brothers. Dicha evolución se considera teniendo en cuenta distintos aspectos, como el nivel de las expectativas de inflación y sus fluctuaciones a lo largo del tiempo, pero también la incertidumbre que puede existir en torno a dicho nivel en un momento dado. En la sección 4 se presentan las conclusiones.

## 2 INDICADORES DE LAS EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A LARGO PLAZO PROCEDENTES DE ENCUESTAS

Una fuente principal de indicadores de las expectativas de inflación a largo plazo procedentes de encuestas es la encuesta trimestral del BCE a expertos en previsión económica (EPE), que recoge tanto predicciones puntuales como distribuciones de probabilidad de las expectativas de inflación a cinco años vista<sup>2</sup>. Consensus Economics y MJEconomics (el Barómetro de la Zona del Euro) también publican predicciones puntuales de inflación a varios años vista, aunque existen algunas diferencias entre estas encuestas y la EPE con respecto al período de referencia y la frecuencia de recogida de datos<sup>3</sup>.

### 2.1 MEDIA DEL NIVEL DE LAS EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN

Desde 1999, la inflación medida por el IAPC ha registrado ocasionalmente fuertes fluctuaciones como consecuencia, en particular, del impacto de las perturbaciones en los precios de las materias primas sobre los componentes de energía y de alimentos del IAPC (véase gráfico 1). Pero también, cuando se excluyen estos componentes volátiles, la inflación medida por el IAPC ha registrado ciertas oscilaciones a lo largo del tiempo.

No obstante, la tasa media de inflación interanual medida por el IAPC calculada para el período comprendido entre diciembre de 1999 y cada uno de los meses siguientes ha fluctuado dentro de un intervalo bastante estrecho, de alrededor del 2%. Esta medida refleja que la inflación media se ha mantenido próxima al objetivo de estabilidad de precios durante el período de existencia de la Unión Monetaria.

## Gráfico 1 Evolución de la inflación y de las expectativas de inflación a largo plazo

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

Nota: La serie correspondiente a la media del IAPC se calcula como la tasa media de inflación interanual en el período comprendido entre diciembre de 1999 y cada uno de los meses siguientes. En 1999 y 2000, la EPE recogió las expectativas de inflación a cinco años vista solo en el primer trimestre. La observación más reciente corresponde a abril de 2012.

En este contexto, resulta evidente que las expectativas de inflación a largo plazo han estado mucho más en consonancia con las medias a largo plazo que con las fluctuaciones a corto plazo de la inflación observada. Desde 2001, año en el que las expectativas a largo plazo según la EPE comenzaron a estar disponibles con regularidad, la media (predicciones puntuales de inflación a cinco años vista) se ha movido dentro de un estrecho intervalo comprendido entre el 1,80% y el 2,03%.

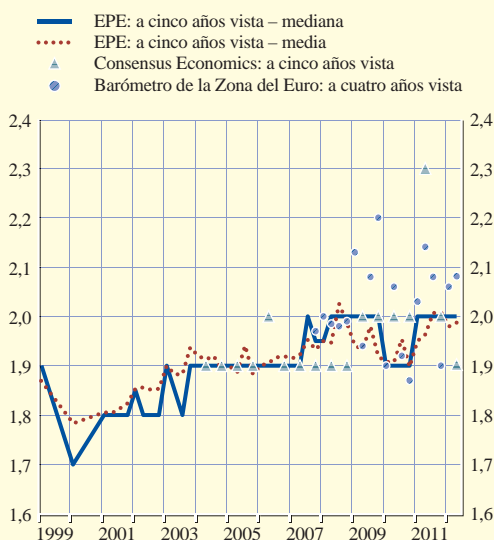
La evolución de la media de las expectativas de inflación a largo plazo según la EPE puede dividirse

- 2 Para obtener una descripción detallada de la EPE, véase C. Bowles et al., «The ECB survey of professional forecasters (SPF) – A review after eight years' experience», *Occasional Paper Series*, n.º 59, BCE, abril de 2007.
- 3 El Barómetro de la Zona del Euro y la encuesta de Consensus Economics presentan previsiones a largo plazo con una frecuencia trimestral y semestral, respectivamente. En la EPE se pregunta acerca de las expectativas a largo plazo en cada encuesta trimestral. El horizonte de referencia de las previsiones a largo plazo se amplía un año en el Barómetro de la Zona del Euro de enero, mientras que en el caso de la encuesta de Consensus Economics y de la EPE solo se amplía en el segundo semestre del año. Los horizontes de previsión más largos cubiertos por la EPE y el Barómetro de la Zona del Euro son a cinco y a cuatro años vista, respectivamente, mientras que el horizonte de la encuesta de Consensus Economics supera los cinco años, e incluye un período de entre seis y diez años vista.



**Gráfico 2** Expectativas de inflación a largo plazo obtenidas de diversas encuestas

(tasas de variación interanual)



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

Nota: En 1999 y 2000 la EPE recogía las expectativas de inflación a cinco años vista únicamente en el primer trimestre.

en tres grandes fases (véase gráfico 2). La primera fase comprende un ligero movimiento al alza en el período anterior a 2003, que coincidió con un aumento progresivo de la inflación medida por el IAPC general y de la inflación medida por el IAPC, excluidos los componentes más variables, con respecto a los bajos niveles existentes al comienzo de la Unión Monetaria. Esta fase terminó a mediados de 2003, posiblemente debido también a que el Consejo de Gobierno aclaró en ese momento que, dentro de la definición de estabilidad de precios del BCE como un aumento interanual del IAPC de la zona del euro inferior al 2% a medio plazo, su objetivo era mantener las tasas de inflación «por debajo» del 2%, pero «próximas» a este valor. Es probable que esta aclaración supusiera un mayor anclaje de las expectativas del sector privado.

La segunda fase, entre mediados de 2003 y mediados de 2007, se caracterizó por la estabilidad general de las expectativas de inflación a largo plazo, que se mantuvieron en torno al citado nivel inferior, aunque próximo, al 2%. Coincidió con un período en el que la evolución de la inflación

general y de la inflación medida por el IAPC, excluidos los alimentos y la energía, fue relativamente estable.

A partir de mediados de 2007, las expectativas de inflación volvieron a registrar movimientos ligeramente más acusados, que coincidieron con oscilaciones especialmente importantes en la inflación observada, debido a las perturbaciones globales relacionadas con los precios de las materias primas<sup>4</sup> y la evolución del crecimiento mundial, y con una mayor incertidumbre general del entorno macroeconómico, fiscal y financiero. Las expectativas medias de inflación a largo plazo según la EPE alcanzaron un máximo del 2,03% en el tercer trimestre de 2008, y se redujeron al 1,90% en 2009, antes de volver a aumentar hasta situarse alrededor del 2% a partir del segundo semestre de 2011. La mediana de las predicciones puntuales, que está menos influida por valores atípicos en las respuestas individuales de la encuesta, experimentó, en general, una variación algo inferior a la de la media, pero también fluctuó a partir de mediados de 2007.

Como muestra el gráfico 2, las medias de las predicciones puntuales de las distintas encuestas al sector privado han estado, en general, muy próximas entre sí. Sin embargo, las previsiones a largo plazo de Consensus Economics y del Barómetro de la Zona del Euro también han registrado una variabilidad mayor en los últimos años que antes de la quiebra de Lehman Brothers. A efectos de comparar las variaciones que han experimentado estas medias de una encuesta a la siguiente, conviene señalar que en el gráfico 2 se presentan los datos de la encuesta de Consensus Economics y del Barómetro de la Zona del Euro con un solo decimal, lo que, por razones de redondeo, puede indicar fluctuaciones más fuertes o más débiles en comparación con la EPE, dado el estrecho intervalo en el que se mueven las expectativas de inflación a largo plazo. Además, al comparar las medias de las distintas encuestas, hay que tener en cuenta que algunas diferencias en el grado de fluctuación de una ronda a la siguiente pueden deberse

<sup>4</sup> El precio del petróleo registró un máximo de casi 150 dólares por barril en julio de 2008, y cayó por debajo de los 40 dólares por barril en diciembre del mismo año.

al impacto de los valores atípicos o de los cambios en la composición del panel. El número relativamente elevado de encuestados en la EPE, en comparación con las otras encuestas (una media de unos 45 participantes para la pregunta sobre las expectativas de inflación a largo plazo), implica que la fiabilidad de la media según la EPE debería verse menos afectada por los citados valores atípicos o cambios en la composición del panel que en el caso de otras encuestas.

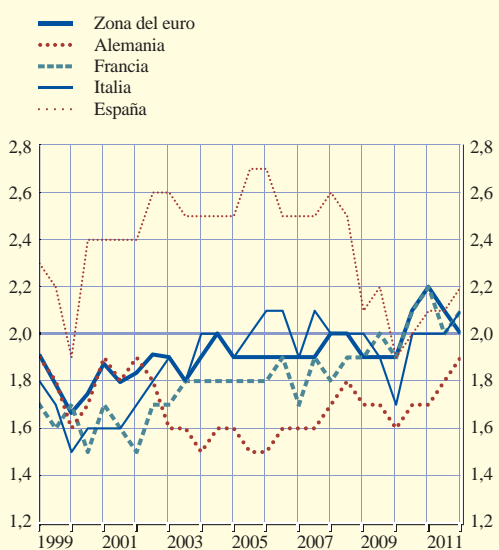
El hecho de que las expectativas de inflación a largo plazo para la zona del euro en su conjunto oscilaran dentro de un estrecho intervalo de alrededor del 2% oculta algunas diferencias entre países (véase gráfico 3). Los datos de Consensus Economics (relativos a la tasa media de inflación a entre seis y diez años vista, disponibles solo con un decimal) correspondientes a las cuatro economías principales de la zona del euro apuntan tanto a medias diferentes como a una mayor variación en la media de las expectativas a largo plazo. Por ejemplo, las expectativas en el caso de Alemania fluctuaron alrededor del 1,7% y nunca superaron el 1,9%, mientras que en el caso de Francia estuvieron, por lo general, por

encima de las de Alemania. Las expectativas de inflación a largo plazo de España se situaron en un nivel significativamente más alto en comparación con otros grandes países de la zona del euro y con la media de la zona hasta el comienzo de la crisis en 2008. Probablemente esto es atribuible al período de auge en la primera década de la Unión Monetaria, que ahora ha demostrado ser insostenible. Tras el inicio de la crisis, la media de las expectativas de inflación a largo plazo de España cayó claramente, mientras que en el caso de Alemania repuntó levemente. En general, esto significa que en los últimos años se ha producido una mayor convergencia de las expectativas de inflación a largo plazo hacia la media de la zona del euro en los países que la integran, un fenómeno que debería ser natural en una unión monetaria a largo plazo.

También han existido diferencias entre las expectativas de inflación a largo plazo de la zona del euro en su conjunto y las de otras economías avanzadas (véase gráfico 4). Estas diferencias se encuentran tanto en el nivel de dichas expectativas como en las variaciones del citado nivel a lo largo del tiempo. La media de la zona del euro

**Gráfico 3 Expectativas de inflación a largo plazo para la zona del euro y para sus principales economías**

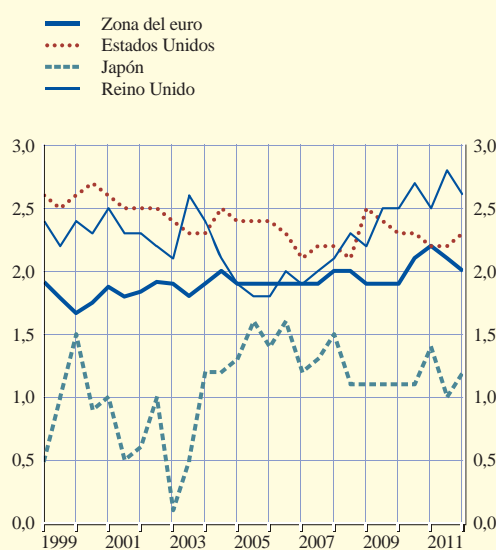
(tasas de variación interanual)



Fuente: Consensus Economics.  
Nota: La observación más reciente corresponde a abril de 2012.

**Gráfico 4 Expectativas de inflación a largo plazo para la zona del euro, Estados Unidos, Reino Unido y Japón**

(tasas de variación interanual)



Fuente: Consensus Economics.  
Nota: La observación más reciente corresponde a abril de 2012.

según la encuesta de Consensus Economics ha sido inferior, por lo general, a la de Estados Unidos y el Reino Unido, y también se ha movido dentro de un intervalo más estrecho<sup>5</sup>. Desde el comienzo de la crisis a finales de 2008, la diferencia de niveles se ha reducido frente a Estados Unidos, pero se ha ampliado frente al Reino Unido, donde las expectativas han registrado un importante movimiento al alza en los últimos años.

Las diferencias en el nivel de las expectativas y sus movimientos pueden ser atribuibles a la naturaleza de la muestra, pero también pueden ser reflejo de la claridad de las definiciones de los objetivos de política monetaria. A este respecto, en la actualidad la mayoría de los bancos centrales cuantifican sus objetivos de estabilidad de precios, lo que puede servir para anclar las expectativas de inflación a largo plazo. Aunque la Reserva Federal no facilitó una definición cuantitativa de su objetivo de estabilidad de precios en mucho tiempo, en diciembre de 2011 el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal especificó que una tasa de inflación del 2 %, medida por el índice de precios del gasto en consumo personal, estaría muy en consonancia con el mandato estatutario de la Reserva Federal a largo plazo. En diciembre de 2003, el Banco de Inglaterra definió su objetivo de inflación como una tasa del 2 %, en promedio, a lo largo del tiempo, medida por el Índice de Precios de Consumo<sup>6</sup>. En febrero de 2012, el Banco de Japón también introdujo un objetivo de estabilidad de precios a medio y largo plazo dentro de su marco de política monetaria, definido como un rango positivo del 2 % o inferior en términos de la tasa de variación interanual del índice de precios de consumo, habiéndose fijado el objetivo específico en el 1 % por ahora para superar la deflación y lograr un crecimiento sostenible con precios estables. Es reseñable que las expectativas de inflación en la zona del euro parecen estar relativamente próximas al objetivo de estabilidad de precios si se comparan a escala internacional. Esta conclusión también se extrae de la encuesta sobre expectativas de inflación de J.P. Morgan<sup>7</sup>, que muestra que, desde 2009, el porcentaje medio de encuestados que esperan una inflación a medio plazo cercana al objetivo de la política monetaria

ha sido superior al 50 % en el caso de la zona del euro, frente a un 30 %, aproximadamente, en el Reino Unido y en Estados Unidos.

En conjunto, los movimientos limitados observados en la media del nivel de las expectativas de inflación a largo plazo de la zona del euro, en comparación tanto con la evolución de la inflación observada como con otras economías, indican que estas expectativas han estado relativamente bien ancladas en el período transcurrido desde 1999. Sin embargo, la mayor volatilidad de dichas expectativas observada en los últimos años apunta a la necesidad de realizar un estrecho seguimiento de las mismas en el futuro.

## 2.2 INCERTIDUMBRE EN TORNO AL NIVEL DE LAS EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN

El anclaje relativamente firme de la media de las expectativas de inflación a largo plazo según la EPE puede ocultar la incertidumbre existente en torno al nivel agregado en un momento determinado. La EPE ofrece dos formas básicas de evaluar dicha incertidumbre.

En primer lugar, la incertidumbre puede reflejarse en la discrepancia entre los encuestados en relación con el nivel de la inflación a largo plazo. Medida por la desviación típica de las predicciones puntuales individuales, esta discrepancia en la EPE se ha situado principalmente en un rango de entre 0,1 y 0,3 puntos porcentuales (véase gráfico 5). Solo en el segundo trimestre de 2009 se produjo un aumento excepcional de la discrepancia, que fue consecuencia, no obstante, de algunas respuestas extremas

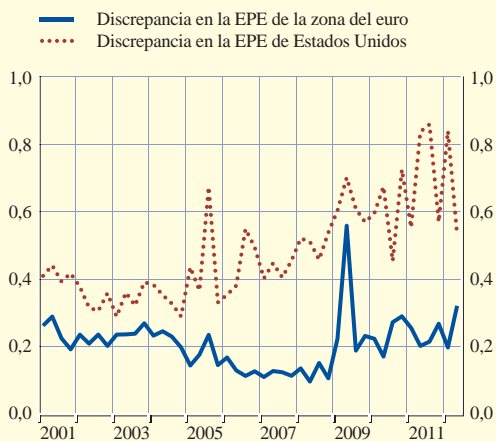
5 Pueden extraerse las mismas conclusiones al comparar las expectativas de inflación a largo plazo para la zona del euro con las de Estados Unidos y el Reino Unido, según las respectivas encuestas a expertos en previsión económica llevadas a cabo por el Banco de la Reserva Federal de Filadelfia y el Banco de Inglaterra.

6 Esta tasa era equivalente al antiguo objetivo del 2,5 % definido en términos del índice de precios al por menor, excluidos intereses de hipotecas (RPIX), un objetivo simétrico introducido en 1997.

7 La encuesta sobre expectativas de inflación de J.P. Morgan, que se inició en julio de 2009 y va dirigida a los participantes en los mercados financieros, se lleva a cabo tres veces al año y abarca las expectativas para la zona del euro, Estados Unidos, el Reino Unido, Japón y Australia. Entre otras cuestiones, en ella se pregunta acerca de las expectativas de inflación a medio plazo (de dos a cinco años vista) en relación con el objetivo del banco central respectivo.

### Gráfico 5 Discrepancia sobre las expectativas de inflación a largo plazo en la zona del euro y en Estados Unidos

(desviación típica de las previsiones puntuales)



Fuentes: Banco Central Europeo y Banco de la Reserva Federal de Filadelfia.

Nota: La observación más reciente corresponde al segundo trimestre de 2012, tanto para la EPE del BCE como para la EPE de Estados Unidos.

dadas por un reducido número de encuestados, coincidiendo con la recesión económica en la zona del euro y con un aumento de los riesgos a la baja para la estabilidad de precios. El grado de discrepancia volvió a caer en el período siguiente, aunque se mantuvo algo más elevado que en los años inmediatamente anteriores a la crisis. En cambio, la encuesta a expertos en previsión económica llevada a cabo por el Banco de la Reserva Federal de Filadelfia muestra que, en Estados Unidos, la discrepancia en torno al nivel de la inflación a largo plazo no solo era superior a la de la zona del euro, sino que ha ido creciendo en los últimos años<sup>8</sup>.

En segundo lugar, la incertidumbre puede verse reflejada en la distribución de probabilidad que ofrecen los encuestados de la EPE junto con las predicciones puntuales. Estas probabilidades se expresan en porcentaje e indican la probabilidad de que la inflación a largo plazo futura se sitúe dentro de unos intervalos específicos. Cuanto más plana sea la distribución, más probable consideran los encuestados que la inflación a largo plazo que se registre efectivamente no coincida con su previsión central. A partir de estas distribuciones de probabilidad individuales puede obtenerse una distribu-

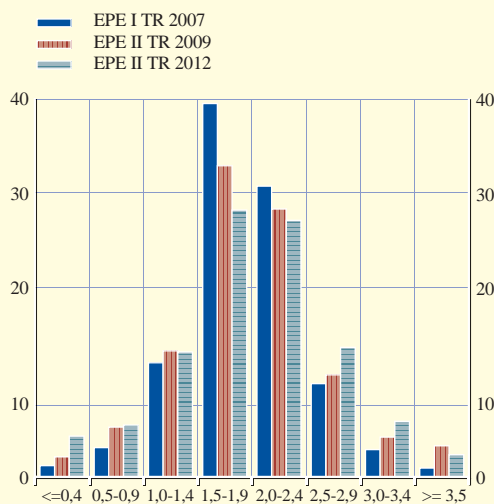
ción de probabilidad «agregada», calculando el promedio de la probabilidad asignada por los encuestados a cada intervalo específico. Esta distribución de probabilidad agregada suele tener una forma estable, asignándose la masa de probabilidad más alta a los intervalos comprendidos entre el 1,5% y el 1,9% y entre el 2% y el 2,4% (véase gráfico 6). Si se analizan los resultados de la encuesta correspondiente al primer trimestre de 2007 en comparación con el segundo trimestre de 2009, se pone de manifiesto que la distribución de probabilidad se aplanó ligeramente tras el comienzo de la crisis. Este aplanamiento puede haber sido incluso algo más marcado en las encuestas más recientes.

Si se condensan estas probabilidades agregadas en intervalos más amplios, resulta que la probabilidad asignada a que la inflación a largo plazo se sitúe en un rango comprendido entre el 1,5% y el 2,4% se encuentra actualmente algo por debajo del 60% y,

8 Los datos de Estados Unidos corresponden a las expectativas relativas a la tasa media de inflación medida por el índice de precios de consumo en los diez próximos años. El mayor grado y la diferente tendencia de la discrepancia en los últimos años en Estados Unidos con respecto a la zona del euro también se manifiestan cuando se ajustan por los distintos niveles de las expectativas de inflación a largo plazo en las dos economías.

### Gráfico 6 Distribución de probabilidad agregada de las expectativas de inflación a largo plazo en determinadas rondas de la EPE

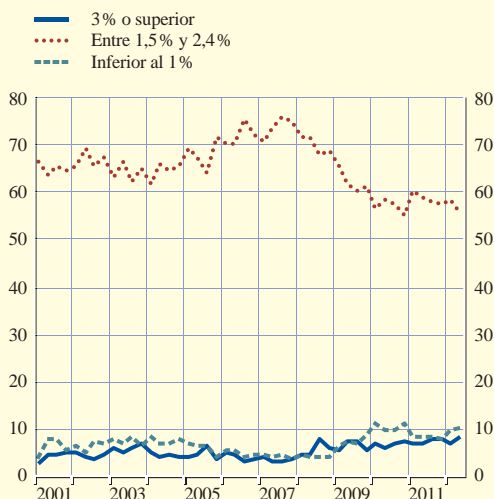
(probabilidad en porcentaje)



Fuente: BCE.

**Gráfico 7 Probabilidad de que las tasas de inflación se sitúen en determinados intervalos a largo plazo**

(probabilidad en porcentaje)



Fuente: BCE.

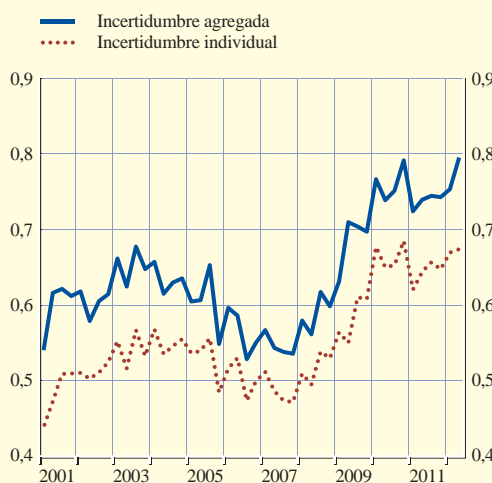
Nota: La observación más reciente corresponde al segundo trimestre de 2012.

por tanto, ha disminuido claramente desde el inicio de la crisis financiera (véase gráfico 7). Al mismo tiempo, las probabilidades asignadas a que las tasas de inflación a largo plazo se sitúen por debajo del 1% o en el 3% o un nivel superior aumentaron hasta alcanzar casi el 10% en los últimos años para estos dos intervalos extremos, lo cual confirma de nuevo que la distribución se ha aplanado ligeramente a raíz de la crisis, asignándose las probabilidades más altas a los intervalos extremos.

El panorama de distribuciones más planas y, por tanto, de una mayor incertidumbre en torno a las predicciones puntuales se confirma analizando las desviaciones típicas de las distribuciones de probabilidad. A este respecto, la incertidumbre agregada se calcula como la desviación típica de la distribución de probabilidad agregada (véase gráfico 8), mientras que la incertidumbre individual se define como la desviación típica media de las distribuciones de probabilidad individuales. Ambos indicadores comenzaron a aumentar ligeramente en 2008 y siguieron incrementándose hasta finales de 2010. Desde entonces, la incertidumbre acerca de las perspectivas de inflación a largo plazo se ha mantenido en niveles relativamente altos.

**Gráfico 8 Incertidumbre en torno a las expectativas de inflación a largo plazo según la EPE**

(puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

Nota: La incertidumbre agregada se calcula como la desviación típica de la distribución de probabilidad agregada, mientras que la incertidumbre individual se define como la desviación típica media de las distribuciones de probabilidad individuales. La observación más reciente corresponde al segundo trimestre de 2012.

Por tanto, en conjunto, los resultados de la EPE sugieren que existe incertidumbre en torno al nivel medio de las expectativas de inflación y que dicha incertidumbre ha aumentado ligeramente en los últimos años, lo que respalda la conclusión de que es necesario realizar un estrecho seguimiento de dichas expectativas.

### 3 INDICADORES DE MERCADO DE LAS EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A LARGO PLAZO

Los indicadores de mercado de las expectativas de inflación a largo plazo se extraen de los instrumentos ligados a la inflación, principalmente de los bonos indicados a la inflación, pero también de derivados, como los *swaps* de inflación. Estos indicadores están disponibles en tiempo real y con alta frecuencia y, por tanto, en principio, son más adecuados que los indicadores de las encuestas de opinión para valorar en tiempo real las nuevas variaciones de las expectativas de inflación. Sin embargo, también están sujetos a una volatilidad y unas distorsiones mayores debido a las primas de riesgo.

### 3.1 EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN OBTENIDAS DE LOS MERCADOS FINANCIEROS

La información diaria sobre las expectativas de inflación se obtiene del valor de mercado de los instrumentos financieros ligados al IAPC de la zona del euro, excluido el tabaco. El BCE utiliza los bonos indicados a la inflación emitidos por Alemania y Francia y *swaps* de inflación. Las tasas de inflación implícitas se calculan como el diferencial de rendimientos entre los bonos nominales y los bonos indicados a la inflación al mismo plazo comparables<sup>9</sup>. El nivel de dichas tasas contiene información sobre la inflación esperada durante el plazo del bono. Sin embargo, las tasas de inflación implícitas también incluyen primas de riesgo que reflejan la incertidumbre acerca de la inflación futura, así como las variaciones en las condiciones de negociación.

Las tasas de inflación implícitas *spot* son mucho más volátiles que las tasas implícitas *forward* a largo plazo, ya que reflejan también perturbaciones a corto plazo en la inflación (véase gráfico 9).

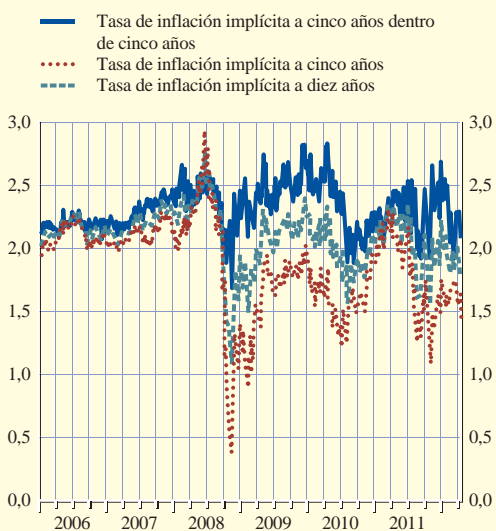
Por ejemplo, la tasa de inflación implícita a cinco años mide la inflación media esperada para los próximos cinco años y, por tanto, recoge las expectativas de desviaciones temporales de la inflación con respecto al objetivo del BCE debidas, por ejemplo, a perturbaciones en los precios del petróleo.

Para realizar un seguimiento de las expectativas de inflación a largo plazo, uno de los indicadores más adecuados es la tasa de inflación implícita a cinco años dentro de cinco años, que mide la inflación esperada durante un período de cinco años que empieza dentro de cinco años y, por tanto, no se ve tan afectada por las perturbaciones a corto plazo como las tasas de inflación implícitas *spot*. Así pues, dicha tasa se ha mantenido mucho más estable en el

9 En 2011 el BCE modificó el método de estimación de las tasas de inflación implícitas de la zona del euro con el fin de reducir las distorsiones derivadas de la ampliación de los diferenciales de rendimiento entre la deuda pública alemana y la francesa. Para más información, véase el recuadro titulado «Estimación del rendimiento real y de las tasas de inflación implícitas tras la reciente intensificación de la crisis de la deuda soberana», *Boletín Mensual*, BCE, diciembre de 2011.

Gráfico 9 Tasas de inflación implícitas de la zona del euro

(puntos porcentuales)



Fuentes: Reuters y cálculos de BCE.  
Nota: Las tasas están desestacionalizadas. La observación más reciente corresponde al 9 de mayo de 2012.

Gráfico 10 Expectativas de inflación *forward* a largo plazo de la zona del euro

(puntos porcentuales)



Fuentes: Reuters y cálculos de BCE.  
Nota: Las tasas se refieren a las tasas de inflación a cinco años dentro de cinco años. Los tipos de los bonos están desestacionalizados. La observación más reciente corresponde al 9 de mayo de 2012.

período posterior a la quiebra de Lehman Brothers, por ejemplo, que las tasas implícitas a cinco y a diez años. Lo mismo ocurre con los tipos *swap* de inflación a cinco años dentro de cinco años (véase gráfico 10).

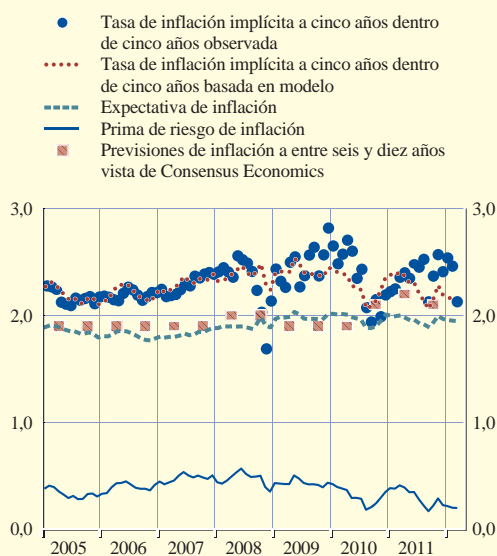
Otro mensaje importante que se deriva del gráfico 10 es que, antes del estallido de la crisis financiera, estos indicadores *forward* de las expectativas de inflación a largo plazo se mantuvieron relativamente estables, en un nivel algo superior al 2%. Sin embargo, al igual que los indicadores procedentes de las encuestas de opinión, los indicadores de mercado han sido más volátiles desde entonces.

En este contexto, al evaluar el nivel y la volatilidad de los indicadores de mercado de las expectativas de inflación, es preciso tener en cuenta las primas de riesgo que incorporan. Aunque estas primas de riesgo no son observables, pueden obtenerse mediante modelos que descomponen los precios de mercado en expectativas «puras» de inflación y primas de riesgo de inflación. El modelo utilizado en el gráfico 11 es un modelo de estructura temporal de rendimientos nominales y reales, que incluye información sobre la inflación registrada y las expectativas de inflación basadas en encuestas<sup>10</sup>. Si se comparan las tasas de inflación implícitas observadas con las tasas de inflación implícitas basadas en el modelo, se observa que los residuos aumentaron durante la crisis, como consecuencia de la mayor volatilidad registrada en los períodos de tensiones en los mercados. Al margen de estos efectos, una descomposición basada en el modelo sugiere que las expectativas «puras» de inflación se han mantenido relativamente estables, en un nivel próximo al 2% (véase gráfico 11).

10 Para una descripción del modelo, véase J. A. García y T. Werner, «Inflation risks and inflation risk premia», *Working Paper Series*, n.º 1162, BCE, marzo de 2010. El Banco de Inglaterra y la Reserva Federal utilizan modelos similares. Para una descripción de estos modelos, véanse M. Joyce, A. Lasaoa, I. Stevens y M. Tong, «Extracting inflation expectations and inflation risk premia from the term structure. A joint model of the UK nominal and real curves», *Working Paper*, n.º 360, Bank of England, 2010; y D. H. Kim y J. H. Wright, «An Arbitrage-Free Three Factor Term Structure Model and the Recent Behavior of Long-Term Yields and Distant-Horizon Forward Rates», *FEDS Working Papers*, The Federal Reserve Board, 2005.

**Gráfico 11 Contribuciones basadas en un modelo de las expectativas de inflación, las primas de riesgo y el ruido de las observaciones a la tasa de inflación implícita a cinco años dentro de cinco años**

(puntos porcentuales)

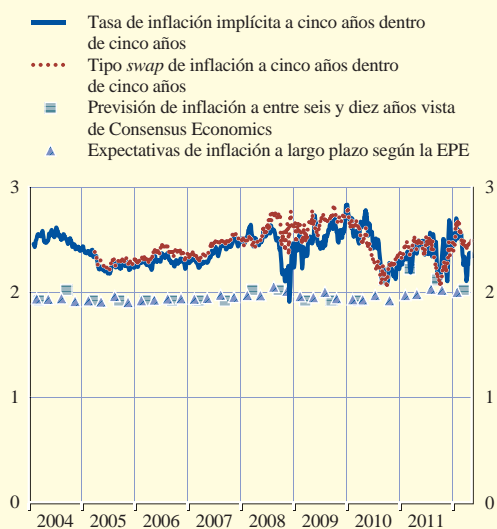


Fuentes: Bloomberg y cálculos de BCE.

Nota: El modelo se basa en el descrito en J. A. García y T. Werner, «Inflation risks and inflation risk premia», *Working Paper Series*, n.º 1162, BCE, marzo de 2010. La observación más reciente corresponde a marzo de 2012.

**Gráfico 12 Indicadores de opinión y de mercado de las expectativas de inflación en la zona del euro**

(puntos porcentuales)



Fuentes: Reuters, BCE y Consensus Economics.

Nota: Las tasas están desestacionalizadas. La observación más reciente corresponde al 9 de mayo de 2012.

Por tanto, mientras que las primas de riesgo de inflación suelen hacer que los indicadores de mercado de las expectativas de inflación a largo plazo sean más elevados que los indicadores de opinión, el análisis basado en modelos muestra que, ajustados por estas primas, ambos indicadores se aproximan más entre sí (véase gráfico 12).

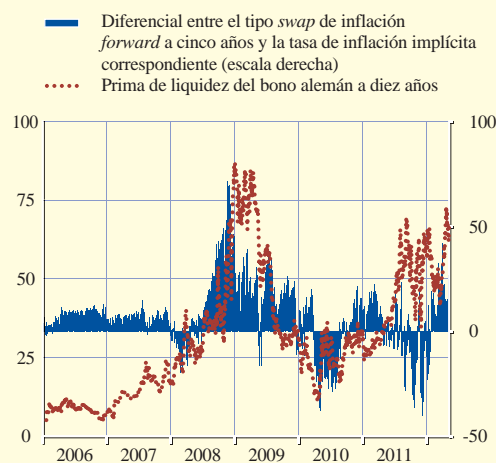
### 3.2 VOLATILIDAD DE LAS EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN BASADAS EN LOS MERCADOS EN UN ENTORNO DE TURBUENCIAS

En el período transcurrido antes de la quiebra de Lehman Brothers, las diferencias entre los indicadores implícitos en los mercados de bonos y de *swaps* eran relativamente pequeñas, ya que las operaciones de arbitraje, en condiciones normales de mercado, ligan los mercados de *swaps* y de bonos. Sin embargo, los mercados de *swaps* de inflación y de bonos indicados a la inflación son algo distintos; en ellos suelen participar agentes diferentes y, por tanto, pueden evolucionar de manera dispar, especialmente en épocas de tensiones en los mercados cuando los canales de arbitraje no funcionan con eficacia, como ha ocurrido en los períodos posteriores a 2008. En consecuencia, es necesario realizar un seguimiento conjunto de las expectativas de inflación procedentes de ambos mercados.

Las diferencias en el nivel de las expectativas de inflación procedentes de los mercados de bonos indicados a la inflación y de *swaps* de inflación suelen generarse en períodos de desplazamientos significativos de fondos hacia activos refugio o hacia activos líquidos en forma de deuda pública, que suelen beneficiar, principalmente, a los mercados de bonos nominales, distorsionando las tasas de inflación implícitas. El gráfico 13 muestra que la discrepancia entre la tasa de inflación implícita a cinco años dentro de cinco años y el tipo *swap* de inflación correspondiente está correlacionada con un indicador de las primas de liquidez del mercado de bonos nominales alemanes, calculadas como el diferencial entre los bonos

**Gráfico 13 Prima de liquidez y discrepancia entre la tasa de inflación implícita y el tipo *swap***

(puntos básicos; 2 de enero de 2006 a 9 de mayo de 2012)



Fuentes: Reuters y cálculos de BCE.

Nota: Las tasas con las que se ha calculado la diferencia son las tasas de inflación a cinco años dentro de cinco años. Los tipos de los bonos están desestacionalizados. La prima de liquidez se mide por el diferencial entre los rendimientos de los bonos emitidos por el instituto público de financiación alemán Kreditanstalt für Wiederaufbau y los bonos soberanos alemanes. La metodología se basa en J. Ejsing, M. Grother y O. Grothe, «Liquidity and credit risk premia in government bond yields», *Working Paper Series*, n.º 1440, BCE, junio de 2012. La observación más reciente corresponde al 9 de mayo de 2012.

emitidos por institutos públicos de financiación y los bonos nominales alemanes<sup>11</sup>.

En conjunto, la volatilidad de los indicadores de mercado de las expectativas de inflación depende, por tanto, de las condiciones generales de los mercados financieros en sentido más amplio. Las tensiones en los mercados ligados a la inflación están altamente correlacionadas con los indicadores de liquidez, volatilidad del mercado y riesgo. Además, parece que la capacidad de respuesta a corto plazo de los indicadores de mercado de las expectativas de inflación ante sorpresas económicas ha aumentado durante la crisis (véase recuadro 1).

11 Para obtener información sobre estos efectos en los mercados de renta fija de la zona del euro durante la crisis, véase el recuadro titulado «Nueva evidencia sobre las primas de crédito y de liquidez de algunos rendimientos de la deuda soberana de la zona del euro», Boletín Mensual, BCE, septiembre de 2009.



## Recuadro I

**RESPUESTA DE LOS INDICADORES DE MERCADO DE LAS EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN ANTE LA PUBLICACIÓN DE DATOS MACROECONÓMICOS – ESTUDIO DE EVENTOS**

Las expectativas de inflación basadas en los mercados se obtienen de instrumentos financieros ligados a la inflación cuya frecuencia de negociación es alta. Por tanto, estos indicadores reflejan con rapidez cualquier información nueva disponible en los mercados. En este recuadro se analiza la reacción a corto plazo de los indicadores de mercado de las expectativas de inflación de la zona del euro ante sorpresas en los datos macroeconómicos publicados.

Este análisis se centra en la publicación de diez importantes datos económicos relativos a los precios y a la actividad real en la zona del euro y en Estados Unidos. La sorpresa se define como la diferencia entre el dato publicado y la mediana de las expectativas de los analistas antes de la publicación según Bloomberg. Se estima la regresión de las variaciones diarias de las tasas de inflación implícitas de los bonos indicados *spot* y *forward* y de los tipos *swap* de inflación sobre las sorpresas en los datos económicos publicados<sup>1</sup>. Los cuadros A y B muestran los resultados de la regresión. Dado que los mercados eficientes deberían reaccionar con rapidez, el análisis se centra en las variaciones diarias de los indicadores de mercado de las expectativas de inflación el día de la publicación. Para explicar los cambios observados en el funcionamiento de los mercados de instrumentos ligados a la inflación durante la crisis financiera, el análisis abarca dos períodos de duración similar: el período anterior a la crisis, entre 2004 y 2007, y el período posterior a 2008.

Los resultados sugieren que los mercados de instrumentos financieros ligados a la inflación solo mostraron una reacción significativa frente a un número muy escaso de publicaciones de datos macroeconómicos en el período anterior a la crisis<sup>2</sup>. Las expectativas de inflación *spot* reaccionan con

1 Se emplea un modelo GARCH (1,1) para tener en cuenta la heterocedasticidad.

2 Las magnitudes de los coeficientes se interpretan como los cambios en puntos básicos ante una sorpresa de una unidad en el nivel del indicador económico, a menos que se indique lo contrario. Los coeficientes de regresión han sido redondeados.

**Cuadro A Respuesta de los indicadores de mercado de las expectativas de inflación durante el período 2004-2007**

(coeficientes de regresión; estimaciones en puntos básicos; 1 de febrero de 2004 a 31 de diciembre de 2007)

Dato publicado	Tasa de inflación implícita a cinco años	Tasa de inflación implícita a diez años	Tasa de inflación implícita a cinco años dentro de cinco años	Swap a cinco años	Swap a diez años	Swap a cinco años dentro de cinco años
Índice PMI del sector servicios de la zona del euro	-1	0	1	0	0	-1
Avance del IAPC de la zona del euro	6 ***	3 ***	3	8 ***	4 ***	1
PIB a precios constantes de la zona del euro	0	2	2	10 ***	7	4
Índice PMI del sector manufacturero de la zona del euro	0	0	1	-1	0	0
Precios de importación de Alemania	1	1	1	0	1	1
Índice IFO de clima empresarial en Alemania	0	0	0	0	0	0
Índice PMI de Estados Unidos	0 ***	0	0	0	0 **	0*
Índice de precios industriales de Estados Unidos	0	0*	1	1 **	1	1
Solicitudes iniciales de prestaciones por desempleo en Estados Unidos (cientos de miles)	1	-1	-1	-1	-1	0
Datos de empleo del sector no agrícola en Estados Unidos (variación neta) (cientos de miles)	0	0	0	0	0	0

Fuentes: Bloomberg, Xetra y cálculos del BCE.

Nota: \*, \*\* y \*\*\* denotan una significancia estadística en un nivel del 10 %, del 5 % y del 1 % utilizando estadísticos t de dos colas.

mayor fuerza que los indicadores *forward*, lo que resulta positivo, ya que las expectativas de inflación *spot* deberían reflejar la evolución a corto plazo y, por tanto, responder también ante perturbaciones económicas transitorias. En cambio, si la política monetaria es creíble, es menos esperable que las expectativas de inflación *forward* a largo plazo reaccionen ante variaciones de carácter temporal en el ciclo económico.

El cuadro B muestra que en el período de crisis hay más variables que son importantes para explicar las fluctuaciones diarias de los indicadores de las expectativas de inflación, particularmente en el caso de los indicadores procedentes del mercado de *swaps*. Los resultados de los dos períodos sugieren que los indicadores *spot* a largo plazo de las expectativas de inflación, en especial, reaccionaron con mayor fuerza en la última submuestra. El hecho de que, en general, los datos publicados hayan tenido un efecto más acusado en los indicadores de mercado de las expectativas de inflación desde el estallido de la crisis financiera refleja, muy probablemente, la mayor valoración de las primas de riesgo de inflación entre los participantes en los mercados. Sin embargo, la conclusión es que las tasas *forward* se ven mucho menos afectadas por la publicación de datos económicos que las tasas *spot*, lo que transmite una señal tranquilizadora sobre la credibilidad de la política monetaria.

Este análisis es un estudio de eventos; los resultados valoran el impacto de noticias económicas sobre los indicadores de las expectativas de inflación el día de su publicación y, por ejemplo, no muestran si los efectos se debieron a cambios en las expectativas de inflación o a factores que afectan al funcionamiento de los mercados de instrumentos ligados a la inflación, como un aumento de las primas de riesgo de liquidez. De igual modo, las regresiones no revelan directamente si las reacciones son de carácter transitorio o su efecto es más persistente. Por tanto, los resultados de este análisis empírico deberían evaluarse con cautela.

#### Cuadro B Respuesta de los indicadores de mercado de las expectativas de inflación a partir de 2008

(coeficientes de regresión; estimaciones en puntos básicos; 1 de febrero de 2008 a 31 de diciembre de 2012)

Dato publicado	Tasa de inflación implícita a cinco años	Tasa de inflación implícita a diez años	Tasa de inflación implícita a cinco años dentro de cinco años	Swap a cinco años	Swap a diez años	Swap a cinco años dentro de cinco años
Índice PMI del sector servicios de la zona del euro	2	2	1	0	0	0
Avance del IAPC de la zona del euro	10*	5	-1	9***	6***	2
PIB a precios constantes de la zona del euro	-3	0	9	6	6	6
Índice PMI del sector manufacturero de la zona del euro	E1	1	-2	4***	3***	3***
Precios de importación de Alemania	1	2**	4***	0	1	2***
Índice IFO de clima empresarial en Alemania	0	0	-1	0	0	0
Índice PMI de Estados Unidos	0	0	0	0	0***	0
Índice de precios industriales de Estados Unidos	1	1	1	1	1*	1
Solicitudes iniciales de prestaciones por desempleo en Estados Unidos (cientos de miles)	-4	-2	0	-3	-2	-2
Datos de empleo del sector no agrícola en Estados Unidos (variación neta) (cientos de miles)	1	0	-1	1***	1***	1

Fuentes: Bloomberg, Xetra y cálculos del BCE.

Nota: \*, \*\* y \*\*\* denotan una significancia estadística en un nivel del 10%, del 5% y del 1% utilizando estadísticos t de dos colas.

#### 4 CONCLUSIONES

La evidencia que se deriva de los indicadores de las expectativas de inflación a largo plazo para la zona del euro procedentes de encuestas de opinión y de los mercados sugiere que estas expectativas han permanecido relativamente bien ancladas. Y esto ha sido así en períodos en los que la evolución de la inflación observada se ha visto significativamente afectada por el comportamiento de los precios de las materias primas, pero también durante las crisis financiera y de la deuda soberana de los últimos años. Al mismo tiempo, mientras que el nivel de las expectativas de inflación a largo plazo ha seguido oscilando dentro de un intervalo relativamente estrecho, de alrededor del 2 %, la incertidumbre acerca de este nivel ha sido algo mayor desde el comienzo de la crisis en 2008. Esta situación es consecuencia, probablemente, de las considerables perturbaciones financieras, fiscales y macroeconómicas relacionadas con la crisis y de los

fuertes procesos de ajuste económico para hacer frente a dichas perturbaciones.

En este entorno, es de primordial importancia mantener las expectativas de inflación a largo plazo firmemente ancladas. En el recuadro 2 se vuelve a ilustrar este extremo utilizando un modelo estructural. En la zona del euro, el firme anclaje de las expectativas de inflación no solo ha servido para mantener la estabilidad de precios, sino también para contener las secuelas de la crisis financiera y de la consiguiente ralentización de la actividad económica. La notable estabilidad de las expectativas de inflación a largo plazo muestra el compromiso creíble del BCE de mantener la estabilidad de precios y su sólida trayectoria a este respecto desde la introducción de la política monetaria única en 1999. Al mismo tiempo, la elevada incertidumbre de los últimos años señala la necesidad de continuar realizando un estrecho seguimiento de estas expectativas en el futuro.

#### Recuadro 2

##### CONSECUENCIAS DEL DESANCLAJE DE LAS EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A LARGO PLAZO EN UN MODELO ESTRUCTURAL

El desanclaje de las expectativas de inflación a largo plazo minaría la capacidad del banco central para mantener la estabilidad de precios y generaría una inestabilidad económica más generalizada. En este recuadro se utiliza el modelo NAWM del BCE (nuevo modelo general para el conjunto de la zona del euro)<sup>1</sup> para ilustrar las consecuencias económicas de un desplazamiento al alza de las expectativas de inflación a largo plazo. Este desplazamiento se recoge mediante una perturbación en la percepción del sector privado relativa al objetivo de estabilidad de precios del banco central, mientras que el objetivo de estabilidad de precios real se mantiene sin cambios.

Los paneles del gráfico reflejan los efectos sobre el objetivo de estabilidad de precios percibido, la inflación medida por los precios de consumo, el crecimiento del PIB real y el tipo de interés nominal a corto plazo de una perturbación extraordinaria de 25 puntos porcentuales en la percepción que tienen los agentes del objetivo<sup>2</sup>. Se presupone que todas las variables son iguales a sus valores a largo plazo con anterioridad a la perturbación, representados mediante las líneas cero en el gráfico.

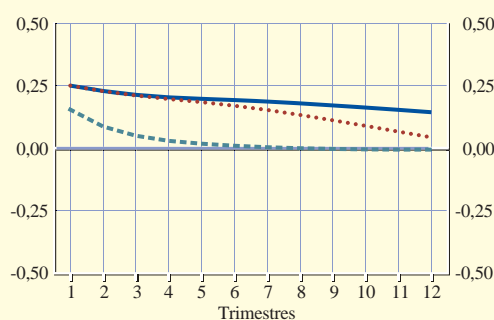
1 Véase K. Christoffel, G. Coenen y A. Warne, «The New Area-Wide Model of the euro area: A micro-founded open-economy model for forecasting and policy analysis», *Working Paper Series*, n.º 944, BCE, octubre de 2008.

2 Para más información sobre la modelización de las expectativas de inflación utilizando el modelo adoptado en este recuadro, véase R. S. Gürkaynak, A. T. Levin, A. N. Marder y E. T. Swanson, «Inflation targeting and the anchoring of inflation expectations in the Western Hemisphere», *Economic Review*, pp. 25-47, Federal Reserve Bank of San Francisco, 2007.

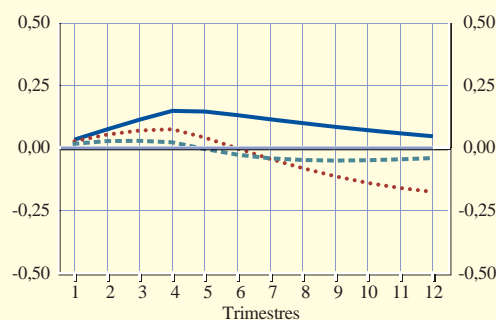
## Impacto de un desplazamiento al alza de las expectativas de inflación a largo plazo y el papel de la política monetaria

- Desplazamiento al alza de las expectativas de inflación
- ... con medidas compensadoras y expectativas formadas sin prestar atención
- ... con medidas compensadoras y expectativas formadas prestando atención

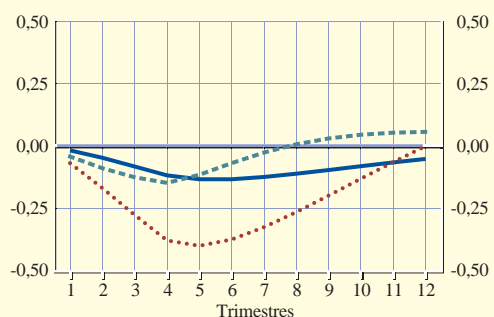
**(a) Objetivo de estabilidad de precios percibido**  
(tasas anualizadas, desviaciones con respecto al valor de referencia, puntos porcentuales)



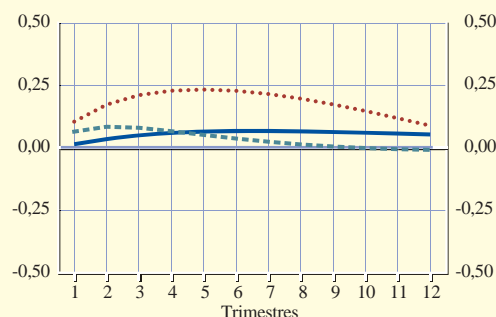
**(b) Inflación medida por los precios de consumo**  
(tasas interanuales, desviaciones con respecto al valor de referencia, puntos porcentuales)



**(c) Crecimiento del PIB real**  
(tasas interanuales, desviaciones con respecto al valor de referencia, puntos porcentuales)



**(d) Tipo de interés nominal a corto plazo**  
(tasas anualizadas, desviaciones con respecto al valor de referencia, puntos porcentuales)



Fuente: Simulaciones basadas en el modelo NAWM.

La ilustración basada en el modelo cubre tres reacciones diferentes de la política monetaria: (A) el banco central sigue las indicaciones de la función de reacción de los tipos de interés incorporada en el modelo<sup>3</sup>; (B) el banco central reacciona también ante desanclaje de las expectativas de inflación respondiendo a las desviaciones del objetivo de estabilidad de precios percibido con respecto al objetivo real, y (C) el banco central, además de (B), intenta influir directamente en la formación de las expectativas del sector privado comunicando de forma efectiva sus intenciones.

Analizando primero el caso (A), el objetivo de estabilidad de precios percibido aumenta inmediatamente 25 puntos básicos (línea continua azul) en respuesta a la perturbación. Este incremento del objetivo percibido induce a las empresas con visión de futuro a ajustar sus precios al alza, mientras que los hogares exigen salarios más elevados. Dadas la reducción implícita de la renta real de los hogares y el aumento de los costes laborales, la demanda agregada y el empleo caen. Como consecuencia de estas reacciones del sector privado, la inflación interanual medida por los precios de consumo sube progresivamente, con un efecto máximo de aproximadamente 15 puntos básicos después de un período

3 La función de reacción del banco central en el modelo NAWM es estándar e incluye la inflación medida por los precios de consumo, el objetivo de estabilidad de precios real y el crecimiento del PIB real. Para más información, véase K. Christoffel, G. Coenen y A. Warne, op cit.

de alrededor de un año. El crecimiento interanual del PIB real disminuye en la misma proporción, registrando un progresivamente mínimo tras cuatro o cinco trimestres. Según la función de reacción del modelo, el banco central eleva el tipo de interés moderadamente en respuesta a esta evolución de la inflación y del producto. Si no se producen nuevas perturbaciones, el objetivo de estabilidad de precios percibido regresa lentamente al valor de referencia, pues los agentes del sector privado van corrigiendo gradualmente su error de percepción a medida que observan que la inflación medida por los precios de consumo se mantiene por debajo del objetivo percibido.

El hecho de que el regreso al valor de referencia sea muy lento puede llevar al banco central a reaccionar directamente ante el error de percepción del sector privado. Una respuesta compensadora, como se supone en el caso (B), genera un mayor incremento de los tipos de interés (línea discontinua roja) y, por consiguiente, el PIB real experimenta una caída más acusada, mientras que la inflación medida por los precios de consumo es menor que en el caso en el que no se adoptan medidas compensadoras. Si no se produce un impacto directo en las expectativas de inflación del sector privado, es decir, si las expectativas se forman sin prestar atención, el objetivo de estabilidad de precios percibido se ajusta muy lentamente y se mantiene cercano a los valores del caso (A) hasta pasados unos cinco trimestres después de la perturbación. Para entonces, la inflación medida por los precios de consumo ha caído lo suficiente como para que las medidas compensadoras tengan un efecto de reversión claro sobre el objetivo de estabilidad de precios percibido.

En la medida en que los agentes del sector privado del caso (B) no consideren la posibilidad de que su percepción del objetivo de estabilidad de precios difiera del objetivo real, un efecto importante derivado de la reacción del banco central ante este error de percepción es que las medidas de política monetaria son más contundentes que en el caso (A) y, por ende, que el tipo de interés efectivo es considerablemente más elevado de lo que habían previsto los agentes del sector privado. Como ocurre en el caso (B), esta disparidad entre la política real y la esperada puede tener efectos notables en la economía. Sin embargo, si el banco central puede comunicar sus intenciones de forma clara y eficaz, es posible que el error de percepción del sector privado se corrija con mayor rapidez. En este caso (C) se trata de una respuesta compensadora con expectativas que se forman prestando atención (línea punteada verde), en la que los agentes privados reconocen la disparidad entre la política real y la esperada en una fase temprana y corrigen su error de percepción en consecuencia.

El gráfico muestra que el impacto directo de la perturbación subyacente sobre el objetivo de estabilidad de precios percibido es considerablemente menor en el caso (C), ya que dicho objetivo vuelve a coincidir con el objetivo real después de un año aproximadamente. Por tanto, las consecuencias sobre la inflación medida por los precios de consumo, el crecimiento del PIB real y el tipo de interés efectivo son mucho más moderadas. Así pues, combinando con eficacia dichos y hechos, la política monetaria del banco central puede lograr evitar los riesgos de un desplazamiento al alza de las expectativas de inflación.

# ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO



# ÍNDICE<sup>1</sup>

	<b>PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO</b>	
	Resumen de indicadores económicos de la zona del euro	S5
<b>I</b>	<b>ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA</b>	
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
<b>2</b>	<b>DINERO, SISTEMA BANCARIO Y OTRAS INSTITUCIONES FINANCIERAS</b>	
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
<b>3</b>	<b>CUENTAS DE LA ZONA DEL EURO</b>	
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
<b>4</b>	<b>MERCADOS FINANCIEROS</b>	
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
<b>5</b>	<b>PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO</b>	
5.1	IAPC, otros precios y costes	S47
5.2	Producto y demanda	S50
5.3	Mercado de trabajo	S54

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

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

---

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

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





# PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

## Resumen de indicadores económicos de la zona del euro

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

### 1. Evolución monetaria y tipos de interés <sup>1)</sup>

	M1 <sup>2)</sup>	M2 <sup>2)</sup>	M3 <sup>2),3)</sup>	M3 <sup>2),3)</sup> Media móvil de 3 meses (centrada)	Préstamos de las IFM a residentes en la zona del euro, excluidas IFM y AAPP <sup>2)</sup>	Valores distintos de acciones emitidos en euros por insti- tuciones distintas de IFM <sup>2)</sup>	Tipo de interés a 3 meses (euríbor; porcentaje; medias del período)	Tipo al contado a 10 años (porcentaje; fin de período) <sup>4)</sup>
	1	2	3	4	5	6	7	8
2010	8,5	1,8	0,5	-	0,6	4,2	0,81	3,36
2011	2,0	2,3	2,2	-	2,4	0,9	1,39	2,65
2011 III	1,4	2,3	2,4	-	2,5	0,5	1,56	2,48
IV	1,9	2,1	2,2	-	2,1	-0,4	1,50	2,65
2012 I	2,3	2,5	2,4	-	0,9	0,3	1,04	2,60
II	.	.	.	-	.	.	0,69	2,32
2012 Ene	2,1	2,3	2,3	2,2	1,2	-0,2	1,22	2,67
Feb	2,6	2,8	2,7	2,7	0,8	0,4	1,05	2,59
Mar	2,8	3,0	3,0	2,7	0,6	2,2	0,86	2,60
Abr	1,8	2,5	2,5	2,8	0,2	3,1	0,74	2,47
May	3,3	2,9	2,9	.	-0,1	.	0,68	1,89
Jun	.	.	.	.	.	.	0,66	2,32

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

	IAPC <sup>1)</sup>	Precios industriales	Costes laborales por hora	PIB real (d.)	Producción industrial excluida construcción	Utilización de la capacidad productiva en manufacturas (%)	Ocupados (d.)	Parados (% de la población activa; d.)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2010	1,6	2,9	1,5	2,0	7,3	76,7	-0,6	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	2,5	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	3,7	2,0	0,0	-1,6	79,8	-0,4	10,9
2012 Ene	2,7	3,9	-	-	-1,8	79,8	-	10,8
Feb	2,7	3,7	-	-	-1,6	-	-	10,8
Mar	2,7	3,5	-	-	-1,5	-	-	11,0
Abr	2,6	2,6	-	-	-2,4	79,7	-	11,0
May	2,4	2,3	-	-	.	.	-	11,1
Jun	2,4	.	-	-	.	-	-	.

### 3. Estadísticas del sector exterior

(mm de euros, salvo indicación en contrario)

	Balanza de pagos (flujos netos)			Activos de reserva (saldos a fin de período)	Posición de inversión internacional neta (en % del PIB)	Deuda externa bruta (en % del PIB)	Tipo de cambio efectivo del euro: TCE-20 <sup>6)</sup> (índice: 1999 I = 100)		Tipo de cambio dólar estado- unidense/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	120,3	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 III	4,4	2,8	15,8	646,6	-13,1	122,4	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	-5,0	1,9	-66,3	671,3	.	.	99,5	96,9	1,3108
II	.	.	.	.	.	.	98,2	95,9	1,2814
2012 Ene	-10,0	-9,2	-49,8	702,4	.	.	98,9	96,3	1,2905
Feb	-4,0	2,3	16,0	696,4	.	.	99,6	97,2	1,3224
Mar	9,1	8,8	-32,5	671,3	.	.	99,8	97,3	1,3201
Abr	2,0	6,0	-14,8	679,7	.	.	99,5	97,1	1,3162
May	.	.	.	695,7	.	.	98,0	95,7	1,2789
Jun	.	.	.	.	.	.	97,2	94,8	1,2526

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.1 Estado financiero consolidado del Eurosistema

(millones de euros)

#### 1. Activo

	1 junio 2012	8 junio 2012	15 junio 2012	22 junio 2012	29 junio 2012
<b>Oro y derechos en oro</b>	432.703	432.702	432.701	432.701	433.779
<b>Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro</b>	243.598	244.526	246.521	246.984	260.867
<b>Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro</b>	49.077	49.069	48.160	48.933	51.856
<b>Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro</b>	17.590	16.616	17.612	18.295	17.455
<b>Préstamos en euros concedidos a entidades de crédito de la zona del euro</b>	1.115.517	1.185.060	1.206.289	1.240.525	1.260.858
Operaciones principales de financiación	51.176	119.370	131.747	167.253	180.378
Operaciones de financiación a plazo más largo	1.063.629	1.063.629	1.071.547	1.071.547	1.079.725
Operaciones temporales de ajuste	0	0	0	0	0
Operaciones temporales estructurales	0	0	0	0	0
Facilidad marginal de crédito	710	1.949	2.979	1.470	706
Préstamos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	1	112	17	255	48
<b>Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro</b>	250.592	189.547	191.721	186.432	186.363
<b>Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro</b>	605.113	605.665	603.316	602.442	602.322
Valores mantenidos con fines de política monetaria	280.823	281.242	280.219	280.340	281.046
Otros valores	324.290	324.423	323.097	322.102	321.276
<b>Créditos en euros a las Administraciones Públicas</b>	30.583	30.583	30.587	30.587	30.092
<b>Otros activos</b>	257.820	255.914	250.398	250.994	258.637
<b>Total activo</b>	<b>3.002.593</b>	<b>3.009.684</b>	<b>3.027.305</b>	<b>3.057.892</b>	<b>3.102.227</b>

#### 2. Pasivo

	1 junio 2012	8 junio 2012	15 junio 2012	22 junio 2012	29 junio 2012
<b>Billetes en circulación</b>	884.875	888.613	891.508	890.327	893.740
<b>Depósitos en euros mantenidos por entidades de crédito de la zona del euro</b>	1.091.700	1.088.326	1.105.241	1.084.056	1.105.531
Cuentas corrientes (incluidas las reservas mínimas)	94.017	87.070	150.901	97.022	116.654
Facilidad de depósito	784.973	788.218	741.191	775.263	772.855
Depósitos a plazo	212.000	212.000	212.000	210.500	210.500
Operaciones temporales de ajuste	0	0	0	0	0
Depósitos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	710	1.039	1.149	1.271	5.522
<b>Otros pasivos en euros con entidades de crédito de la zona del euro</b>	3.399	3.913	3.947	3.843	3.714
<b>Certificados de deuda emitidos</b>	0	0	0	0	0
<b>Depósitos en euros de otros residentes en la zona del euro</b>	129.026	124.720	119.105	161.354	158.474
<b>Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro</b>	116.419	129.600	138.772	149.718	149.908
Pasivos en moneda extranjera con residentes en la zona del euro	5.491	4.006	2.872	2.944	3.291
Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro	9.279	9.890	10.149	8.786	9.552
Contrapartida de los derechos especiales de giro asignados por el FMI	54.716	54.716	54.716	54.716	56.886
<b>Otros pasivos</b>	222.881	220.707	215.805	216.955	225.543
<b>Cuentas de revalorización</b>	399.445	399.445	399.445	399.445	409.840
<b>Capital y reservas</b>	85.363	85.747	85.748	85.748	85.748
<b>Total pasivo</b>	<b>3.002.593</b>	<b>3.009.684</b>	<b>3.027.305</b>	<b>3.057.892</b>	<b>3.102.227</b>

Fuente: BCE.

**1.2 Tipos de interés oficiales del BCE**

(niveles en porcentaje; variaciones en puntos porcentuales)

	Con efectos desde: <sup>1)</sup>	Facilidad de depósito		Operaciones principales de financiación			Facilidad marginal de crédito		
				Subastas a tipo fijo		Subastas a tipo variable			
		Tipo fijo	Tipo mínimo de puja	Variación	Nivel	Nivel	Variación	Nivel	Variación
		1	2		3	4		5	6
1999	1 Ene	2,00	-	3,00	-	-	4,50	-	
	4 <sup>2)</sup>	2,75	0,75	3,00	-	...	3,25	-1,25	
	22	2,00	-0,75	3,00	-	...	4,50	1,25	
	9 Abr	1,50	-0,50	2,50	-	-0,50	3,50	-1,00	
	5 Nov	2,00	0,50	3,00	-	0,50	4,00	0,50	
2000	4 Feb	2,25	0,25	3,25	-	0,25	4,25	0,25	
	17 Mar	2,50	0,25	3,50	-	0,25	4,50	0,25	
	28 Abr	2,75	0,25	3,75	-	0,25	4,75	0,25	
	9 Jun	3,25	0,50	4,25	-	0,50	5,25	0,50	
	28 <sup>3)</sup>	3,25	...	-	4,25	...	5,25	...	
	1 Sep	3,50	0,25	-	4,50	0,25	5,50	0,25	
	6 Oct	3,75	0,25	-	4,75	0,25	5,75	0,25	
2001	11 May	3,50	-0,25	-	4,50	-0,25	5,50	-0,25	
	31 Ago	3,25	-0,25	-	4,25	-0,25	5,25	-0,25	
	18 Sep	2,75	-0,50	-	3,75	-0,50	4,75	-0,50	
	9 Nov	2,25	-0,50	-	3,25	-0,50	4,25	-0,50	
2002	6 Dic	1,75	-0,50	-	2,75	-0,50	3,75	-0,50	
2003	7 Mar	1,50	-0,25	-	2,50	-0,25	3,50	-0,25	
	6 Jun	1,00	-0,50	-	2,00	-0,50	3,00	-0,50	
2005	6 Dic	1,25	0,25	-	2,25	0,25	3,25	0,25	
2006	8 Mar	1,50	0,25	-	2,50	0,25	3,50	0,25	
	15 Jun	1,75	0,25	-	2,75	0,25	3,75	0,25	
	9 Ago	2,00	0,25	-	3,00	0,25	4,00	0,25	
	11 Oct	2,25	0,25	-	3,25	0,25	4,25	0,25	
	13 Dic	2,50	0,25	-	3,50	0,25	4,50	0,25	
2007	14 Mar	2,75	0,25	-	3,75	0,25	4,75	0,25	
	13 Jun	3,00	0,25	-	4,00	0,25	5,00	0,25	
2008	9 Jul	3,25	0,25	-	4,25	0,25	5,25	0,25	
	8 Oct	2,75	-0,50	-	-	-	4,75	-0,50	
	9 <sup>4)</sup>	3,25	0,50	-	-	-	4,25	-0,50	
	15 <sup>5)</sup>	3,25	...	3,75	-	-0,50	4,25	...	
	12 Nov	2,75	-0,50	3,25	-	-0,50	3,75	-0,50	
	10 Dic	2,00	-0,75	2,50	-	-0,75	3,00	-0,75	
2009	21 Ene	1,00	-1,00	2,00	-	-0,50	3,00	...	
	11 Mar	0,50	-0,50	1,50	-	-0,50	2,50	-0,50	
	8 Abr	0,25	-0,25	1,25	-	-0,25	2,25	-0,25	
	13 May	0,25	...	1,00	-	-0,25	1,75	-0,50	
2011	13 Abr	0,50	0,25	1,25	-	0,25	2,00	0,25	
	13 Jul	0,75	0,25	1,50	-	0,25	2,25	0,25	
	9 Nov	0,50	-0,25	1,25	-	-0,25	2,00	-0,25	
	14 Dic	0,25	-0,25	1,00	-	-0,25	1,75	-0,25	
2012	11 Jul	0,00	-0,25	0,75	-	-0,25	1,50	-0,25	

Fuente: BCE.

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

### 1.3 Operaciones de política monetaria del Eurosistema adjudicadas mediante subastas <sup>1), 2)</sup>

(millones de euros; tipos de interés en porcentaje)

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

Fecha de liquidación	Importe de las pujas	Número de participantes	Importe adjudicado	Subastas a tipo variable				Vencimiento a [...] días
				Subastas a tipo fijo	Tipo mínimo de puja	Tipo marginal <sup>4)</sup>	Tipo medio ponderado	
	1	2	3	4	5	6	7	8
<b>Operaciones principales de financiación</b>								
2012 28 Mar	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
9	39.287	80	39.287	1,00	-	-	-	7
16	42.988	84	42.988	1,00	-	-	-	7
23	37.852	84	37.852	1,00	-	-	-	7
30	51.176	87	51.176	1,00	-	-	-	7
6 Jun	119.370	96	119.370	1,00	-	-	-	7
13	131.747	94	131.747	1,00	-	-	-	7
20	167.253	101	167.253	1,00	-	-	-	7
27	180.378	105	180.378	1,00	-	-	-	7
4 Jul	163.629	92	163.629	1,00	-	-	-	7
<b>Operaciones de financiación a plazo más largo</b>								
2012 26 Ene	19.580	54	19.580	1,00	-	-	-	91
15 Feb	14.325	18	14.325	1,00	-	-	-	28
1 Mar	6.496	30	6.496	1,00	-	-	-	91
1 <sup>5) 6)</sup>	529.531	800	529.531	.	-	-	-	1.092
14	9.754	19	9.754	1,00	-	-	-	28
29	25.127	48	25.127	1,00	-	-	-	91
11 Abr	11.389	20	11.389	1,00	-	-	-	28
26 <sup>5)</sup>	21.338	39	21.338	.	-	-	-	91
9 May	12.988	20	12.988	1,00	-	-	-	35
31 <sup>5)</sup>	8.307	33	8.307	.	-	-	-	91
13 Jun	18.905	21	18.905	1,00	-	-	-	28
28 <sup>5)</sup>	26.295	50	26.295	.	-	-	-	91

#### 2. Otras operaciones de subasta

Fecha de liquidación	Tipo de operación	Importe de las pujas	Número de participantes	Importe adjudicado	Subastas a tipo variable					Vencimiento a [...] días
					Subastas a tipo fijo	Tipo mínimo de puja	Tipo máximo de puja	Tipo marginal <sup>4)</sup>	Tipo medio ponderado	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2012 28 Mar	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
9	Captación de depósitos a plazo fijo	441.270	74	214.000	-	-	1,00	0,26	0,26	7
16	Captación de depósitos a plazo fijo	468.092	75	214.000	-	-	1,00	0,26	0,26	7
23	Captación de depósitos a plazo fijo	459.846	70	212.000	-	-	1,00	0,26	0,26	7
30	Captación de depósitos a plazo fijo	420.004	66	212.000	-	-	1,00	0,26	0,26	7
6 Jun	Captación de depósitos a plazo fijo	420.651	71	212.000	-	-	1,00	0,26	0,26	7
13	Captación de depósitos a plazo fijo	318.560	72	212.000	-	-	1,00	0,26	0,26	7
20	Captación de depósitos a plazo fijo	387.534	66	210.500	-	-	1,00	0,26	0,26	7
27	Captación de depósitos a plazo fijo	288.426	62	210.500	-	-	1,00	0,26	0,26	7
4 Jul	Captación de depósitos a plazo fijo	398.078	73	210.500	-	-	1,00	0,26	0,26	7

Fuente: BCE.

- Los datos pueden ser ligeramente diferentes a los que aparecen en la sección 1.1, debido a operaciones que han sido adjudicadas, pero no se han liquidado.
- Con efectos a partir de abril de 2002, las operaciones desdobladas (*split tender operations*), es decir, las operaciones con vencimiento a una semana ejecutadas mediante subastas estándar en paralelo a una operación principal de financiación, se clasifican como operaciones principales de financiación.
- El 8 de junio de 2000, el BCE anunció que, a partir de la operación que se liquidaría el 28 de junio de 2000, las operaciones principales de financiación del Eurosistema se ejecutarían a través de subastas a tipo variable. El tipo mínimo de puja se refiere al tipo de interés mínimo al que las entidades de contrapartida pueden realizar sus pujas. El 8 de octubre de 2008, el BCE anunció que, a partir de la operación que se liquidaría el 15 de octubre, las operaciones principales de financiación semanales se llevarían a cabo mediante un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo, con adjudicación plena, al tipo de interés aplicable a las operaciones principales de financiación. El 4 de marzo de 2010, el BCE decidió volver a aplicar los procedimientos de subasta a tipo de interés variable en las operaciones regulares de financiación a plazo más largo con vencimiento a tres meses a partir de la operación que se adjudicaría el 28 de abril de 2010 y se liquidaría el 29 de abril de 2010.
- En las operaciones de inyección (absorción) de liquidez, el tipo marginal se refiere al tipo de interés más bajo (más alto) al que se aceptan las pujas.
- En las operaciones de financiación a plazo más largo, el tipo al que se cubrieron todas las pujas estaba indicado con la media de los tipos mínimo de puja de las operaciones principales de financiación que se llevaron a cabo realizadas en la vida de la operación. Los tipos de interés que se indican para estas operaciones de financiación a plazo más largo iniciadas se han redondeado a dos decimales. Para conocer el método de cálculo preciso, consúltense las Notas Técnicas.
- Al cabo de un año las entidades de contrapartida tendrán la posibilidad de devolver total o parcialmente la liquidez recibida en esta operación, en cualquier fecha que coincida con la fecha de liquidación de la operación principal de financiación.

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

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

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

Pasivos computables en (fin de período):	Total	Pasivos a los que se les aplica un coeficiente de reservas positivo <sup>1)</sup>		Pasivos a los que se aplica un coeficiente de reservas nulo		
		Depósitos a la vista y depósitos a plazo o disponibles con preaviso hasta 2 años	Valores distintos de acciones hasta 2 años	Depósitos a plazo o disponibles con preaviso a más de 2 años	Cesiones temporales	Valores distintos de acciones a más de 2 años
	1	2	3	4	5	6
2007	17.394,7	9.438,8	815,0	2.143,1	1.364,0	3.633,9
2008	18.169,6	10.056,8	848,7	2.376,9	1.243,5	3.643,7
2009	18.318,2	9.808,5	760,4	2.475,7	1.170,1	4.103,5
2010	18.948,1	9.962,6	644,3	2.683,3	1.335,4	4.322,5
2011 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
Mar	19.178,8	9.981,7	725,5	2.758,8	1.336,0	4.376,8
Abr	19.172,4	10.013,5	726,5	2.736,0	1.349,9	4.346,5

**2. Reservas mantenidas**

Período de mantenimiento que finaliza en:	Reservas obligatorias	Cuentas corrientes de las entidades de crédito	Exceso de reservas	Incumplimientos	Tipos de interés de las reservas mínimas
	1	2	3	4	5
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
2012 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	110,5	5,3	0,0	1,00
12 Jun	106,6	110,8	4,2	0,0	1,00
10 Jul	106,9	.	.	.	.

**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					Facilidad de depósito	Otras operaciones de absorción de liquidez <sup>3)</sup>	Billetes en circulación	Depósitos de la Administración Central en el Eurosistema	Otros factores (neto)		
	Activos netos en oro y moneda extranjera del Eurosistema	Operaciones principales de financiación	Operaciones de financiación a plazo más largo	Facilidad marginal de crédito	Otras operaciones de inyección de liquidez <sup>2)</sup>							
	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
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
8 May	659,3	47,0	1.088,7	1,0	281,3	771,4	214,0	872,7	137,1	-28,5	110,5	1.754,6
12 Jun	656,8	58,1	1.071,0	1,6	281,1	770,8	212,8	880,8	117,8	-24,2	110,8	1.762,3

Fuente: BCE.

- 1) A partir del período de mantenimiento que comenzó el 18 de enero de 2012 se aplica un coeficiente del 1%. En todos los períodos de mantenimiento anteriores se aplica un coeficiente del 2%.
- 2) Incluye la liquidez proporcionada en el marco del programa de adquisiciones de bonos garantizados (*covered bonds*) y del Programa para los Mercados de Valores del Eurosistema.
- 3) Incluye la liquidez absorbida como resultado de las operaciones de *swaps* de divisas del Eurosistema. Para más información, véase <http://www.ecb.europa.eu/mopo/liq/html/index.en.html>.



# DINERO, SISTEMA BANCARIO Y OTRAS INSTITUCIONES FINANCIERAS

## 2.1 Balance agregado de las IFM de la zona del euro <sup>1)</sup>

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

### 1. Activo

	Total	Préstamos y créditos a residentes en la zona del euro				Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro				Particip. emitidas por fondos del mercado monetario <sup>2)</sup>	Acciones y participac. emitidas por residentes en la zona del euro	Activos frente a no residentes en la zona del euro	Activo fijo	Resto de activos <sup>3)</sup>
		Total	AAPP	Otros residentes en la zona del euro	IFM	Total	AAPP	Otros sectores residentes	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
<b>Eurosistema</b>														
2010	3.212,4	1.566,8	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	5.238,2	3.289,9	18,0	1,0	3.270,9	744,4	578,0	10,6	155,9	-	21,0	774,4	8,1	400,5
2012 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	5.238,2	3.289,9	18,0	1,0	3.270,9	744,4	578,0	10,6	155,9	-	21,0	774,4	8,1	400,5
Abr	5.252,9	3.345,0	17,4	1,0	3.326,6	738,3	572,2	10,9	155,2	-	21,0	789,8	8,1	350,8
May <sup>4)</sup>	5.424,4	3.500,7	17,4	1,0	3.482,3	732,6	566,3	11,0	155,2	-	20,5	811,1	8,1	351,5
<b>IFM, excluido el Eurosistema</b>														
2010	32.199,5	17.765,0	1.221,8	11.026,0	5.517,1	4.938,6	1.524,2	1.528,6	1.885,8	59,9	1.233,1	4.321,5	223,5	3.657,9
2011	33.537,3	18.480,8	1.160,5	11.159,5	6.160,7	4.765,3	1.395,8	1.517,8	1.851,6	50,2	1.212,2	4.253,0	232,5	4.543,3
2011 IV	33.537,3	18.480,8	1.160,5	11.159,5	6.160,7	4.765,3	1.395,8	1.517,8	1.851,6	50,2	1.212,2	4.253,0	232,5	4.543,3
2012 I	33.782,9	18.629,6	1.137,5	11.161,2	6.330,9	4.964,4	1.528,3	1.517,1	1.919,1	60,5	1.231,5	4.258,4	220,9	4.417,4
2012 Feb	33.722,6	18.478,0	1.141,0	11.163,5	6.173,5	4.936,8	1.500,4	1.529,6	1.906,9	55,8	1.223,1	4.211,7	224,8	4.592,3
Mar	33.782,9	18.629,6	1.137,5	11.161,2	6.330,9	4.964,4	1.528,3	1.517,1	1.919,1	60,5	1.231,5	4.258,4	220,9	4.417,4
Abr	33.886,1	18.619,6	1.142,1	11.154,5	6.323,0	4.935,5	1.527,3	1.510,7	1.897,6	60,8	1.242,1	4.266,1	221,5	4.540,4
May <sup>4)</sup>	34.814,1	18.638,9	1.143,2	11.173,8	6.322,0	4.943,9	1.546,5	1.511,4	1.885,9	62,0	1.226,5	4.387,2	221,8	5.333,7

### 2. Pasivo

	Total	Efectivo en circulación	Depósitos de residentes en la zona del euro				Participaciones emitidas por fondos del mercado monetario <sup>4)</sup>	Valores distintos de acciones y participaciones <sup>5)</sup>	Capital y reservas	Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro	Resto de pasivos <sup>3)</sup>
			Total	Administración Central	Otras AAPP y otros sectores residentes	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Eurosistema</b>											
2010	3.212,4	863,7	1.394,8	68,0	8,7	1.318,1	-	0,0	428,5	153,8	371,7
2011	4.700,4	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	5.238,2	894,8	3.219,6	136,0	9,2	3.074,4	-	0,0	508,8	208,1	406,9
2012 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	5.238,2	894,8	3.219,6	136,0	9,2	3.074,4	-	0,0	508,8	208,1	406,9
Abr	5.252,9	898,8	3.212,9	100,7	10,6	3.101,6	-	0,0	517,4	212,9	410,9
May <sup>4)</sup>	5.424,4	908,1	3.324,0	110,4	9,9	3.203,8	-	0,0	522,0	255,9	414,5
<b>IFM, excluido el Eurosistema</b>											
2010	32.199,5	-	16.497,6	196,2	10.526,4	5.774,9	612,3	4.847,4	2.045,5	4.218,2	3.978,5
2011	33.537,3	-	17.266,3	195,5	10.752,0	6.318,9	570,5	5.008,2	2.230,6	3.803,0	4.658,6
2011 IV	33.537,3	-	17.266,3	195,5	10.752,0	6.318,9	570,5	5.008,2	2.230,6	3.803,0	4.658,6
2012 I	33.782,9	-	17.468,5	192,5	10.805,4	6.470,7	559,1	5.066,5	2.259,7	3.938,6	4.490,4
2012 Feb	33.722,6	-	17.283,6	206,6	10.776,6	6.300,4	545,2	5.042,4	2.263,4	3.834,6	4.753,4
Mar	33.782,9	-	17.468,5	192,5	10.805,4	6.470,7	559,1	5.066,5	2.259,7	3.938,6	4.490,4
Abr	33.886,1	-	17.489,7	189,1	10.807,6	6.493,0	566,4	5.037,7	2.248,5	3.975,6	4.568,2
May <sup>4)</sup>	34.814,1	-	17.562,7	206,9	10.810,7	6.545,1	584,4	5.025,0	2.250,2	4.031,1	5.360,7

Fuente: BCE.

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

2) Importes emitidos por residentes en la zona del euro. Los importes emitidos por no residentes están incluidos en «Activos frente a no residentes en la zona del euro».

3) En diciembre de 2010, se modificó la manera de registrar los derivados en un Estado miembro, lo que provocó un incremento en su posición.

4) Saldo mantenidos por residentes en la zona del euro.

5) Los saldos de valores distintos de acciones y participaciones hasta dos años en poder de no residentes están incluidos en «Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro».

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

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

**1. Activo**

	Total	Préstamos y créditos a residentes en la zona del euro			Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro			Acciones y particip. emitidas por otros residentes en la zona del euro	Activos frente a no residentes en la zona del euro	Activo fijo	Resto de activos <sup>2)</sup>
		Total	AAPP	Otros residentes en la zona del euro	Total	AAPP	Otros residentes en la zona del euro				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Saldos vivos</b>											
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	26.767,0	12.339,0	1.178,5	11.160,5	3.481,4	1.952,7	1.528,7	739,6	5.032,2	240,6	4.934,1
2011 IV	26.767,0	12.339,0	1.178,5	11.160,5	3.481,4	1.952,7	1.528,7	739,6	5.032,2	240,6	4.934,1
2012 I	26.737,2	12.317,7	1.155,5	11.162,2	3.633,9	2.106,2	1.527,6	755,9	5.032,8	229,0	4.768,0
2012 Feb	26.940,8	12.323,4	1.158,9	11.164,5	3.619,2	2.078,4	1.540,8	745,3	5.014,9	232,8	5.005,2
Mar	26.737,2	12.317,7	1.155,5	11.162,2	3.633,9	2.106,2	1.527,6	755,9	5.032,8	229,0	4.768,0
Abr	26.828,5	12.315,0	1.159,5	11.155,5	3.621,1	2.099,5	1.521,6	767,0	5.055,9	229,6	4.840,0
May <sup>(p)</sup>	27.783,8	12.335,3	1.160,6	11.174,8	3.635,3	2.112,8	1.522,5	751,6	5.198,3	229,9	5.633,4
<b>Operaciones</b>											
2010	577,2	412,8	206,3	206,5	137,9	140,4	-2,5	5,7	-112,5	2,3	130,8
2011	1.027,2	55,5	-58,6	114,1	132,0	150,1	-18,1	-29,9	-37,2	8,0	898,7
2011 IV	-258,2	-103,0	13,8	-116,8	80,2	41,3	38,9	-8,9	-173,4	3,6	-56,7
2012 I	107,3	0,9	-22,1	23,0	152,8	149,8	3,0	19,3	69,0	-12,4	-121,8
2012 Feb	41,7	-36,4	-16,3	-20,2	52,7	46,8	5,9	-1,4	18,5	-5,5	13,8
Mar	-175,0	-1,7	-2,8	1,1	23,3	35,4	-12,1	12,6	33,2	-3,7	-238,7
Abr	128,1	-1,4	7,0	-8,4	-8,7	-3,5	-5,2	20,8	-12,8	0,6	129,5
May <sup>(p)</sup>	835,6	6,4	0,8	5,6	29,4	28,8	0,5	-9,2	23,7	0,3	785,1

**2. Pasivo**

	Total	Efectivo en circulación	Depósitos de la Administración Central	Depósitos de otras AAPP otros sectores y residentes	Participaciones emitidas por fondos del mercado monetario <sup>3)</sup>	Valores distintos de acciones y participaciones <sup>4)</sup>	Capital y reservas	Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro	Resto de pasivos <sup>2)</sup>	Discrepancias de pasivos entre IFM con respecto a los activos
<b>Saldos vivos</b>										
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	26.767,0	857,5	259,3	10.764,1	520,3	3.007,1	2.218,9	4.088,4	5.069,7	-18,3
2011 IV	26.767,0	857,5	259,3	10.764,1	520,3	3.007,1	2.218,9	4.088,4	5.069,7	-18,3
2012 I	26.737,2	844,9	328,5	10.814,6	498,6	2.991,6	2.271,9	4.146,7	4.897,3	-56,7
2012 Feb	26.940,8	842,5	342,2	10.789,1	489,4	2.986,7	2.290,9	4.075,8	5.162,8	-38,6
Mar	26.737,2	844,9	328,5	10.814,6	498,6	2.991,6	2.271,9	4.146,7	4.897,3	-56,7
Abr	26.828,5	847,6	289,8	10.818,1	505,6	2.985,0	2.269,8	4.188,5	4.979,0	-55,0
May <sup>(p)</sup>	27.783,8	856,3	317,2	10.820,6	522,4	2.983,8	2.276,8	4.287,0	5.775,1	-55,3
<b>Operaciones</b>										
2010	577,2	38,6	11,8	331,6	-98,5	39,5	99,6	-26,2	145,4	35,3
2011	1.027,2	49,1	-0,8	173,9	-29,1	50,8	137,8	-199,4	891,8	-46,7
2011 IV	-258,2	26,4	-2,2	-31,7	-6,6	-48,7	47,0	-115,1	-104,4	-22,8
2012 I	107,3	-12,4	69,3	57,4	6,0	-1,2	18,3	130,7	-150,9	-9,8
2012 Feb	41,7	-0,4	23,2	21,7	2,1	6,1	-0,1	-3,0	-32,3	24,4
Mar	-175,0	2,4	-13,8	24,2	9,7	6,9	10,1	59,4	-250,7	-23,3
Abr	128,1	2,7	-36,3	-5,2	9,8	-13,6	4,2	13,4	152,4	0,8
May <sup>(p)</sup>	835,6	8,7	27,5	13,1	13,3	-33,8	18,5	10,7	801,0	-23,4

Fuente: BCE.

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

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

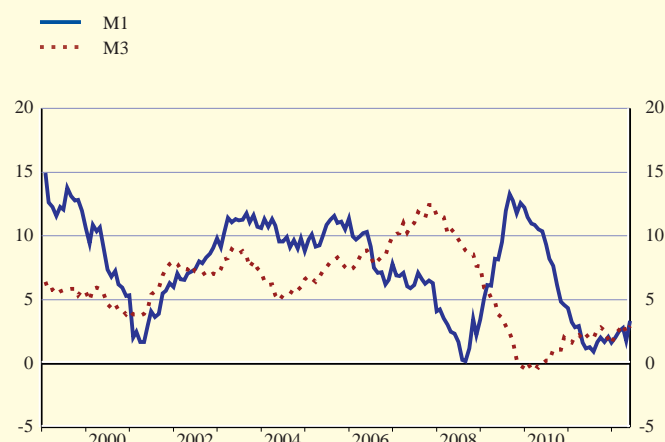
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

### 1. Agregados monetarios <sup>2)</sup> y contrapartidas

	M3				5	M3 Media móvil de 3 meses (centrada) 6	Pasivos financieros a más largo plazo 7	Crédito a las AAPP 8	Crédito a otros residentes en la zona del euro			Activos netos frente a no residentes en la zona del euro <sup>3)</sup> 12
	M2		M3-M2 4	Préstamos 10					Pro memoria: Préstamos ajustados por ventas y titulizaciones <sup>4)</sup> 11			
	M1 1	M2-M1 2								3		
<b>Saldos vivos</b>												
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	4.785,8	3.804,8	8.590,6	1.149,7	9.740,3	-	7.681,4	3.157,5	13.449,0	11.183,1	-	929,7
2011 IV	4.785,8	3.804,8	8.590,6	1.149,7	9.740,3	-	7.681,4	3.157,5	13.449,0	11.183,1	-	929,7
2012 I	4.848,3	3.877,3	8.725,6	1.155,8	9.881,5	-	7.662,0	3.258,8	13.473,3	11.182,9	-	904,5
2012 Feb	4.818,6	3.866,3	8.684,9	1.142,2	9.827,1	-	7.727,0	3.235,7	13.475,6	11.192,0	-	933,5
Mar	4.848,3	3.877,3	8.725,6	1.155,8	9.881,5	-	7.662,0	3.258,8	13.473,3	11.182,9	-	904,5
Abr	4.794,0	3.900,2	8.694,2	1.139,2	9.833,4	-	7.664,5	3.246,1	13.414,2	11.163,4	-	898,6
May <sup>(p)</sup>	4.872,5	3.884,6	8.757,1	1.153,6	9.910,7	-	7.645,2	3.262,8	13.423,6	11.165,9	-	941,2
<b>Operaciones</b>												
2010	195,9	-10,0	185,9	-23,8	162,2	-	249,9	347,0	210,0	207,7	264,6	-85,7
2011	77,6	76,4	154,0	-6,5	147,4	-	213,8	90,1	67,1	114,9	141,3	162,1
2011 IV	3,9	-11,3	-7,4	-70,9	-78,3	-	-12,3	70,3	-59,6	-65,2	-28,5	-51,8
2012 I	65,8	74,0	139,8	28,4	168,1	-	-31,3	98,5	52,7	21,2	30,5	-29,1
2012 Feb	30,4	31,0	61,4	15,5	76,9	-	-12,2	27,7	-0,2	-11,1	-7,8	18,0
Mar	29,0	10,9	39,9	16,0	55,9	-	-36,1	31,3	4,3	-5,8	-4,7	-2,2
Abr	-55,9	19,1	-36,7	-11,7	-48,5	-	-3,9	-6,5	-50,6	-21,1	-21,8	-13,4
May <sup>(p)</sup>	72,0	-19,7	52,3	34,1	86,4	-	-42,4	31,8	1,5	-11,2	-10,8	11,7
<b>Tasas de crecimiento</b>												
2010	4,4	-0,3	2,3	-2,1	1,7	1,8	3,6	12,0	1,6	1,9	2,4	-85,7
2011	1,7	2,1	1,8	-0,7	1,5	1,9	2,9	3,0	0,5	1,0	1,3	162,1
2011 IV	1,7	2,1	1,8	-0,7	1,5	1,9	2,9	3,0	0,5	1,0	1,3	162,1
2012 I	2,8	3,2	3,0	3,7	3,0	2,7	1,3	7,4	0,5	0,6	1,2	-33,8
2012 Feb	2,6	3,0	2,8	1,9	2,7	2,7	2,1	5,6	0,4	0,8	1,2	93,0
Mar	2,8	3,2	3,0	3,7	3,0	2,7	1,3	7,4	0,5	0,6	1,2	-33,8
Abr	1,8	3,3	2,5	2,5	2,5	2,8	0,7	7,6	0,0	0,2	0,8	-39,1
May <sup>(p)</sup>	3,3	2,3	2,9	3,4	2,9	.	-0,1	9,0	-0,2	-0,1	0,4	-35,6

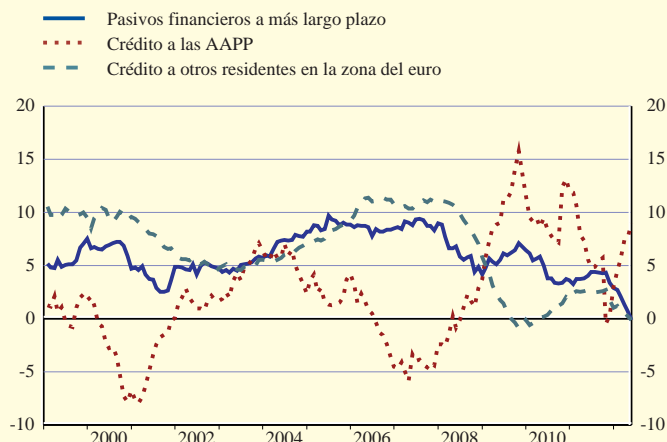
### G1 Agregados monetarios <sup>1)</sup>

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



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

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

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



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

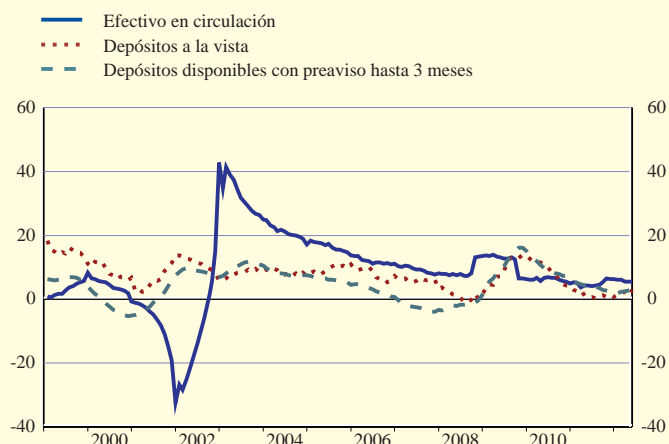
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

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

	Efectivo en circulación	Depósitos a la vista	Depósitos a plazo hasta 2 años	Depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses	Cesiones temporales	Particip. en fondos del mercado monetario	Valores distintos de acciones hasta 2 años	Valores distintos de acciones a más de 2 años	Depósitos disponibles con preaviso superior a 3 meses	Depósitos a plazo a más de 2 años	Capital y reservas
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Saldos vivos											
2010	794,0	3.908,2	1.794,7	1.912,6	438,6	568,7	123,1	2.719,0	118,9	2.432,1	2.006,6
2011	843,2	3.942,6	1.846,3	1.958,4	407,7	535,4	206,6	2.821,7	115,4	2.543,8	2.200,5
2011 IV	843,2	3.942,6	1.846,3	1.958,4	407,7	535,4	206,6	2.821,7	115,4	2.543,8	2.200,5
2012 I	847,8	4.000,5	1.901,4	1.975,9	417,8	497,6	240,5	2.749,5	113,1	2.522,4	2.277,0
2012 Feb	852,6	3.966,0	1.897,7	1.968,6	437,0	487,7	217,5	2.774,3	114,0	2.550,8	2.287,9
Mar	847,8	4.000,5	1.901,4	1.975,9	417,8	497,6	240,5	2.749,5	113,1	2.522,4	2.277,0
Abr	850,1	3.943,9	1.917,3	1.983,0	411,2	498,6	229,4	2.752,1	113,8	2.511,7	2.287,0
May <sup>(p)</sup>	856,7	4.015,8	1.887,6	1.997,0	422,5	512,5	218,6	2.755,9	113,1	2.483,2	2.293,0
Operaciones											
2010	36,5	159,5	-122,1	112,1	96,3	-101,6	-18,5	59,9	-14,1	107,9	96,2
2011	49,4	28,2	39,7	36,6	-9,8	-29,9	33,2	19,6	-2,5	61,6	135,1
2011 IV	11,2	-7,3	-8,0	-3,3	-99,3	6,2	22,1	-45,5	-3,0	8,8	27,4
2012 I	4,8	61,0	55,1	18,8	10,0	-10,0	28,4	-52,3	-3,2	-17,9	42,0
2012 Feb	2,8	27,7	20,6	10,4	5,5	-3,4	13,5	-19,8	-1,5	4,9	4,2
Mar	-4,8	33,8	3,6	7,3	-19,3	10,5	24,9	-24,7	-0,8	-28,8	18,2
Abr	2,2	-58,1	12,1	7,0	-9,3	3,8	-6,2	-9,3	0,7	-11,5	16,3
May <sup>(p)</sup>	6,6	65,5	-33,6	13,9	35,4	10,5	-11,8	-27,6	-0,7	-31,7	17,6
Tasas de crecimiento											
2010	4,8	4,3	-6,4	6,2	28,3	-15,2	-13,6	2,3	-10,6	4,7	5,2
2011	6,2	0,7	2,2	1,9	-2,3	-5,2	24,0	0,8	-2,1	2,5	6,7
2011 IV	6,2	0,7	2,2	1,9	-2,3	-5,2	24,0	0,8	-2,1	2,5	6,7
2012 I	5,5	2,2	3,9	2,5	4,3	-3,1	20,2	-2,5	-5,2	1,2	7,0
2012 Feb	6,2	1,8	3,9	2,3	4,3	-5,4	21,8	-1,4	-4,4	2,6	6,6
Mar	5,5	2,2	3,9	2,5	4,3	-3,1	20,2	-2,5	-5,2	1,2	7,0
Abr	5,5	1,0	3,9	2,7	-0,7	-1,6	21,5	-3,5	-4,6	0,2	7,3
May <sup>(p)</sup>	5,5	2,9	1,6	3,0	-1,3	1,6	21,3	-4,6	-5,1	-1,1	7,4

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

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



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

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

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

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

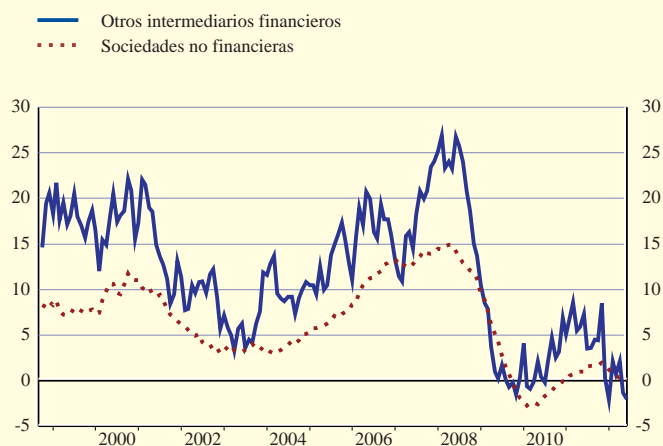
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

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

	Empresas de seguros y fondos de pensiones		Sociedades no financieras				Hogares <sup>3)</sup>					
	Total	Total	Total	Préstamos ajustados por ventas y titulizaciones <sup>4)</sup>	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Préstamos ajustados por ventas y titulizaciones <sup>4)</sup>	Crédito al consumo	Préstamos para adquisición de vivienda	Otras finalidades
<b>Saldos vivos</b>												
2010	93,7	1.128,5	4.668,5	-	1.127,6	899,0	2.641,9	5.158,0	-	638,5	3.700,6	819,0
2011	91,1	1.138,6	4.722,6	-	1.146,7	860,9	2.714,9	5.230,8	-	625,9	3.777,6	827,3
2011 IV	91,1	1.138,6	4.722,6	-	1.146,7	860,9	2.714,9	5.230,8	-	625,9	3.777,6	827,3
2012 I	88,0	1.153,3	4.699,8	-	1.136,5	848,1	2.715,3	5.241,7	-	620,6	3.792,7	828,4
2012 Feb	84,2	1.161,5	4.709,8	-	1.141,9	849,6	2.718,3	5.236,6	-	623,9	3.782,8	829,8
Mar	88,0	1.153,3	4.699,8	-	1.136,5	848,1	2.715,3	5.241,7	-	620,6	3.792,7	828,4
Abr	81,3	1.131,2	4.702,3	-	1.151,9	846,9	2.703,4	5.248,6	-	620,0	3.799,0	829,6
May <sup>(p)</sup>	82,2	1.132,8	4.698,5	-	1.149,9	844,7	2.703,9	5.252,4	-	621,2	3.801,5	829,7
<b>Operaciones</b>												
2010	6,3	56,3	-1,9	45,9	-37,5	-26,3	61,9	146,9	155,5	-8,5	133,7	21,7
2011	1,4	-23,3	58,3	64,0	22,0	-20,7	57,0	78,6	99,2	-11,9	84,7	5,7
2011 IV	-4,5	-9,4	-32,5	-30,1	-26,9	-8,3	2,7	-18,8	15,8	-1,5	-11,7	-5,6
2012 I	-2,9	17,4	-9,6	-6,5	-6,9	-8,7	6,0	16,2	22,0	-2,5	16,3	2,4
2012 Feb	-3,5	-4,4	-2,5	-0,6	-2,7	-2,0	2,1	-0,7	0,8	-1,9	1,9	-0,7
Mar	3,8	-8,3	-7,9	-7,0	-5,3	-0,2	-2,4	6,6	6,3	-2,0	10,1	-1,5
Abr	-6,7	-28,0	7,0	7,1	17,8	-0,6	-10,2	6,6	5,8	-1,6	7,3	0,9
May <sup>(p)</sup>	1,1	-3,9	-9,9	-8,9	-4,8	-1,5	-3,6	1,5	1,0	1,4	0,8	-0,7
<b>Tasas de crecimiento</b>												
2010	7,2	5,1	0,0	1,0	-3,2	-2,8	2,4	2,9	3,1	-1,3	3,8	2,8
2011	1,6	-2,0	1,2	1,4	2,0	-2,3	2,2	1,5	1,9	-1,9	2,3	0,7
2011 IV	1,6	-2,0	1,2	1,4	2,0	-2,3	2,2	1,5	1,9	-1,9	2,3	0,7
2012 I	-0,2	2,3	0,3	0,5	-0,4	-2,9	1,6	0,6	1,7	-2,1	1,1	0,7
2012 Feb	-8,3	0,8	0,6	0,7	0,1	-3,2	2,0	1,2	1,8	-1,9	1,7	0,8
Mar	-0,2	2,3	0,3	0,5	-0,4	-2,9	1,6	0,6	1,7	-2,1	1,1	0,7
Abr	-6,5	-1,4	0,4	0,6	0,9	-2,2	1,1	0,5	1,5	-2,4	1,0	0,7
May <sup>(p)</sup>	-6,3	-2,1	0,1	0,2	0,2	-2,5	0,8	0,3	1,3	-1,9	0,7	0,1

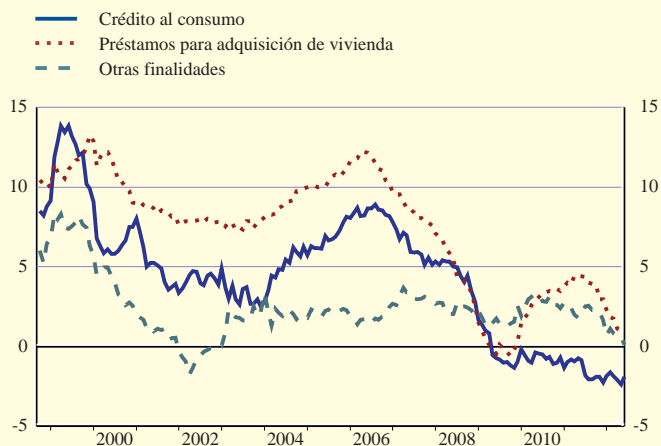
### G5 Préstamos a otros intermediarios financieros y sociedades no financieras <sup>2)</sup>

(tasas de crecimiento interanual; datos sin desestacionalizar)



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

(tasas de crecimiento interanual; datos sin desestacionalizar)



Fuente: BCE.

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

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

3) Incluye los fondos de inversión.

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

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

**2. Préstamos a intermediarios financieros y sociedades no financieras**

	Empresas de seguros y fondos de pensiones				Otros intermediarios financieros				Sociedades no financieras					
	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total			Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años
					Adquisiciones a entidades de contrapartida central									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<b>Saldos vivos</b>														
2011	83,4	63,7	6,3	13,4	1.114,8	155,6	579,1	213,4	322,4	4.720,3	1.138,9	860,9	2.720,5	
2011 IV	83,4	63,7	6,3	13,4	1.114,8	155,6	579,1	213,4	322,4	4.720,3	1.138,9	860,9	2.720,5	
2012 I	86,1	67,5	5,4	13,2	1.144,5	184,8	589,7	220,7	334,2	4.699,3	1.136,9	849,0	2.713,4	
2012 Mar	86,1	67,5	5,4	13,2	1.144,5	184,8	589,7	220,7	334,2	4.699,3	1.136,9	849,0	2.713,4	
Abr	81,6	63,0	5,4	13,2	1.135,6	176,7	577,6	220,1	337,9	4.703,1	1.154,6	847,1	2.701,4	
May <sup>(p)</sup>	84,6	65,8	5,5	13,2	1.144,7	181,4	581,9	221,1	341,7	4.703,7	1.153,6	846,5	2.703,6	
<b>Operaciones</b>														
2011	1,9	2,8	1,1	-2,0	-24,1	12,8	-19,7	-10,3	5,9	57,1	21,1	-20,7	56,6	
2011 IV	-15,0	-15,2	1,0	-0,8	-56,2	-22,6	-54,9	4,4	-5,7	-31,5	-33,8	-9,0	11,3	
2012 I	3,0	3,9	-0,9	0,0	32,4	29,1	12,9	7,5	12,1	-7,9	1,3	-7,7	-1,5	
2012 Mar	3,4	4,1	-0,8	0,1	2,5	2,0	-3,5	-2,4	8,5	-9,5	-6,5	1,4	-4,5	
Abr	-4,5	-4,6	0,0	0,0	-14,8	-11,2	-16,9	-1,0	3,1	8,4	20,1	-1,4	-10,3	
May <sup>(p)</sup>	3,1	3,1	0,1	0,0	3,6	6,1	2,8	-1,2	2,1	-5,5	-3,8	0,2	-1,8	
<b>Tasas de crecimiento</b>														
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	-0,3	1,2	-0,6	-7,6	2,1	34,4	0,0	3,8	5,0	0,3	-0,4	-2,9	1,6	
2012 Mar	-0,3	1,2	-0,6	-7,6	2,1	34,4	0,0	3,8	5,0	0,3	-0,4	-2,9	1,6	
Abr	-6,7	-7,3	4,6	-7,8	-1,4	18,4	-6,9	3,4	6,3	0,4	0,9	-2,2	1,1	
May <sup>(p)</sup>	-6,4	-6,9	3,1	-7,4	-2,1	10,3	-7,5	2,0	5,8	0,1	0,3	-2,5	0,8	

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

	Total	Crédito al consumo				Préstamos para adquisición de vivienda				Otras finalidades				
		Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Empresarios individuales	11	12	13
<b>Saldos vivos</b>														
2011	5.241,1	628,1	140,9	183,8	303,5	3.784,4	14,5	56,7	3.713,3	828,5	419,8	141,2	87,5	599,9
2011 IV	5.241,1	628,1	140,9	183,8	303,5	3.784,4	14,5	56,7	3.713,3	828,5	419,8	141,2	87,5	599,9
2012 I	5.231,3	617,9	136,1	180,1	301,7	3.787,1	14,0	56,6	3.716,4	826,3	417,4	141,8	85,9	598,6
2012 Mar	5.231,3	617,9	136,1	180,1	301,7	3.787,1	14,0	56,6	3.716,4	826,3	417,4	141,8	85,9	598,6
Abr	5.234,2	618,3	137,2	180,1	301,0	3.789,5	14,0	56,8	3.718,6	826,4	418,6	140,0	85,7	600,7
May <sup>(p)</sup>	5.240,8	619,2	137,5	180,4	301,4	3.793,3	14,1	56,8	3.722,4	828,4	417,6	140,5	86,4	601,5
<b>Operaciones</b>														
2011	79,1	-11,9	-3,7	-6,4	-1,8	85,2	-0,2	2,7	82,7	5,8	8,8	-8,0	-2,5	16,3
2011 IV	-14,1	-1,0	2,1	-2,0	-1,0	-8,8	0,3	0,4	-9,5	-4,4	10,2	-6,4	-0,1	2,2
2012 I	-4,4	-7,4	-4,5	-2,1	-0,8	3,9	-0,4	0,1	4,2	-1,0	-2,6	0,9	-1,0	-0,8
2012 Mar	4,7	0,2	-1,5	0,1	1,5	6,7	0,1	0,2	6,4	-2,2	-1,5	-1,4	-0,1	-0,7
Abr	2,6	-0,6	0,5	0,0	-1,0	3,4	0,0	0,4	3,0	-0,2	-1,4	-0,8	-0,1	0,7
May <sup>(p)</sup>	4,3	1,1	0,3	0,3	0,5	2,1	0,1	-0,1	2,1	1,1	-0,9	0,0	0,4	0,6
<b>Tasas de crecimiento</b>														
2011	1,5	-1,9	-2,5	-3,4	-0,6	2,3	-1,7	5,0	2,3	0,7	2,1	-5,4	-2,9	2,8
2011 IV	1,5	-1,9	-2,5	-3,4	-0,6	2,3	-1,7	5,0	2,3	0,7	2,1	-5,4	-2,9	2,8
2012 I	0,6	-2,1	-1,7	-3,7	-1,3	1,1	1,1	5,2	1,0	0,7	2,0	-4,2	-2,1	2,3
2012 Mar	0,6	-2,1	-1,7	-3,7	-1,3	1,1	1,1	5,2	1,0	0,7	2,0	-4,2	-2,1	2,3
Abr	0,5	-2,4	-1,1	-3,8	-2,1	1,0	0,9	5,5	0,9	0,6	1,7	-3,3	-0,7	1,8
May <sup>(p)</sup>	0,3	-1,9	-0,8	-3,7	-1,3	0,7	0,7	4,5	0,7	0,1	1,0	-3,5	-0,7	1,1

Fuente: BCE.

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

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

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

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

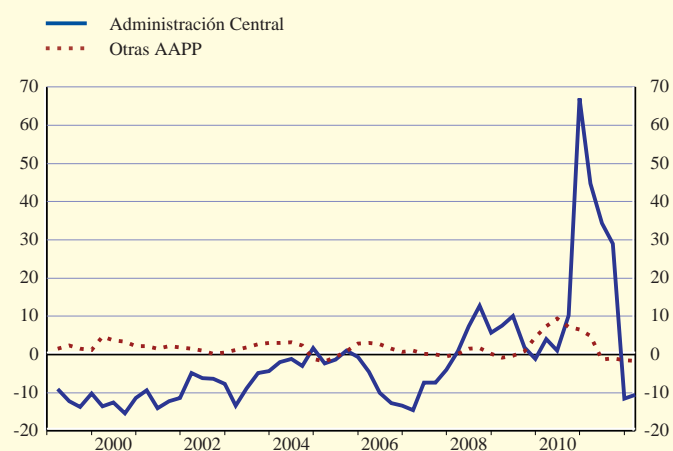
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos sin desestacionalizar; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

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

	AAPP					No residentes en la zona del euro				
	Total	Administración Central	Otras AAPP			Total	Bancos <sup>3)</sup>	No bancos		
			Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social			Total	AAPP	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Saldos vivos</b>										
2010	1.221,8	397,5	225,2	553,0	46,1	2.963,0	2.010,9	952,1	49,5	902,6
2011	1.160,5	349,0	221,7	568,1	21,7	3.020,8	2.022,6	998,3	62,4	935,9
2011 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	1.160,5	349,0	221,7	568,1	21,7	3.020,8	2.022,6	998,3	62,4	935,9
2012 I <sup>(p)</sup>	1.137,5	321,9	224,0	567,4	24,0	3.004,9	1.996,0	1.007,8	59,6	948,3
<b>Operaciones</b>										
2010	207,2	156,3	14,9	24,1	11,9	6,3	8,3	-2,3	0,6	-2,9
2011	-58,0	-45,7	-0,4	11,4	-23,6	15,9	-26,1	42,0	12,9	29,1
2011 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	13,8	4,9	1,2	10,6	-3,2	-150,7	-107,7	-43,1	-1,4	-41,6
2012 I <sup>(p)</sup>	-22,1	-26,8	-1,7	3,8	2,7	40,1	15,2	23,8	-2,0	25,8
<b>Tasas de crecimiento</b>										
2010	20,6	67,1	7,1	4,6	35,1	0,6	0,5	-0,1	0,8	-0,2
2011	-4,8	-11,5	-0,2	2,1	-52,2	0,7	-1,1	4,4	26,6	3,2
2011 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	-4,8	-11,5	-0,2	2,1	-52,2	0,7	-1,1	4,4	26,6	3,2
2012 I <sup>(p)</sup>	-4,4	-10,6	-2,8	1,8	-42,4	0,1	-0,4	1,0	7,5	0,6

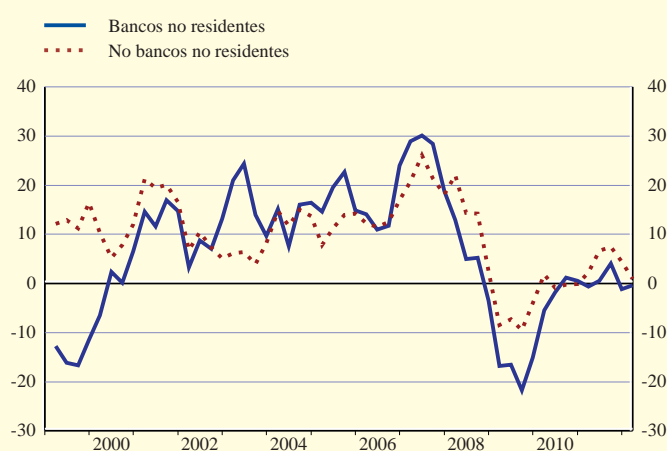
### G7 Préstamos a las AAPP <sup>2)</sup>

(tasas de crecimiento interanual; datos sin desestacionalizar)



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

(tasas de crecimiento interanual; datos sin desestacionalizar)



Fuente: BCE.

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

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

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

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

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

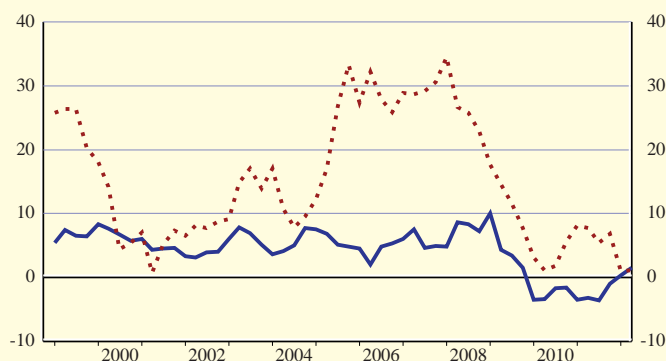
### 1. Depósitos de los intermediarios financieros

	Empresas de seguros y fondos de pensiones							Otros intermediarios financieros							
	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales	
			Hasta 2 años	A más de 2 años	Hasta 3 meses	A más de 3 meses				Hasta 2 años	A más de 2 años	Hasta 3 meses	A más de 3 meses		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
<b>Saldos vivos</b>															
2010	716,9	84,6	79,3	528,3	2,6	0,3	21,9	2.168,3	358,5	305,7	1.132,6	10,7	0,5	360,3	255,0
2011	704,0	92,1	79,9	512,4	4,0	0,2	15,5	2.220,9	390,0	284,9	1.190,9	14,7	0,5	339,9	260,0
2011 IV	704,0	92,1	79,9	512,4	4,0	0,2	15,5	2.220,9	390,0	284,9	1.190,9	14,7	0,5	339,9	260,0
2012 I	711,3	98,4	86,8	504,6	4,5	0,2	16,9	2.211,1	420,1	265,9	1.148,9	15,5	0,4	360,4	275,9
2012 Feb	721,4	107,0	87,1	506,7	4,2	0,2	16,1	2.250,7	408,2	277,4	1.175,9	14,1	0,3	374,7	286,2
Mar	711,3	98,4	86,8	504,6	4,5	0,2	16,9	2.211,1	420,1	265,9	1.148,9	15,5	0,4	360,4	275,9
Abr	718,6	105,9	87,7	503,6	4,7	0,2	16,5	2.200,9	405,1	269,7	1.141,1	15,1	0,5	369,3	280,7
May <sup>(p)</sup>	709,7	104,0	86,5	501,7	5,4	0,2	11,9	2.187,4	414,8	264,9	1.112,7	14,3	0,3	380,4	290,5
<b>Operaciones</b>															
2010	-26,5	-3,3	-8,4	-16,6	0,2	0,0	1,6	156,9	45,1	-37,6	52,8	-8,0	0,4	104,2	-
2011	1,9	11,7	4,2	-14,2	1,1	-0,1	-0,9	19,9	28,9	-29,1	16,4	3,9	0,1	-0,3	5,5
2011 IV	-8,5	3,6	-5,2	-6,4	0,1	0,0	-0,7	-98,7	4,7	-23,7	19,1	3,3	0,1	-102,1	-79,6
2012 I	7,9	6,4	6,7	-7,1	0,5	0,0	1,4	-6,7	31,1	-18,2	-40,8	0,8	-0,2	20,6	15,5
2012 Feb	2,1	-2,0	3,8	-2,3	0,1	0,0	2,4	-1,3	-6,9	2,5	-11,4	0,1	0,0	14,4	15,6
Mar	-10,3	-8,7	-0,4	-2,2	0,3	0,0	0,7	-40,3	11,7	-11,7	-27,3	1,4	0,0	-14,4	-10,3
Abr	7,0	7,6	0,3	-0,8	0,2	0,0	-0,3	-14,4	-15,6	3,6	-8,6	-0,2	0,1	6,3	2,2
May <sup>(p)</sup>	-6,5	-1,9	-1,4	-1,9	0,7	0,0	-2,1	3,6	7,3	-6,3	-32,1	-0,9	-0,2	35,7	34,5
<b>Tasas de crecimiento</b>															
2010	-3,6	-3,4	-9,6	-3,0	9,7	-	7,8	8,1	14,4	-11,1	4,9	-48,5	-	41,1	-
2011	0,3	14,4	5,6	-2,7	43,3	-	-5,2	0,9	8,1	-9,3	1,4	36,1	-	-0,2	2,1
2011 IV	0,3	14,4	5,6	-2,7	43,3	-	-5,2	0,9	8,1	-9,3	1,4	36,1	-	-0,2	2,1
2012 I	1,5	17,9	14,8	-3,8	43,3	-	18,9	1,1	11,8	-13,2	-1,0	31,5	-	8,1	14,6
2012 Feb	2,2	25,8	14,4	-3,6	38,3	-	4,2	2,5	7,9	-9,7	2,1	26,8	-	8,0	13,5
Mar	1,5	17,9	14,8	-3,8	43,3	-	18,9	1,1	11,8	-13,2	-1,0	31,5	-	8,1	14,6
Abr	1,1	23,4	10,3	-3,9	14,4	-	-3,8	-1,3	6,0	-14,3	-2,6	37,0	-	5,5	12,5
May <sup>(p)</sup>	1,2	21,4	15,5	-4,1	35,0	-	-7,8	-2,3	10,1	-17,4	-4,8	19,7	-	5,2	8,3

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

(tasas de crecimiento interanual)

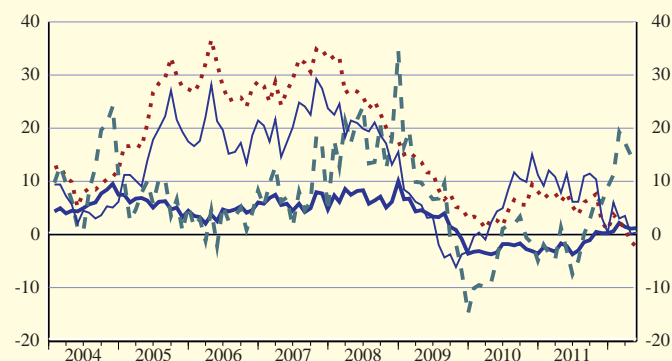
- Empresas de seguros y fondos de pensiones (total)
- Otros intermediarios financieros (total)



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

(tasas de crecimiento interanual)

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



Fuente: BCE.

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

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

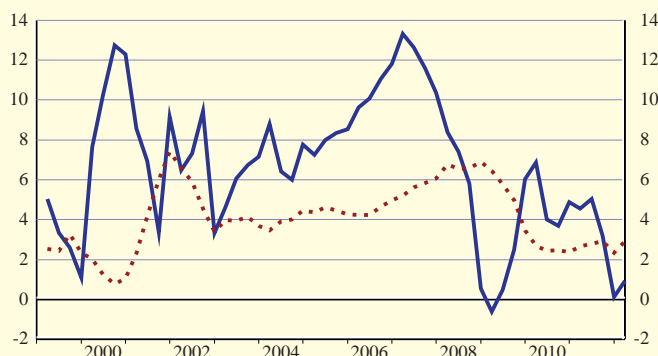
### 2. Depósitos de las sociedades no financieras y de los hogares

	Sociedades no financieras							Hogares <sup>3)</sup>						
	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales
			Hasta 2 años	A más de 2 años	Hasta 3 meses	A más de 3 meses				Hasta 2 años	A más de 2 años	Hasta 3 meses	A más de 3 meses	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>Saldos vivos</b>														
2010	1.670,7	1.036,4	455,5	87,2	75,8	1,5	14,2	5.739,1	2.244,5	901,0	665,0	1.788,5	110,3	29,8
2011	1.685,9	1.044,1	453,5	97,7	72,3	2,0	16,3	5.894,0	2.255,7	948,3	723,7	1.837,0	106,7	22,7
2011 IV	1.685,9	1.044,1	453,5	97,7	72,3	2,0	16,3	5.894,0	2.255,7	948,3	723,7	1.837,0	106,7	22,7
2012 I	1.663,6	1.019,5	451,6	100,6	76,0	2,2	13,8	5.945,1	2.223,2	995,4	736,9	1.864,7	105,0	19,9
2012 Feb	1.628,9	989,8	448,5	100,3	74,1	2,1	14,1	5.919,2	2.218,2	982,2	734,0	1.858,4	105,6	20,8
Mar	1.663,6	1.019,5	451,6	100,6	76,0	2,2	13,8	5.945,1	2.223,2	995,4	736,9	1.864,7	105,0	19,9
Abr	1.650,1	1.012,5	442,6	102,2	77,0	1,8	14,0	5.968,5	2.246,5	992,3	738,8	1.868,2	105,0	17,6
May <sup>4)</sup>	1.661,2	1.031,7	430,8	102,3	79,5	1,7	15,2	5.961,4	2.243,9	983,5	741,0	1.872,4	104,3	16,3
<b>Operaciones</b>														
2010	78,1	40,3	23,2	9,0	7,8	-0,2	-2,1	132,9	81,7	-98,9	58,7	113,6	-14,6	-7,5
2011	2,3	3,5	-2,7	8,7	-7,3	0,4	-0,5	134,3	7,4	42,6	50,5	43,5	-2,6	-7,0
2011 IV	21,6	46,5	-17,2	0,8	-6,5	0,3	-2,4	56,7	14,4	25,9	13,7	15,1	-1,3	-11,2
2012 I	-20,7	-23,1	-2,8	4,3	3,2	0,2	-2,4	52,4	-32,0	47,2	13,6	29,0	-2,6	-2,8
2012 Feb	-0,8	-2,8	-0,5	3,0	0,3	0,1	-0,9	16,5	-10,3	15,8	7,1	6,8	-1,2	-1,7
Mar	34,4	29,5	2,9	0,3	1,9	0,0	-0,3	25,8	4,8	13,3	2,9	6,3	-0,7	-0,9
Abr	-13,7	-6,8	-9,1	1,6	0,8	-0,4	0,1	22,0	22,1	-3,1	1,8	3,5	0,1	-2,3
May <sup>4)</sup>	7,3	16,0	-12,8	0,6	2,5	-0,1	1,1	-9,3	-3,4	-10,1	2,2	4,1	-0,7	-1,3
<b>Tasas de crecimiento</b>														
2010	4,9	4,1	5,3	11,2	11,4	-10,1	-12,8	2,4	3,8	-9,9	9,7	6,8	-11,7	-20,2
2011	0,1	0,3	-0,6	9,9	-9,3	29,0	-5,2	2,3	0,3	4,7	7,5	2,4	-2,4	-23,6
2011 IV	0,1	0,3	-0,6	9,9	-9,3	29,0	-5,2	2,3	0,3	4,7	7,5	2,4	-2,4	-23,6
2012 I	0,9	1,8	-1,8	12,0	-6,5	3,5	-4,0	2,9	0,0	9,6	7,3	2,8	-4,8	-36,6
2012 Feb	0,8	1,2	-0,5	11,0	-8,7	0,6	4,2	2,5	-0,4	7,8	7,4	2,6	-4,0	-32,8
Mar	0,9	1,8	-1,8	12,0	-6,5	3,5	-4,0	2,9	0,0	9,6	7,3	2,8	-4,8	-36,6
Abr	-0,1	1,0	-3,3	11,6	-5,5	-13,1	-20,2	2,8	-0,2	9,4	6,7	2,8	-4,0	-45,8
May <sup>4)</sup>	0,1	2,8	-6,4	10,3	-1,9	-16,0	-27,0	2,7	0,4	8,2	5,9	3,0	-4,7	-52,5

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

(tasas de crecimiento interanual)

- Sociedades no financieras (total)
- Hogares (total)



Fuente: BCE.

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

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

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

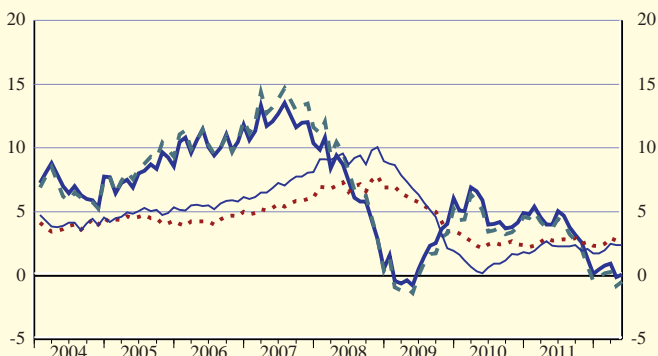
4) Comprende los depósitos de las columnas 2, 3, 5 y 7.

5) Comprende los depósitos de las columnas 9, 10, 12 y 14.

### G12 Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector <sup>2)</sup>

(tasas de crecimiento interanual)

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



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

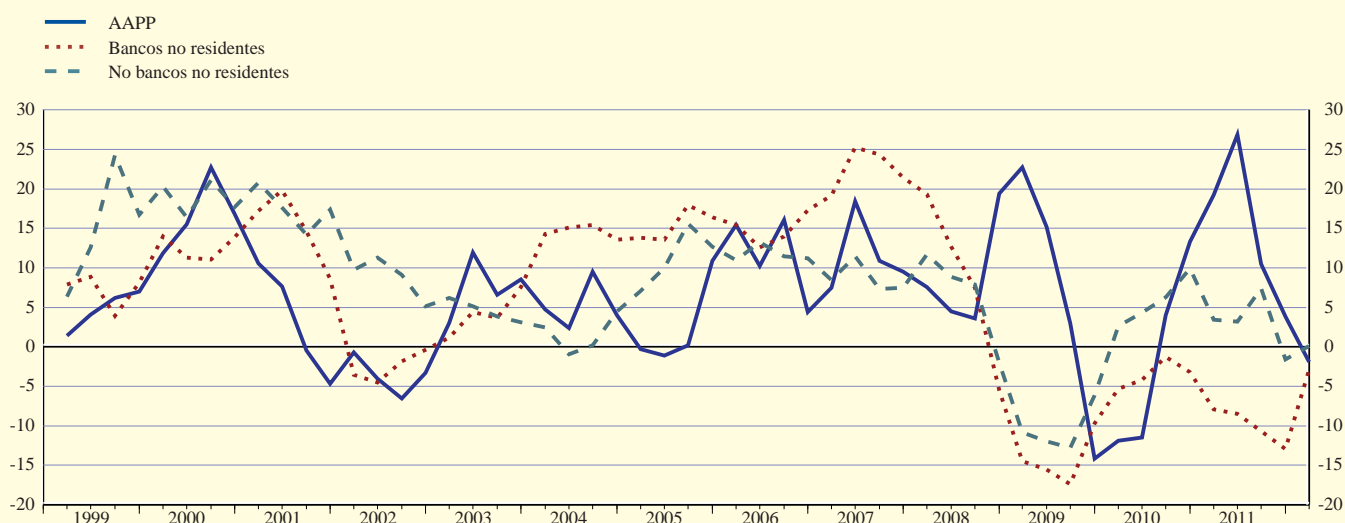
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

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

	AAPP					No residentes en la zona del euro				
	Total	Administración Central	Otras AAPP			Total	Bancos <sup>3)</sup>	No bancos		
			Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social			Total	AAPP	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Saldos vivos</b>										
2010	427,6	196,2	47,7	109,6	74,1	3.488,8	2.492,0	996,9	45,9	950,9
2011	442,7	195,5	48,6	113,5	85,2	3.153,0	2.175,4	977,5	44,3	933,2
2011 II	521,5	266,4	55,0	112,6	87,5	3.276,4	2.291,6	984,8	47,7	937,1
2011 III	464,8	211,4	54,3	111,4	87,8	3.343,0	2.295,3	1.047,7	50,0	997,7
2011 IV	442,7	195,5	48,6	113,5	85,2	3.153,0	2.175,4	977,5	44,3	933,2
2012 I <sup>(p)</sup>	466,7	192,5	65,0	113,4	95,9	3.311,7	2.328,6	981,4	54,8	926,6
<b>Operaciones</b>										
2010	49,9	47,4	4,3	-5,0	2,9	0,8	-83,9	84,7	7,5	77,1
2011	16,9	3,3	0,6	2,3	10,6	-334,6	-318,0	-16,7	-2,1	-14,6
2011 II	45,7	30,9	2,7	3,9	8,2	-19,7	-41,5	21,8	6,4	15,4
2011 III	-56,9	-55,1	-1,0	-1,2	0,2	0,6	-49,1	49,7	1,4	48,3
2011 IV	-22,3	-15,9	-5,9	2,1	-2,5	-234,1	-151,5	-82,6	-6,2	-76,4
2012 I <sup>(p)</sup>	24,6	-2,9	16,5	0,5	10,9	190,3	176,9	11,7	11,1	0,6
<b>Tasas de crecimiento</b>										
2010	13,3	32,2	9,9	-4,4	4,1	0,3	-3,2	9,9	12,7	9,6
2011	3,9	1,3	1,3	2,1	14,3	-9,7	-13,0	-1,6	-4,3	-1,5
2011 II	26,8	61,3	1,2	-2,6	14,0	-5,2	-8,5	3,2	5,0	3,1
2011 III	10,5	21,6	-7,8	-1,9	17,0	-5,6	-10,7	7,4	3,3	7,6
2011 IV	3,9	1,3	1,3	2,1	14,3	-9,7	-13,0	-1,6	-4,3	-1,5
2012 I <sup>(p)</sup>	-1,9	-18,3	23,5	4,8	21,2	-1,9	-2,9	0,1	30,0	-1,2

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

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

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

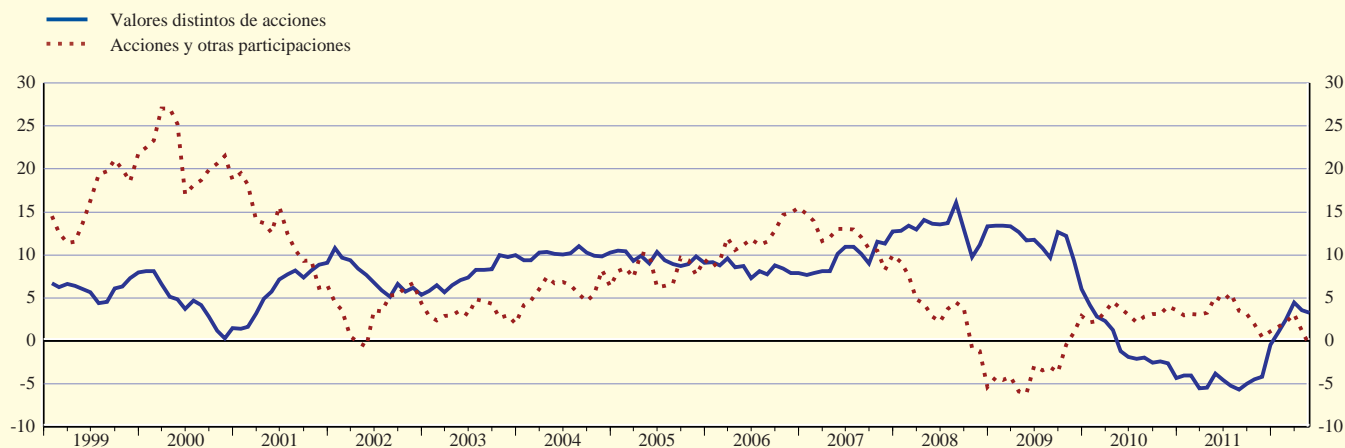
## 2.6 Detalle de los valores en poder de las IFM <sup>1), 2)</sup>

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

	Valores distintos de acciones							Acciones y otras participaciones				
	Total	IFM		AAPP		Otros residentes en la zona del euro		No residentes en la zona del euro	Total	IFM	No IFM	No residentes en la zona del euro
		Euro	No euro	Euro	No euro	Euro	No euro					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>Saldos vivos</b>												
2010	5.991,2	1.778,4	107,4	1.507,8	16,4	1.500,9	27,8	1.052,6	1.535,9	445,3	787,8	302,8
2011	5.697,8	1.763,8	87,8	1.373,0	22,9	1.489,5	28,3	932,5	1.507,6	485,7	726,5	295,4
2011 IV	5.697,8	1.763,8	87,8	1.373,0	22,9	1.489,5	28,3	932,5	1.507,6	485,7	726,5	295,4
2012 I	5.919,5	1.821,1	98,0	1.496,2	32,1	1.492,2	24,9	955,1	1.526,6	489,4	742,2	295,0
2012 Feb	5.862,2	1.815,9	91,0	1.469,4	31,0	1.506,0	23,6	925,4	1.515,5	491,5	731,6	292,4
Mar	5.919,5	1.821,1	98,0	1.496,2	32,1	1.492,2	24,9	955,1	1.526,6	489,4	742,2	295,0
Abr	5.871,6	1.798,9	98,6	1.494,2	33,0	1.486,8	23,9	936,0	1.535,0	488,8	753,3	292,8
May <sup>(p)</sup>	5.897,8	1.783,9	102,0	1.511,8	34,7	1.486,7	24,8	953,9	1.517,7	488,1	738,4	291,1
<b>Operaciones</b>												
2010	-270,8	-167,1	-6,9	42,8	-2,0	10,1	-14,8	-132,9	54,4	28,2	5,2	20,9
2011	-25,9	45,4	8,0	-4,4	5,5	-19,9	0,4	-60,9	17,2	60,1	-31,5	-11,4
2011 IV	75,1	66,4	0,5	-14,6	-0,2	36,5	2,3	-15,9	-8,0	5,2	-9,5	-3,6
2012 I	253,1	60,1	13,0	135,4	10,7	5,3	-1,8	30,5	30,8	11,7	19,3	-0,2
2012 Feb	93,3	31,2	3,7	38,9	8,0	5,7	0,1	5,8	-3,9	0,6	-1,4	-3,1
Mar	48,6	1,3	6,4	39,5	1,5	-12,6	1,2	11,4	18,3	2,2	12,6	3,4
Abr	-54,5	-23,6	-0,9	1,9	0,5	-4,2	-1,4	-26,8	20,4	0,8	20,6	-1,0
May <sup>(p)</sup>	11,6	-13,3	-0,5	28,4	-0,4	0,6	-0,2	-3,0	-8,2	1,6	-9,3	-0,6
<b>Tasas de crecimiento</b>												
2010	-4,3	-8,5	-5,5	2,9	-11,1	0,7	-35,4	-11,2	3,6	6,5	0,6	7,5
2011	-0,4	2,7	7,8	-0,4	33,8	-1,3	0,8	-6,2	1,1	13,8	-4,1	-3,7
2011 IV	-0,4	2,7	7,8	-0,4	33,8	-1,3	0,8	-6,2	1,1	13,8	-4,1	-3,7
2012 I	4,5	7,6	23,0	8,9	56,4	1,2	-12,9	-4,4	3,1	16,2	-2,4	-1,7
2012 Feb	2,5	6,1	19,1	5,0	63,9	0,1	-12,3	-6,1	2,2	15,6	-3,8	-2,0
Mar	4,5	7,6	23,0	8,9	56,4	1,2	-12,9	-4,4	3,1	16,2	-2,4	-1,7
Abr	3,6	7,3	16,8	8,3	61,6	0,4	-7,5	-6,6	1,2	16,0	-4,8	-4,3
May <sup>(p)</sup>	3,3	6,2	5,5	9,8	60,7	0,6	-8,4	-7,6	-0,5	8,8	-3,8	-6,1

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

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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



**2.7 Detalle de algunas partidas del balance de las IFM, por monedas <sup>1), 2)</sup>**

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

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

	IFM <sup>3)</sup>							No IFM						
	Total monedas (saldos vivos)	Euro <sup>4)</sup>	Monedas distintas del euro				Total monedas (saldos vivos)	Euro <sup>4)</sup>	Monedas distintas del euro					
			Total	USD	JPY	CHF			GBP	Total	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>Préstamos</b>														
<i>A residentes en la zona del euro</i>														
2010	5.517,1	-	-	-	-	-	12.247,8	96,0	4,0	2,1	0,2	1,1	0,4	
2011	6.160,7	-	-	-	-	-	12.320,1	96,2	3,8	1,9	0,3	1,1	0,4	
2011 IV	6.160,7	-	-	-	-	-	12.320,1	96,2	3,8	1,9	0,3	1,1	0,4	
2012 I <sup>4)</sup>	6.330,9	-	-	-	-	-	12.298,7	96,3	3,7	1,8	0,2	1,1	0,4	
<i>A no residentes en la zona del euro</i>														
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	2.022,6	44,5	55,5	35,6	2,5	2,7	9,3	998,3	38,2	61,8	41,2	2,6	3,3	7,8
2011 IV	2.022,6	44,5	55,5	35,6	2,5	2,7	9,3	998,3	38,2	61,8	41,2	2,6	3,3	7,8
2012 I <sup>4)</sup>	1.996,0	47,9	52,1	32,9	2,5	2,6	8,5	1.007,8	39,1	60,9	41,0	2,4	3,1	7,6
<b>Valores distintos de acciones</b>														
<i>Emitidos por residentes en la zona del euro</i>														
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	1.851,6	95,3	4,7	2,5	0,1	0,3	1,5	2.913,7	98,2	1,8	1,0	0,2	0,1	0,4
2011 IV	1.851,6	95,3	4,7	2,5	0,1	0,3	1,5	2.913,7	98,2	1,8	1,0	0,2	0,1	0,4
2012 I <sup>4)</sup>	1.919,1	94,9	5,1	2,6	0,1	0,3	1,8	3.045,3	98,1	1,9	1,1	0,1	0,1	0,4
<i>Emitidos por no residentes en la zona del euro</i>														
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	457,0	56,4	43,6	21,1	0,3	0,3	16,0	475,5	32,3	67,7	39,3	5,8	0,7	13,7
2011 IV	457,0	56,4	43,6	21,1	0,3	0,3	16,0	475,5	32,3	67,7	39,3	5,8	0,7	13,7
2012 I <sup>4)</sup>	489,5	55,5	44,5	19,8	0,3	0,3	20,2	465,1	33,5	66,5	36,2	4,5	0,9	13,6
<b>Depósitos</b>														
<i>De residentes en la zona del euro</i>														
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	6.318,9	92,1	7,9	5,2	0,2	1,2	0,7	10.947,4	97,0	3,0	2,0	0,1	0,1	0,4
2011 IV	6.318,9	92,1	7,9	5,2	0,2	1,2	0,7	10.947,4	97,0	3,0	2,0	0,1	0,1	0,4
2012 I <sup>4)</sup>	6.470,7	93,4	6,6	3,9	0,2	1,2	0,6	10.997,8	97,1	2,9	1,9	0,1	0,1	0,4
<i>De no residentes en la zona del euro</i>														
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	2.175,4	59,2	40,8	25,6	2,1	1,8	7,2	977,5	56,1	43,9	30,0	2,0	1,5	5,1
2011 IV	2.175,4	59,2	40,8	25,6	2,1	1,8	7,2	977,5	56,1	43,9	30,0	2,0	1,5	5,1
2012 I <sup>4)</sup>	2.328,6	60,4	39,6	25,4	1,8	1,6	6,9	981,4	55,4	44,6	29,8	2,0	1,3	5,2

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

	Total monedas (saldos vivos)	Euro <sup>4)</sup>	Monedas distintas del euro				
			Total	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	
2010	5.082,6	81,6	18,4	9,7	1,8	2,1	2,5
2011	5.236,8	82,0	18,0	9,4	1,7	2,0	2,6
2011 IV	5.236,8	82,0	18,0	9,4	1,7	2,0	2,6
2012 I <sup>4)</sup>	5.295,7	82,5	17,5	9,3	1,5	2,0	2,4

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.
- En el caso de las no residentes en la zona del euro, el término «IFM» se emplea para designar a entidades similares a las IFM de la zona del euro.
- Incluye las emisiones en cualquiera de las denominaciones nacionales del euro.

## 2.8 Balance agregado de los fondos de inversión de la zona del euro <sup>1)</sup>

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

### 1. Activo

	Total	Depósitos y préstamos	Valores distintos de acciones	Acciones y otras participaciones (excluidas las participaciones en fondos de inversión/ fondos del mercado monetario)	Participaciones en fondos de inversión/ fondos del mercado monetario	Activos no financieros	Otros activos (incluidos derivados financieros)
	1	2	3	4	5	6	7
Saldos vivos							
2011 Oct	6.177,6	422,1	2.371,2	1.735,9	844,4	234,6	569,5
Nov	6.082,0	418,5	2.345,8	1.703,6	826,9	235,0	552,1
Dic	6.212,3	416,0	2.504,1	1.732,5	838,2	236,2	485,3
2012 Ene	6.485,7	436,9	2.581,5	1.824,3	864,7	239,6	538,7
Feb	6.645,9	446,0	2.635,7	1.883,3	884,0	241,0	555,9
Mar	6.678,7	443,0	2.673,0	1.886,9	888,5	241,7	545,6
Abr <sup>(p)</sup>	6.677,7	446,9	2.692,1	1.857,1	886,1	241,6	554,0
Operaciones							
2011 III	-4,9	29,0	-21,0	-41,9	-16,1	2,8	42,3
IV	-184,3	-34,0	-2,9	-26,4	-11,2	2,1	-112,0
2012 I	146,7	15,6	71,2	3,3	10,7	4,9	40,8

### 2. Pasivo

	Total	Préstamos y depósitos recibidos	Participaciones en fondos de inversión emitidas			Otros pasivos (incluidos derivados financieros)	
			Total	Mantenidas por residentes en la zona del euro	Mantenidas por no residentes en la zona del euro		
							Fondos de inversión
	1	2	3	4	5	6	7
Saldos vivos							
2011 Oct	6.177,6	127,9	5.531,3	4.243,2	615,7	1.288,1	518,4
Nov	6.082,0	128,8	5.447,1	4.162,2	597,5	1.284,9	506,0
Dic	6.212,3	117,6	5.663,8	4.263,7	613,5	1.400,1	430,9
2012 Ene	6.485,7	124,4	5.881,2	4.420,9	649,9	1.460,3	480,1
Feb	6.645,9	134,1	6.019,0	4.530,5	676,0	1.488,5	492,8
Mar	6.678,7	127,2	6.065,9	4.556,0	684,3	1.509,9	485,5
Abr <sup>(p)</sup>	6.677,7	132,0	6.055,9	4.533,7	678,2	1.522,1	489,9
Operaciones							
2011 III	-4,9	6,5	-44,3	-55,4	-31,3	11,1	32,8
IV	-184,3	-13,5	-40,3	-58,2	-3,0	18,8	-130,6
2012 I	146,7	9,1	91,7	64,8	30,8	26,9	45,9

### 3. Participaciones en fondos de inversión emitidas, por política de inversión y tipo de fondo

	Total	Fondos por política de inversión					Fondos por tipo de fondo			Pro memoria: Fondos del mercado monetario
		Fondos de renta fija	Fondos de renta variable	Fondos mixtos	Fondos inmobiliarios	Fondos de inversión libre	Otros fondos	Fondos de capital variable	Fondos de capital fijo	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2011 Sep	5.423,0	1.786,1	1.414,2	1.387,7	290,7	119,0	425,3	5.333,8	89,2	1.066,9
Oct	5.531,3	1.789,0	1.504,0	1.406,0	293,2	115,6	423,5	5.449,3	81,9	1.051,6
Nov	5.447,1	1.757,7	1.473,5	1.384,2	292,5	118,7	420,5	5.364,6	82,5	1.083,5
Dic	5.663,8	1.920,2	1.496,4	1.403,1	296,1	122,1	426,0	5.579,1	84,7	991,9
2012 Ene	5.881,2	2.016,4	1.583,8	1.458,0	303,3	129,6	390,2	5.792,8	88,4	949,8
Feb	6.019,0	2.053,9	1.638,6	1.490,4	305,8	130,3	400,1	5.933,5	85,5	935,4
Mar	6.065,9	2.086,5	1.641,4	1.498,0	309,0	132,3	398,7	5.980,4	85,6	956,8
Abr <sup>(p)</sup>	6.055,9	2.106,9	1.614,0	1.495,6	308,6	133,9	397,0	5.969,7	86,2	972,4
Operaciones										
2011 Oct	-18,8	1,3	-2,5	-6,1	0,8	-0,7	-11,6	-12,0	-6,8	-5,7
Nov	-21,7	-8,7	-8,5	-5,8	-0,1	0,1	1,3	-22,4	0,6	19,1
Dic	0,3	10,6	-6,7	-3,1	2,7	-0,3	-3,0	-1,9	2,1	0,7
2012 Ene	21,1	15,6	3,3	-1,2	3,8	0,9	-1,3	16,6	4,6	6,1
Feb	33,4	13,3	1,9	11,9	1,3	0,2	4,8	35,7	-2,3	2,8
Mar	37,2	28,2	4,7	4,8	1,8	-1,1	-1,2	36,5	0,7	18,5
Abr <sup>(p)</sup>	0,7	11,0	-12,9	2,5	-0,7	0,3	0,5	0,2	0,5	9,3

Fuente: BCE.

1) Distintos de los fondos del mercado monetario (que figuran en la columna 10 del cuadro 3 de esta sección, titulada Pro memoria). Para más información, véanse las Notas Generales.

**2.9 Detalle de valores mantenidos por los fondos de inversión <sup>1)</sup>, por emisor**

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

**1. Valores distintos de acciones**

	Total	Zona del euro						Resto del mundo			
		Total	IFM	Adminis- traciones Públicas	Otros intermediarios financieros	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Sociedades no financieras	Estados miembros de la UE no pertencientes a la zona del euro	Estados Unidos	Japón	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Saldos vivos</b>											
2011 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	2.384,2	1.414,5	380,7	682,7	184,2	4,7	162,1	969,8	252,4	369,8	18,7
IV	2.504,1	1.423,1	390,9	674,4	185,5	4,5	167,6	1.081,1	270,5	436,8	20,4
2012 I <sup>(p)</sup>	2.673,0	1.502,4	425,1	678,3	208,7	5,7	184,6	1.170,6	313,2	453,1	15,5
<b>Operaciones</b>											
2011 III	-21,0	-16,6	-5,9	1,5	-7,6	-0,4	-4,3	-4,4	6,0	-4,1	5,3
IV	-2,9	0,0	3,4	-6,5	-1,1	-0,3	4,4	-1,5	-3,2	1,6	-0,3
2012 I <sup>(p)</sup>	71,2	12,7	10,3	-21,9	14,7	0,5	9,0	58,5	20,3	15,5	-4,3

**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 <sup>2)</sup>	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Sociedades no financieras	Estados miembros de la UE no pertencientes a la zona del euro	Estados Unidos	Japón	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Saldos vivos</b>											
2011 II	1.958,4	773,5	84,5	-	41,1	26,1	621,8	1.184,9	166,4	362,8	77,0
III	1.632,5	615,6	53,3	-	35,7	20,4	506,2	1.016,9	141,8	323,6	72,5
IV	1.732,5	636,2	51,1	-	36,2	21,5	527,4	1.096,4	154,6	356,6	71,2
2012 I <sup>(p)</sup>	1.886,9	689,0	57,4	-	41,6	24,1	565,8	1.197,9	162,6	389,7	75,4
<b>Operaciones</b>											
2011 III	-41,9	-8,9	-4,9	-	-0,7	0,2	-3,4	-33,1	-5,1	-11,8	-3,2
IV	-26,4	-9,5	-1,7	-	-2,4	0,4	-5,9	-16,9	-0,9	-7,4	0,9
2012 I <sup>(p)</sup>	3,3	-4,4	4,0	-	0,7	-1,2	-8,0	7,7	-2,4	-0,4	-1,6

**3. Participaciones en fondos de inversión/fondos del mercado monetario**

	Total	Zona del euro						Resto del mundo			
		Total	IFM <sup>2)</sup>	Adminis- traciones Públicas	Otros intermediarios financieros <sup>2)</sup>	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Sociedades no financieras	Estados miembros de la UE no pertencientes a la zona del euro	Estados Unidos	Japón	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Saldos vivos</b>											
2011 II	886,8	752,0	79,3	-	672,7	-	-	134,8	22,1	42,8	0,5
III	830,7	698,5	94,5	-	604,0	-	-	132,2	20,1	42,6	0,5
IV	838,2	708,5	95,0	-	613,5	-	-	129,7	20,8	40,2	0,6
2012 I <sup>(p)</sup>	888,5	753,3	69,0	-	684,3	-	-	135,2	25,2	41,2	0,6
<b>Operaciones</b>											
2011 III	-16,1	-15,3	16,0	-	-31,3	-	-	-0,8	-0,5	-0,4	0,0
IV	-11,2	-2,6	0,4	-	-3,0	-	-	-8,6	-0,8	-9,1	0,0
2012 I <sup>(p)</sup>	10,7	11,4	-19,4	-	30,8	-	-	-0,6	2,2	-0,6	-0,1

Fuente: BCE.

1) Distintos de los fondos del mercado monetario. Para más información, véanse las Notas Generales.

2) Las participaciones en fondos de inversión (distintas de las participaciones en fondos del mercado monetario) son emitidas por 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							
	1	2	3	4	No dados de baja en el balance de las IFM <sup>1)</sup>	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Saldos vivos</b>														
2011 I	2.255,4	351,2	1.484,8	1.184,8	595,3	142,5	21,8	5,9	129,9	241,6	89,0	36,3	52,4	
II	2.217,9	340,0	1.462,9	1.166,7	585,5	144,7	20,4	5,2	126,0	232,6	88,6	35,7	58,2	
III	2.201,7	321,4	1.465,9	1.178,9	590,5	142,8	20,5	5,1	118,5	232,3	86,9	37,8	57,5	
IV	2.273,2	324,8	1.533,7	1.244,2	583,1	147,8	20,8	4,8	116,1	229,0	90,0	36,8	58,9	
2012 I	2.226,8	318,4	1.503,7	1.209,6	553,7	143,2	20,5	4,8	125,7	217,3	86,2	35,6	65,6	
<b>Operaciones</b>														
2011 I	-96,5	-25,0	-39,3	-44,3	-	5,3	-0,3	-0,1	0,2	-9,9	-2,4	-5,1	-14,8	
II	-43,0	-11,1	-25,0	-21,4	-	2,0	-0,7	-0,3	-4,4	-7,9	0,0	0,0	1,1	
III	-26,1	-18,5	1,9	11,4	-	-2,1	-0,1	0,0	-7,3	-2,2	-2,1	-1,1	-4,2	
IV	69,9	3,4	65,9	64,1	-	4,2	0,3	-0,4	-2,4	-2,9	2,3	-1,0	2,2	
2012 I	-54,0	-6,1	-28,3	-19,5	-	-4,5	-0,3	0,0	-4,0	-13,2	-2,8	-0,9	-2,7	

### 2. Pasivo

	Total	Préstamos y depósitos recibidos	Valores distintos de acciones emitidos			Capital y reservas	Otros pasivos
			Total	Hasta 2 años	A más de 2 años		
	1	2	3	4	5	6	7
<b>Saldos vivos</b>							
2011 I	2.255,4	135,1	1.884,4	70,0	1.814,4	36,3	199,6
II	2.217,9	135,9	1.841,7	66,4	1.775,3	35,2	205,2
III	2.201,7	134,1	1.823,0	63,8	1.759,2	34,7	210,0
IV	2.273,2	150,8	1.883,7	66,7	1.817,0	33,9	204,7
2012 I	2.226,8	152,6	1.824,7	59,8	1.764,9	32,7	216,7
<b>Operaciones</b>							
2011 I	-96,5	-1,1	-82,7	-6,6	-76,1	-6,0	-6,7
II	-43,0	1,4	-47,0	-7,5	-39,5	-0,8	3,3
III	-26,1	-2,2	-24,3	-3,0	-21,3	-1,7	2,1
IV	69,9	16,5	62,0	2,9	59,1	-1,0	-7,6
2012 I	-54,0	1,1	-56,4	-7,9	-48,5	-0,9	2,2

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

	Préstamos titulizados originados en IFM de la zona del euro						Valores distintos de acciones						
	Total	Sector prestatario de la zona del euro <sup>2)</sup>					Sector prestatario fuera de la zona del euro	Total	Residentes en la zona del euro			No residentes en la zona del euro	
		Hogares	Sociedades no financieras	Otros intermediarios financieros	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Administraciones Públicas			Total	IFM	No IFM		
													Sociedades instrumentales
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Saldos vivos</b>													
2011 I	1.184,8	803,6	261,3	17,9	0,2	7,2	34,0	241,6	124,3	42,3	82,0	36,5	117,4
II	1.166,7	788,6	253,1	19,3	0,4	9,8	35,5	232,6	124,2	41,0	83,2	35,4	108,4
III	1.178,9	795,4	254,2	18,7	0,4	9,6	32,9	232,3	122,2	42,1	80,1	33,8	110,1
IV	1.244,2	828,0	262,5	17,9	0,2	6,6	33,6	229,0	120,1	40,7	79,4	33,4	108,9
2012 I	1.209,6	818,9	239,6	17,8	0,2	6,4	29,9	217,3	115,3	40,3	75,0	30,5	102,1
<b>Operaciones</b>													
2011 I	-44,3	-52,2	3,2	-0,4	0,0	0,0	-1,6	-9,9	-5,7	-3,1	-2,7	-0,1	-4,2
II	-21,4	-20,8	0,2	0,8	0,2	2,6	-3,8	-7,9	0,4	-0,4	0,7	-0,7	-8,3
III	11,4	6,2	-0,4	-0,7	0,0	-0,2	-1,2	-2,2	-3,1	-0,2	-2,9	-1,2	1,0
IV	64,1	32,0	8,1	-0,7	-0,1	-3,0	0,3	-2,9	-1,6	-1,5	0,0	-0,2	-1,4
2012 I	-19,5	-13,1	-7,8	0,0	0,0	-0,2	0,0	-13,2	-5,5	-0,8	-4,8	-2,8	-7,7

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 II	6.325,4	781,2	439,9	2.381,9	815,0	1.187,9	97,2	245,6	226,8	149,8
III	6.517,2	782,9	437,5	2.429,4	790,8	1.363,1	94,8	247,9	221,7	148,9
IV	6.642,0	785,8	433,9	2.469,5	805,2	1.442,2	95,2	252,7	209,4	148,1
2010 I	6.871,3	782,5	440,1	2.592,4	810,6	1.519,9	94,0	261,4	227,0	143,5
II	6.889,7	783,7	443,6	2.620,6	789,7	1.506,8	90,8	267,1	242,2	145,3
III	7.064,0	782,0	450,1	2.710,8	807,7	1.547,4	86,9	269,1	264,8	145,1
IV	6.997,3	773,1	454,5	2.646,6	835,5	1.577,6	76,8	269,4	216,8	147,0
2011 I	7.091,4	773,6	455,4	2.703,1	846,1	1.593,8	74,4	274,9	220,8	149,2
II	7.102,9	776,5	462,6	2.713,1	844,3	1.597,2	77,5	265,4	218,2	148,0
III	7.098,9	793,4	459,3	2.741,8	791,4	1.548,6	85,2	264,7	266,6	147,9
IV	7.084,3	786,9	467,1	2.683,3	796,9	1.585,9	87,2	259,5	267,9	149,5
2012 I	7.373,0	796,9	467,7	2.812,0	819,2	1.701,2	88,4	265,5	270,9	151,2

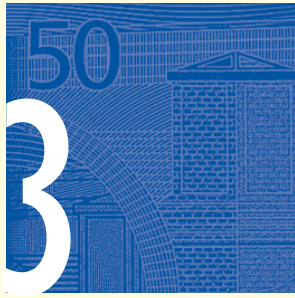
**2. Tenencias de valores distintos de acciones**

	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 II	2.381,9	1.983,2	546,3	1.060,5	223,4	14,1	138,9	398,7
III	2.429,4	2.025,1	553,8	1.090,2	228,5	15,2	137,4	404,3
IV	2.469,5	2.060,7	545,6	1.119,8	239,0	16,7	139,5	408,9
2010 I	2.592,4	2.170,9	575,8	1.198,5	233,8	16,1	146,8	421,4
II	2.620,6	2.196,4	577,8	1.204,4	247,1	16,7	150,4	424,2
III	2.710,8	2.278,7	593,2	1.260,5	252,5	19,1	153,3	432,1
IV	2.646,6	2.219,0	587,0	1.228,6	230,8	17,9	154,7	427,6
2011 I	2.703,1	2.284,0	606,8	1.251,9	254,4	18,8	152,2	419,1
II	2.713,1	2.285,4	626,8	1.269,1	214,3	16,2	158,9	427,7
III	2.741,8	2.309,5	635,1	1.265,0	230,5	17,8	161,0	432,3
IV	2.683,3	2.259,6	615,4	1.189,2	274,1	20,2	160,8	423,7
2012 I	2.812,0	2.356,7	648,0	1.231,7	279,1	20,8	177,2	455,2

**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 II	6.176,4	267,2	33,0	395,4	5.281,3	2.881,4	1.598,9	801,0	199,5	149,0
III	6.337,7	256,3	36,1	442,1	5.407,2	2.970,8	1.637,0	799,4	195,9	179,5
IV	6.440,2	239,6	39,5	438,8	5.524,6	3.037,9	1.686,1	800,6	197,8	201,8
2010 I	6.638,0	255,7	39,5	456,8	5.695,7	3.125,3	1.746,3	824,1	190,2	233,3
II	6.715,3	258,0	40,8	428,6	5.793,9	3.154,1	1.815,1	824,7	194,0	174,4
III	6.873,9	282,7	39,7	437,5	5.933,7	3.217,2	1.896,5	819,9	180,4	190,1
IV	6.828,1	258,9	42,2	445,1	5.913,5	3.254,9	1.839,3	819,2	168,4	169,1
2011 I	6.893,4	271,0	40,1	462,2	5.944,9	3.285,8	1.821,9	837,3	175,1	198,0
II	6.915,3	271,4	43,0	450,7	5.974,7	3.303,0	1.841,2	830,5	175,5	187,6
III	7.028,5	279,2	41,9	405,4	6.113,0	3.289,4	1.994,8	828,9	188,9	70,4
IV	7.044,1	274,5	41,6	405,4	6.135,8	3.294,9	2.017,2	823,7	186,8	40,2
2012 I	7.220,1	283,2	44,6	438,7	6.267,0	3.341,4	2.077,9	847,6	186,6	152,8

Fuente: BCE.



## CUENTAS DE LA ZONA DEL EURO

### 3.1 Cuentas económicas y financieras integradas por sectores institucionales

(mm de euros)

Empleos	Zona del euro	Hogares	Sociedades no financieras	Instituciones financieras	Administraciones Públicas	Resto del mundo
<b>2011 IV</b>						
<b>Cuenta de intercambios exteriores</b>						
Exportaciones de bienes y servicios						605
<i>Balanza comercial</i> <sup>1)</sup>						-32
<b>Cuenta de explotación</b>						
Valor añadido bruto (precios básicos)						
Impuestos menos subvenciones sobre los productos						
Producto interior bruto (precios de mercado)						
Remuneración de los asalariados	1.244	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> <sup>1)</sup>	533	271	233	30	-2	
<b>Cuenta de asignación de la renta primaria</b>						
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> <sup>1)</sup>	2.075	1.705	81	51	238	
<b>Cuenta de distribución secundaria de la renta</b>						
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> <sup>1)</sup>	2.045	1.484	6	54	501	
<b>Cuenta de utilización de la renta</b>						
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> <sup>1)</sup>	111	119	6	39	-53	-25
<b>Cuenta de capital</b>						
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> <sup>1)</sup>	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
<b>2011 IV</b>						
<b>Cuenta de intercambios exteriores</b>						
Importaciones de bienes y servicios						573
<i>Balanza comercial</i>						
<b>Cuenta de explotación</b>						
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) <sup>2)</sup>	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>						
<b>Cuenta de asignación de la renta primaria</b>						
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>						
<b>Cuenta de distribución secundaria de la renta</b>						
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>						
<b>Cuenta de utilización de la renta</b>						
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>						
<b>Cuenta de capital</b>						
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
<b>Balance al principio del período, activos financieros</b>								
<b>Total activos financieros</b>		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>								
<b>Cuenta financiera, activos financieros</b>								
<b>Total de operaciones de activos financieros</b>		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>								
<b>Cuenta de otras variaciones de activos financieros</b>								
<b>Total de otras variaciones de activos financieros</b>		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>								
<b>Balance al final del período, activos financieros</b>								
<b>Total activos financieros</b>		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
<b>Balance al principio del período, pasivos</b>								
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 <sup>1)</sup></i>	-1.529	11.820	-9.217	1.033	558	-150	-5.574	
<b>Cuenta financiera, pasivos</b>								
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 <sup>1)</sup></i>	32	66	4	49	5	-24	-69	-32
<b>Cuenta de otras variaciones de pasivos</b>								
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 <sup>1)</sup></i>	100	66	73	-6	-148	-32	146	-93
<b>Balance al final del período, pasivos</b>								
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	297	1.804	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 <sup>1)</sup></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
<b>Cuenta de explotación</b>								
Valor añadido bruto (precios básicos)								
Impuestos menos subvenciones sobre los productos								
Producto interior bruto (precios de mercado)								
Remuneración de los asalariados	4.279	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> <sup>1)</sup>	2.401	2.365	2.111	2.213	2.241	2.260	2.273	2.272
<b>Cuenta de asignación de la renta primaria</b>								
Excedente neto de explotación y renta mixta								
Remuneración de los asalariados								
Impuestos menos subvenciones sobre la producción								
Rentas de la propiedad	3.698	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> <sup>1)</sup>	7.768	7.804	7.533	7.754	7.814	7.876	7.927	7.957
<b>Cuenta de distribución secundaria de la renta</b>								
Renta nacional neta								
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	1.136	1.145	1.029	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> <sup>1)</sup>	7.675	7.703	7.424	7.641	7.700	7.764	7.817	7.845
<b>Cuenta de utilización de la renta</b>								
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> <sup>1)</sup>	788	562	280	337	347	364	376	379
<b>Cuenta de capital</b>								
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> <sup>1)</sup>	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
<b>Cuenta de explotación</b>								
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) <sup>2)</sup>	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>								
<b>Cuenta de asignación de la renta primaria</b>								
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>								
<b>Cuenta de distribución secundaria de la renta</b>								
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>								
<b>Cuenta de utilización de la renta</b>								
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>								
<b>Cuenta de capital</b>								
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
<b>Renta, ahorro y variaciones del patrimonio neto</b>								
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
<b>= Renta disponible bruta</b>	<b>5.854</b>	<b>6.043</b>	<b>6.022</b>	<b>6.089</b>	<b>6.125</b>	<b>6.172</b>	<b>6.206</b>	<b>6.234</b>
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
<b>= Ahorro bruto</b>	<b>833</b>	<b>871</b>	<b>927</b>	<b>853</b>	<b>846</b>	<b>848</b>	<b>847</b>	<b>854</b>
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
<b>= Variaciones del patrimonio neto</b>	<b>1.797</b>	<b>-1.278</b>	<b>-238</b>	<b>1.215</b>	<b>1.185</b>	<b>1.061</b>	<b>279</b>	<b>-246</b>
<b>Inversión, financiación y variaciones del patrimonio neto</b>								
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 <sup>1)</sup>	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
<b>= Variaciones del patrimonio neto</b>	<b>1.797</b>	<b>-1.278</b>	<b>-238</b>	<b>1.215</b>	<b>1.185</b>	<b>1.061</b>	<b>279</b>	<b>-246</b>
<b>Balance</b>								
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 <sup>1)</sup>	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
<b>= Patrimonio neto</b>	<b>40.320</b>	<b>39.041</b>	<b>38.803</b>	<b>40.018</b>	<b>40.168</b>	<b>40.287</b>	<b>40.063</b>	<b>39.773</b>

Fuentes: BCE y Eurostat.

1) Valores hasta dos años emitidos por las IFM y valores hasta un año emitidos por otros sectores.

**3.4 Sociedades no financieras**

(mm de euros; flujos acumulados de cuatro trimestres; saldos vivos a fin de período)

	2007	2008	2009	2010 I- 2010 IV	2010 II- 2011 I	2010 III- 2011 II	2010 IV- 2011 III	2011 I- 2011 IV
<b>Renta y ahorro</b>								
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
= <b>Excedente bruto de explotación (+)</b>	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
= <b>Excedente neto de explotación (+)</b>	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
= <b>Renta empresarial neta (+)</b>	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
= <b>Ahorro neto</b>	141	21	17	123	114	124	109	82
<b>Inversión, financiación y ahorro</b>								
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 <sup>1)</sup>	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
= <b>Ahorro neto</b>	141	21	17	123	114	124	109	82
<b>Balance financiero</b>								
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 <sup>1)</sup>	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
<b>Cuenta financiera, operaciones financieras</b>								
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 <sup>1)</sup>	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
<b>= Variaciones del patrimonio financiero neto derivadas de operaciones</b>	13	40	21	-7	-16	-11	23	-1
<b>Cuenta de otras variaciones</b>								
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
<b>= Otras variaciones del patrimonio financiero neto</b>	-47	-35	37	-12	-62	-46	-110	-76
<b>Balance financiero</b>								
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 <sup>1)</sup>	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
<b>= Riqueza financiera neta</b>	-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

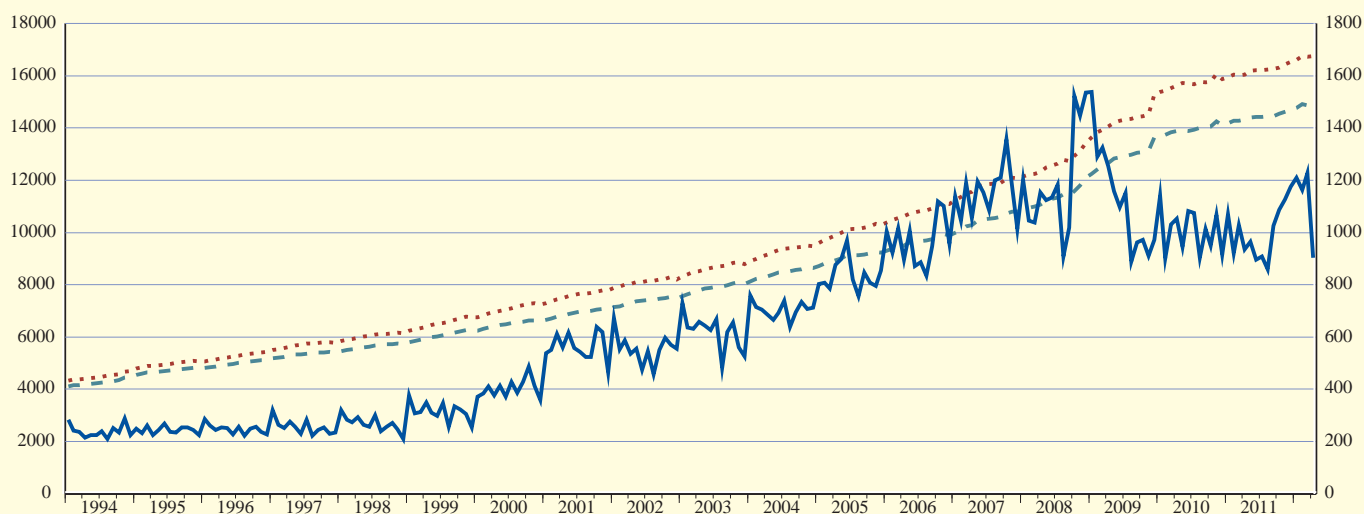
(mm de euros y tasas de crecimiento del período; datos desestacionalizados; operaciones realizadas en el mes y saldos vivos a fin de período; valores nominales)

	Emisiones totales en euros <sup>1)</sup>			Emisiones por residentes en la zona del euro								
	Saldos vivos	Emisiones brutas	Emisiones netas	En euros			En todas las monedas					
				Saldos vivos	Emisiones brutas	Emisiones netas	Saldos vivos	Emisiones brutas	Emisiones netas	Tasas de crecimiento interanual	Desestacionalizadas <sup>2)</sup>	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Emisiones netas	Tasas crec. de 6 meses	
<b>Total</b>												
2011 Abr	16.483,9	889,7	21,4	14.316,0	850,3	47,5	16.040,4	934,9	50,9	3,2	25,0	3,3
May	16.587,2	922,6	101,6	14.408,6	866,0	91,0	16.188,9	963,8	118,1	3,6	41,7	1,8
Jun	16.618,6	852,3	31,4	14.431,4	800,4	22,7	16.205,1	897,3	23,3	3,8	49,5	3,2
Jul	16.588,8	852,6	-30,3	14.421,6	825,3	-10,4	16.218,7	907,2	-11,1	3,6	14,4	2,4
Ago	16.620,5	808,3	31,9	14.454,2	773,9	32,8	16.227,9	859,8	20,5	3,2	49,2	2,4
Sep	16.651,9	1.002,0	31,8	14.459,4	926,1	5,6	16.272,7	1.026,6	7,5	3,3	59,8	3,0
Oct	16.702,8	1.034,5	51,6	14.537,8	992,9	79,1	16.316,2	1.086,5	69,5	3,3	59,3	3,4
Nov	16.785,8	1.062,0	82,5	14.628,1	1.014,9	89,5	16.443,2	1.126,0	97,8	2,4	9,0	3,0
Dic	16.850,6	1.125,6	64,7	14.691,6	1.083,2	63,5	16.533,9	1.174,3	62,3	4,0	188,0	4,7
2012 Ene	16.942,3	1.168,7	91,8	14.775,1	1.095,5	83,7	16.600,0	1.209,8	75,4	3,8	61,4	5,3
Feb	17.130,2	1.118,7	178,5	14.923,6	1.045,8	149,0	16.748,9	1.163,3	167,4	4,2	112,9	6,1
Mar	17.145,2	1.200,5	109,8	14.873,3	1.091,6	43,9	16.740,1	1.226,2	80,9	4,8	90,7	6,5
Abr	.	.	.	14.858,0	799,8	-5,3	16.744,3	903,3	1,1	4,4	-24,3	5,4
<b>A largo plazo</b>												
2011 Abr	15.083,5	303,3	53,7	12.991,8	278,4	64,6	14.506,3	308,9	67,8	4,2	48,4	4,8
May	15.159,6	275,9	75,0	13.059,6	243,5	66,6	14.612,1	266,5	80,2	4,4	14,9	3,4
Jun	15.211,5	259,5	51,4	13.109,6	228,2	49,4	14.659,7	257,1	52,5	4,6	42,7	3,7
Jul	15.193,3	203,3	-20,4	13.098,6	192,1	-13,3	14.671,1	213,8	-12,8	4,4	25,9	2,7
Ago	15.189,6	123,1	-3,7	13.099,1	113,5	0,5	14.652,6	123,5	-8,1	4,0	29,9	2,5
Sep	15.180,0	229,2	-8,9	13.085,7	189,8	-12,7	14.680,0	213,9	-5,3	4,0	41,4	2,8
Oct	15.253,5	278,3	75,4	13.165,1	250,9	81,4	14.725,9	268,0	69,8	4,0	73,8	3,2
Nov	15.324,2	211,0	70,5	13.246,9	191,8	81,2	14.843,1	212,5	91,6	3,3	8,8	3,1
Dic	15.375,1	238,0	49,8	13.311,7	228,8	63,8	14.934,7	246,4	66,0	4,0	136,0	4,4
2012 Ene	15.459,9	347,7	85,2	13.373,3	301,8	62,1	14.977,6	330,8	50,8	3,9	77,5	5,1
Feb	15.627,3	350,7	157,0	13.509,2	308,3	135,4	15.108,0	338,9	146,1	4,2	95,3	6,0
Mar	15.628,6	352,4	96,6	13.466,9	278,8	52,5	15.091,7	329,2	76,2	4,7	79,8	6,5
Abr	.	.	.	13.449,4	174,8	-7,6	15.097,0	206,4	5,2	4,2	-14,7	5,2

### 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 <sup>1)</sup>						
	Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	<b>Total</b>											
2010	15.872	5.246	3.291	850	5.932	554	1.007	625	80	69	205	29
2011	16.534	5.530	3.296	868	6.216	624	1.000	609	98	62	191	39
2011 II	16.205	5.364	3.246	832	6.167	597	932	551	86	60	192	43
2011 III	16.273	5.426	3.227	853	6.160	607	931	580	79	60	180	33
2011 IV	16.534	5.530	3.296	868	6.216	624	1.129	714	136	70	172	36
2012 I	16.740	5.632	3.330	900	6.208	670	1.200	753	105	69	223	49
2012 Ene	16.600	5.541	3.280	875	6.271	633	1.210	729	117	64	249	51
2012 Feb	16.749	5.604	3.291	886	6.314	654	1.163	742	82	68	218	53
2012 Mar	16.740	5.632	3.330	900	6.208	670	1.226	788	118	76	203	41
2012 Abr	16.744	5.610	3.363	916	6.190	665	903	559	58	73	191	24
	<b>A corto plazo</b>											
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 II	1.545	582	124	72	702	65	654	440	31	51	102	32
2011 III	1.593	613	113	83	712	72	747	512	42	53	114	26
2011 IV	1.599	702	110	77	634	77	887	629	75	60	94	28
2012 I	1.648	711	126	81	641	91	867	598	61	54	125	29
2012 Ene	1.622	709	109	77	649	79	879	587	67	51	139	34
2012 Feb	1.641	715	117	82	644	83	824	571	52	53	122	27
2012 Mar	1.648	711	126	81	641	91	897	634	66	57	114	26
2012 Abr	1.647	709	130	92	633	83	697	484	32	62	103	15
	<b>A largo plazo <sup>2)</sup></b>											
2010	14.332	4.674	3.168	783	5.207	499	248	91	46	12	90	9
2011	14.935	4.827	3.186	791	5.583	547	252	98	51	9	84	10
2011 II	14.660	4.781	3.123	759	5.465	532	277	111	55	9	90	12
2011 III	14.680	4.813	3.114	770	5.448	535	184	67	36	7	66	7
2011 IV	14.935	4.827	3.186	791	5.583	547	242	85	61	10	78	8
2012 I	15.092	4.922	3.204	819	5.567	580	333	155	44	16	98	20
2012 Ene	14.978	4.833	3.172	797	5.622	554	331	141	51	12	110	17
2012 Feb	15.108	4.889	3.174	804	5.671	571	339	171	30	15	97	27
2012 Mar	15.092	4.922	3.204	819	5.567	580	329	154	52	19	89	15
2012 Abr	15.097	4.900	3.233	824	5.557	582	206	75	26	10	87	8
	<b>del cual: a tipo fijo</b>											
2010	9.478	2.633	1.099	672	4.697	377	156	50	13	10	77	6
2011	10.028	2.777	1.151	698	4.994	408	151	54	12	8	70	7
2011 II	9.863	2.743	1.141	666	4.912	401	173	62	20	8	74	8
2011 III	9.888	2.773	1.149	678	4.887	400	112	35	8	6	58	5
2011 IV	10.028	2.777	1.151	698	4.994	408	123	41	7	9	61	5
2012 I	10.240	2.890	1.201	724	5.003	421	228	103	17	14	83	11
2012 Ene	10.091	2.799	1.159	704	5.021	409	218	96	16	11	86	9
2012 Feb	10.214	2.845	1.166	710	5.076	417	243	107	18	14	88	16
2012 Mar	10.240	2.890	1.201	724	5.003	421	223	106	17	17	75	7
2012 Abr	10.254	2.884	1.209	730	5.008	423	134	37	9	9	73	6
	<b>del cual: a tipo variable</b>											
2010	4.383	1.761	1.964	106	432	121	78	34	29	1	10	4
2011	4.404	1.781	1.881	90	513	139	84	37	32	1	11	3
2011 II	4.296	1.765	1.836	89	477	129	84	42	23	1	13	4
2011 III	4.286	1.767	1.806	88	491	133	56	26	21	0	5	3
2011 IV	4.404	1.781	1.881	90	513	139	106	36	51	1	15	3
2012 I	4.341	1.764	1.842	92	486	156	89	45	23	1	10	8
2012 Ene	4.377	1.766	1.858	90	519	143	92	37	30	1	16	8
2012 Feb	4.386	1.775	1.850	91	520	151	82	56	11	1	5	10
2012 Mar	4.341	1.764	1.842	92	486	156	92	42	30	2	11	7
2012 Abr	4.340	1.750	1.863	90	479	158	59	31	14	1	10	3

Fuente: BCE.

- Los datos mensuales sobre emisiones brutas se refieren a las operaciones realizadas en el mes. A efectos de comparación, los datos trimestrales y anuales se refieren a las respectivas medias mensuales.
- La diferencia residual entre el total de valores distintos de acciones a largo plazo y los valores distintos de acciones a largo plazo emitidos a tipo de interés fijo y a tipo de interés variable se debe a los bonos cupón cero y a los efectos de revalorización.



#### 4.2 Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro por sector emisor y tipo de instrumento

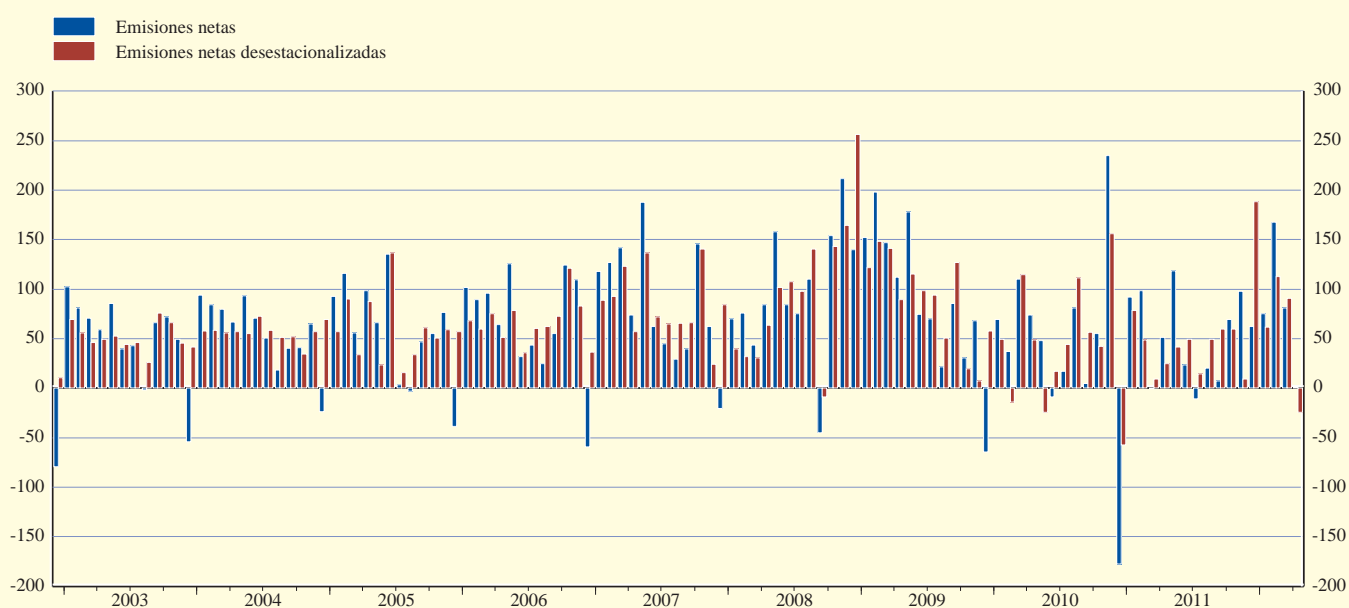
(mm de euros, salvo indicación en contrario; operaciones realizadas en el período; valores nominales)

### 2. Emisiones netas

	Sin desestacionalizar <sup>1)</sup>						Desestacionalizadas <sup>1)</sup>					
	Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>Total</b>												
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	52,4	22,7	-3,0	3,7	23,4	5,6	52,6	23,1	-2,7	3,8	23,1	5,3
2011 II	64,1	5,2	-2,3	2,7	47,5	11,0	38,7	0,8	-7,5	-0,2	34,2	11,5
III	5,6	12,8	-10,0	4,5	-3,8	2,0	41,1	20,4	5,2	6,2	5,6	3,7
IV	76,5	29,7	21,1	3,3	17,6	4,9	85,5	47,1	-4,5	6,5	36,1	0,3
2012 I	107,9	38,1	12,5	11,7	29,6	15,9	88,3	16,9	28,3	9,9	14,8	18,4
2012 Ene	75,4	16,8	-14,3	8,0	55,5	9,4	61,4	-7,2	5,4	4,3	39,3	19,7
Feb	167,4	73,0	14,2	13,4	45,0	21,8	112,9	39,8	23,2	11,2	16,3	22,3
Mar	80,9	24,5	37,7	13,8	-11,6	16,5	90,7	18,3	56,3	14,1	-11,3	13,3
Abr	1,1	-29,9	30,6	14,7	-8,1	-6,2	-24,3	-38,1	27,6	9,1	-15,7	-7,2
<b>A largo plazo</b>												
2010	54,0	1,9	2,0	5,3	41,3	3,5	54,3	2,0	2,2	5,3	41,4	3,5
2011	47,9	12,0	-1,8	2,8	31,0	3,9	48,4	12,2	-1,5	2,8	31,1	3,9
2011 II	66,8	16,9	-5,7	2,4	46,7	6,5	35,3	5,8	-10,0	-0,6	35,1	5,0
III	-8,7	3,1	-6,4	0,9	-6,9	0,6	32,4	10,9	7,4	2,2	9,1	2,7
IV	75,8	0,8	22,1	5,5	43,8	3,6	72,9	14,9	-1,3	7,1	48,9	3,2
2012 I	91,0	35,1	7,1	10,4	27,3	11,1	84,2	24,3	21,1	10,5	17,4	10,8
2012 Ene	50,8	9,2	-13,1	7,5	40,7	6,6	77,5	5,8	8,2	9,1	46,0	8,4
Feb	146,1	64,4	5,5	8,8	49,7	17,6	95,3	39,3	9,2	7,7	20,3	18,9
Mar	76,2	31,7	28,8	15,0	-8,4	9,1	79,8	27,9	46,1	14,8	-14,1	5,2
Abr	5,2	-26,3	26,9	3,0	-0,4	1,9	-14,7	-37,2	26,9	-0,1	-3,5	-0,7

#### G16 Emisiones netas de valores distintos de acciones: desestacionalizadas y sin desestacionalizar

(mm de euros, operaciones realizadas en el mes, valores nominales)



Fuente: BCE.

1) Los datos mensuales sobre emisiones netas se refieren a las operaciones realizadas en el mes. A efectos de comparación, los datos trimestrales y anuales se refieren a las respectivas medias mensuales.

#### 4.3 Tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro <sup>1)</sup>

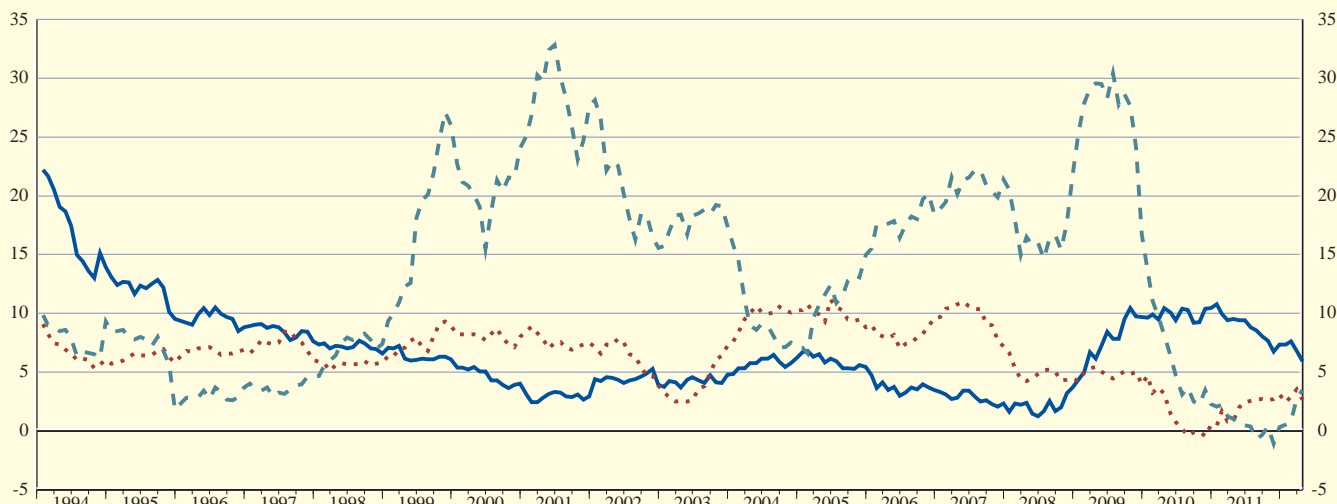
(tasas de variación)

	Tasas de crecimiento interanual (sin desestacionalizar)						Tasas de crecimiento de seis meses desestacionalizadas					
	Total	IFM (incluido el Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido el Euro-sistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Total												
2011 Abr	3,2	0,4	1,0	3,4	6,0	14,6	3,3	2,9	-0,8	2,5	5,3	12,3
May	3,6	1,7	0,2	4,3	6,1	17,4	1,8	3,0	-4,2	3,7	2,7	15,8
Jun	3,8	1,8	0,4	4,2	6,5	16,1	3,2	2,8	-2,1	1,8	5,2	20,1
Jul	3,6	1,8	0,3	4,9	6,2	13,3	2,4	1,2	-3,0	2,9	5,1	16,0
Ago	3,2	2,0	-1,3	5,2	5,6	15,3	2,4	1,3	-3,9	4,4	4,9	22,0
Sep	3,3	2,4	-0,7	4,8	5,1	14,2	3,0	2,4	-0,4	4,4	4,0	16,8
Oct	3,3	2,9	-0,3	4,7	4,7	12,8	3,4	3,0	0,3	7,1	4,2	12,9
Nov	2,4	3,2	-2,3	5,1	3,0	13,6	3,0	3,4	-0,5	6,6	3,4	11,0
Dic	4,0	5,2	-1,1	5,4	4,7	12,1	4,7	7,7	0,1	9,4	4,1	4,0
2012 Ene	3,8	4,4	-1,2	5,9	4,8	15,4	5,3	7,6	0,6	9,0	4,5	14,9
Feb	4,2	4,5	-0,5	7,0	4,8	19,8	6,1	7,8	3,1	9,6	4,7	17,7
Mar	4,8	4,8	2,0	8,1	4,5	17,9	6,5	7,2	4,4	11,8	5,0	19,1
Abr	4,4	4,2	2,8	9,6	3,7	15,7	5,4	5,4	5,4	11,9	3,3	18,7
A largo plazo												
2011 Abr	4,2	0,9	0,1	5,0	9,5	9,5	4,8	3,4	-1,6	4,0	10,0	8,7
May	4,4	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	-0,4	4,4	9,4	9,4	3,7	2,9	-2,3	1,5	7,8	11,9
Jul	4,4	2,6	-0,6	4,8	8,7	9,8	2,7	1,4	-3,0	2,1	6,6	12,2
Ago	4,0	2,7	-1,9	4,4	8,4	10,2	2,5	1,2	-3,9	2,8	6,8	12,1
Sep	4,0	2,7	-1,2	3,4	7,9	9,4	2,8	2,1	-0,5	1,3	5,0	9,3
Oct	4,0	2,6	-0,4	3,5	7,6	8,7	3,2	1,8	0,9	3,0	5,3	8,5
Nov	3,3	2,7	-2,3	4,0	6,4	10,0	3,1	1,9	0,2	4,9	4,9	9,1
Dic	4,0	3,1	-0,7	4,4	7,2	9,4	4,4	3,3	1,2	7,5	6,5	6,9
2012 Ene	3,9	2,4	-0,7	5,7	7,0	11,1	5,1	3,5	1,7	9,5	7,3	10,1
Feb	4,2	2,9	-0,5	6,5	7,0	13,5	6,0	4,7	3,1	10,3	7,3	15,2
Mar	4,7	3,5	1,6	7,6	6,2	12,7	6,5	5,0	3,8	14,2	7,4	16,3
Abr	4,2	2,7	2,6	7,2	5,4	11,8	5,2	3,5	4,2	11,4	5,5	15,0

#### G17 Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a largo plazo por sector emisor en todas las monedas

(tasas de variación interanual)

— AAPP  
 - - - IFM (incluido el Eurosistema)  
 - - - No IFM



Fuente: BCE.

1) Para más información sobre el cálculo de las tasas de crecimiento, véanse las Notas Técnicas. Las tasas de crecimiento de seis meses se han anualizado.

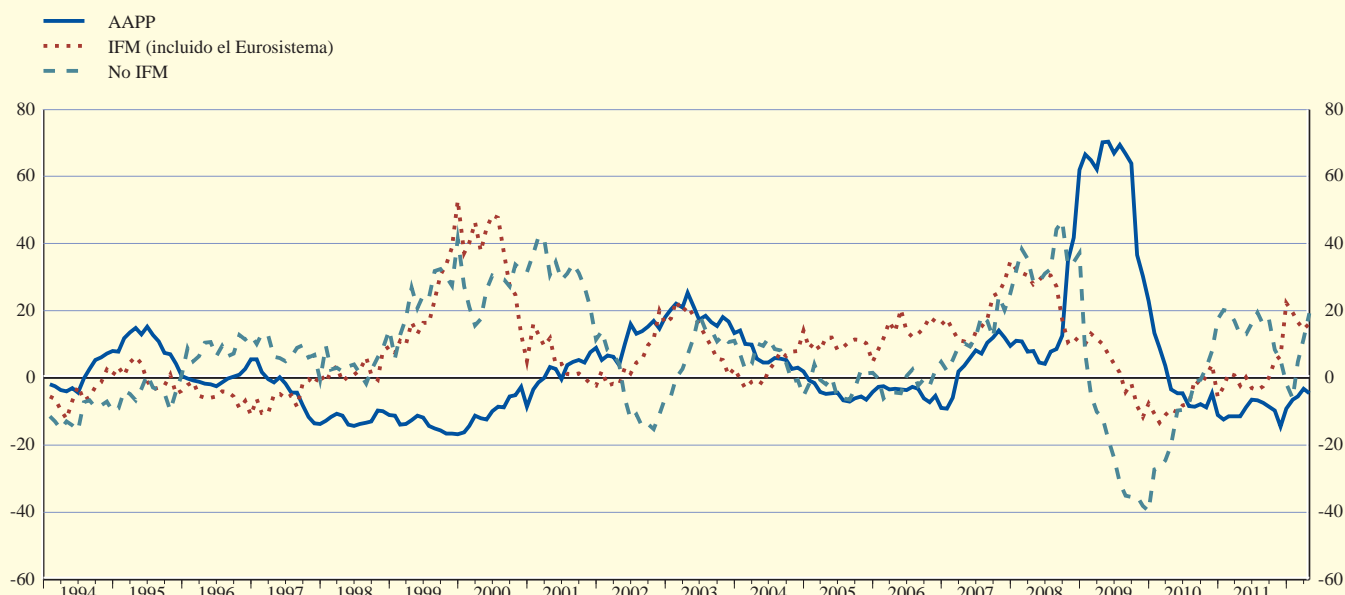
### 4.3 Tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro <sup>1)</sup> (cont.)

(tasas de variación)

	Tipo fijo a largo plazo						Tipo variable a largo plazo					
	Total	IFM (incluido el Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido el Euro-sistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	
En todas las monedas												
2010	8,8	5,7	6,4	19,7	9,9	8,8	-0,6	-4,0	0,7	-2,0	6,4	27,5
2011	6,4	5,0	3,4	6,3	7,8	7,6	-0,7	-1,4	-5,4	-1,9	22,3	16,1
2011 II	6,5	4,6	3,7	6,4	8,2	7,9	-0,5	-2,0	-4,7	-1,5	23,5	18,4
III	6,6	6,3	4,2	5,2	7,4	8,9	-1,5	-1,3	-7,8	-2,3	25,7	13,0
IV	5,6	5,7	2,6	4,5	6,1	8,1	-1,1	-0,5	-7,0	-2,5	21,0	13,9
2012 I	5,8	5,7	2,1	6,6	6,4	9,0	-0,1	0,2	-5,2	-0,7	15,3	21,5
2011 Nov	5,2	5,2	1,6	4,6	5,8	8,5	-1,8	0,0	-8,0	-2,3	14,6	15,1
Dic	5,5	5,7	0,9	5,0	6,3	8,0	0,2	0,3	-4,8	-1,0	18,7	14,3
2012 Ene	5,7	5,3	2,0	6,4	6,4	8,7	-0,6	-0,5	-5,5	-0,9	15,6	19,3
Feb	6,1	5,7	2,9	6,9	6,7	10,1	-0,2	0,4	-5,9	-0,2	15,3	24,4
Mar	5,9	6,5	2,1	8,0	5,9	8,3	0,6	0,9	-3,8	-0,9	11,4	27,0
Abr	5,5	5,7	2,1	7,9	5,6	7,3	-0,2	-0,4	-3,3	-0,5	6,4	25,9
En euros												
2010	9,1	5,6	7,4	20,1	10,0	8,3	-0,4	-3,3	0,4	-2,5	5,9	26,2
2011	6,5	4,2	3,6	6,6	8,1	7,2	-0,2	0,0	-6,0	-2,9	22,2	15,3
2011 II	6,6	3,8	4,0	6,5	8,5	7,3	0,3	-0,6	-4,8	-2,7	23,5	18,1
III	6,7	5,5	4,4	5,9	7,6	8,6	-1,2	-0,2	-8,6	-3,5	25,6	11,1
IV	5,7	5,5	2,6	4,7	6,4	8,5	-0,7	0,9	-7,8	-3,6	20,8	12,3
2012 I	6,2	6,0	2,6	6,5	6,6	9,8	0,4	2,1	-5,9	-1,9	15,0	20,2
2011 Nov	5,5	5,3	1,8	4,7	6,1	9,0	-1,4	1,5	-8,5	-3,4	14,3	13,7
Dic	5,7	5,7	0,8	5,1	6,5	8,6	0,4	1,8	-5,8	-2,1	18,4	13,1
2012 Ene	6,1	5,5	2,6	6,1	6,6	10,0	0,2	1,5	-5,9	-2,1	15,3	18,2
Feb	6,4	6,1	3,5	6,6	6,8	10,7	0,5	2,5	-6,3	-1,5	15,1	22,6
Mar	6,2	7,0	2,4	8,4	6,1	9,1	0,8	2,7	-5,3	-2,1	11,3	26,1
Abr	5,7	6,0	2,0	8,2	5,8	7,0	-0,1	1,8	-5,1	-2,2	6,2	25,4

### G18 Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a corto plazo por sector emisor en todas las monedas

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

1) Las tasas de variación interanual de los datos mensuales se refieren al final del mes, mientras que las de los datos trimestrales y anuales se refieren a la variación interanual de la media del período. Para más información, véanse las Notas Técnicas.

#### 4.4 Acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro <sup>1)</sup>

(mm de euros, salvo indicación en contrario; valores de mercado)

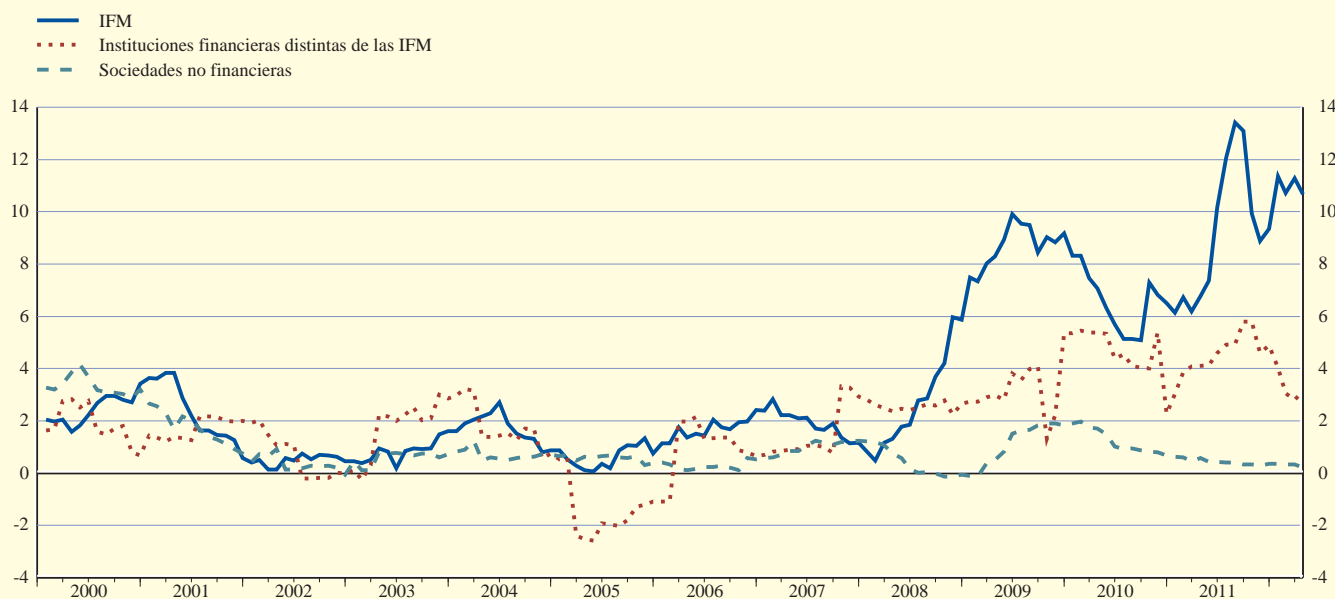
##### 1. Saldos vivos y tasas de crecimiento interanual

(saldos vivos a fin de período)

	Total			IFM		Instituciones financieras distintas de las IFM		Sociedades no financieras	
	Total	Índice: Dic 2008 = 100	Tasas de crecimiento inter-anual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2010 Abr	4.409,1	103,4	2,7	508,4	7,1	345,8	5,4	3.555,0	1,7
May	4.093,4	103,5	2,4	445,9	6,3	322,7	5,3	3.324,8	1,5
Jun	4.054,6	103,7	1,9	446,4	5,7	315,6	4,4	3.292,6	1,0
Jul	4.256,1	103,7	1,7	519,8	5,1	338,1	4,5	3.398,2	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	333,6	4,0	3.683,0	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	379,0	3,9	3.931,9	0,6
Mar	4.767,3	104,8	1,4	491,7	6,2	363,3	4,1	3.912,4	0,5
Abr	4.891,8	105,0	1,5	497,5	6,8	371,5	4,1	4.022,7	0,6
May	4.777,5	105,0	1,4	475,9	7,4	356,3	4,1	3.945,3	0,4
Jun	4.722,7	105,5	1,7	491,6	10,2	350,6	4,6	3.880,5	0,4
Jul	4.504,3	105,7	1,9	458,8	12,1	325,6	4,9	3.720,0	0,4
Ago	3.975,3	105,9	2,0	383,0	13,4	281,7	4,9	3.310,6	0,4
Sep	3.749,2	105,9	2,0	350,7	13,1	264,4	5,8	3.134,2	0,3
Oct	4.043,3	105,9	1,7	360,6	9,9	288,0	5,8	3.394,7	0,3
Nov	3.892,8	105,9	1,4	330,0	8,9	271,5	4,6	3.291,3	0,3
Dic	3.906,3	106,1	1,6	339,6	9,3	270,7	4,9	3.296,0	0,3
2012 Ene	4.120,5	106,3	1,7	375,8	11,3	298,1	4,0	3.446,7	0,4
Feb	4.285,7	106,3	1,5	395,0	10,7	311,3	3,1	3.579,4	0,3
Mar	4.271,6	106,4	1,5	373,4	11,3	311,1	2,8	3.587,2	0,3
Abr	4.098,8	106,4	1,4	327,6	10,7	292,0	3,1	3.479,3	0,2

#### 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

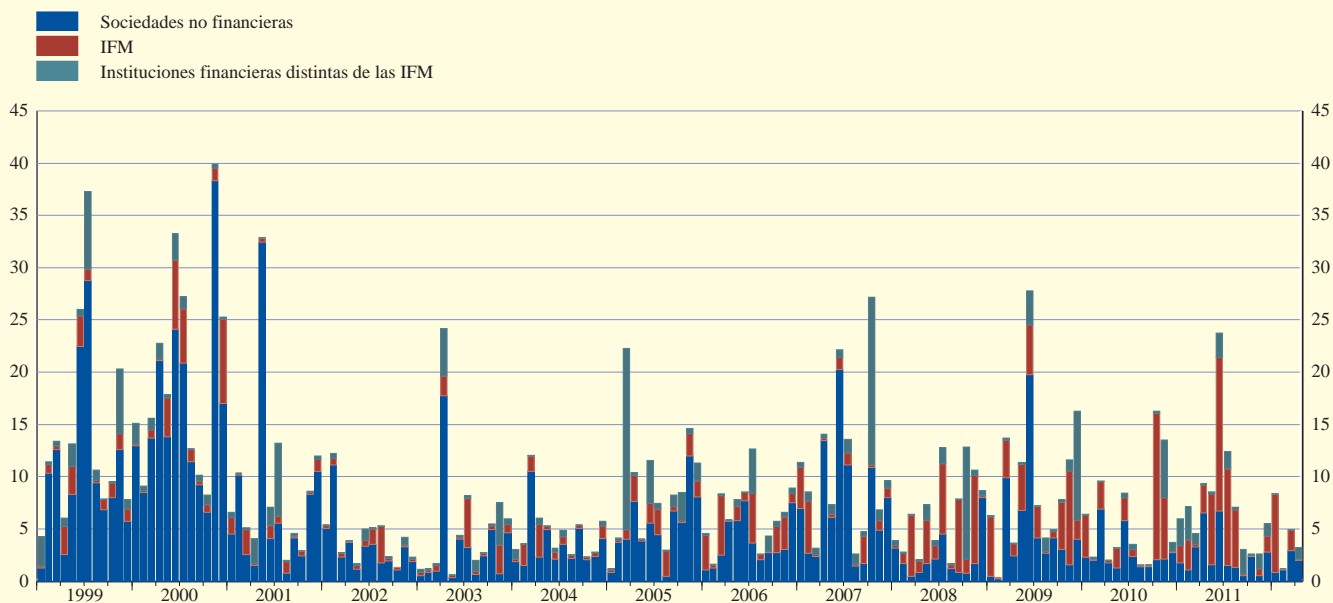
(mm de euros; valores de mercado)

#### 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 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	2,4	0,4	2,0	0,0	0,0	0,0	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	1,1	1,4	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	-0,2	1,0	1,2	-0,1
Mar	5,0	0,7	4,2	2,0	0,0	2,0	0,0	0,1	-0,1	2,9	0,6	2,3
Abr	3,1	0,3	2,7	0,0	0,0	0,0	1,1	0,0	1,1	2,0	0,3	1,7

#### G20 Emisiones brutas de acciones cotizadas por sector emisor

(mm de euros; operaciones realizadas en el mes; valores de mercado)



Fuente: BCE.

#### 4.5 Tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos y a los préstamos denominados en euros a sectores residentes en la zona del euro <sup>1)</sup>

(porcentaje; saldos vivos a fin de período; las nuevas operaciones se refieren a la media del período, salvo indicación en contrario)

##### 1. Tipos de interés aplicados a los depósitos (nuevas operaciones)

	Depósitos de los hogares						Depósitos de las sociedades no financieras						Cesiones temporales
	A la vista	A plazo			Disponibles con preaviso <sup>2)</sup>		A la vista	A plazo					
		Hasta 1 año	A más de 1 año y hasta 2 años	A más de 2 años	Hasta 3 meses	A más de 3 meses		Hasta 1 año	A más de 1 año y hasta 2 años	A más de 2 años			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11			
2011 Jun	0,49	2,58	3,25	3,15	1,67	1,92	0,67	1,78	2,82	2,94	1,47		
Jul	0,52	2,74	3,16	3,10	1,67	1,93	0,66	1,77	2,66	3,03	1,41		
Ago	0,54	2,73	3,16	2,99	1,74	1,93	0,68	1,64	2,69	2,99	1,42		
Sep	0,55	2,73	3,15	2,92	1,76	1,94	0,69	1,71	2,72	2,79	1,47		
Oct	0,55	2,88	3,17	3,14	1,77	1,96	0,69	1,67	2,74	3,23	1,65		
Nov	0,55	2,78	3,08	3,03	1,78	1,96	0,66	1,46	2,61	2,85	1,62		
Dic	0,54	2,78	3,20	3,06	1,79	1,97	0,65	1,50	2,76	2,90	1,38		
2012 Ene	0,53	2,94	3,48	3,15	1,81	1,96	0,61	1,27	2,95	2,92	1,23		
Feb	0,52	2,90	3,38	3,16	1,81	1,96	0,59	1,22	2,96	3,01	1,05		
Mar	0,51	2,88	3,04	3,03	1,79	1,95	0,59	1,25	2,75	2,98	0,97		
Abr	0,49	2,82	2,92	2,84	1,76	1,95	0,55	1,10	2,70	3,07	1,28		
May	0,48	2,65	2,70	2,67	1,74	1,92	0,55	1,01	2,30	2,75	0,93		

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

	Préstamos renovables y descubiertos	Saldos de tarjetas de crédito de pago aplazado <sup>3)</sup>	Crédito al consumo				Préstamos para adquisición de vivienda				Crédito a empresarios individuales y sociedades sin personalidad jurídica			
			Por fijación inicial del tipo			TAE <sup>4)</sup>	Por fijación inicial del tipo			TAE <sup>4)</sup>	Por fijación del tipo inicial			
			Sin fijación del tipo y hasta 1 año	A más de 1 y hasta 5 años	A más de 5 años		Sin fijación del tipo y hasta 1 año	A más de 1 y hasta 5 años	A más de 5 y hasta 10 años	A más de 10 años		Sin fijación del tipo y hasta 1 año	A más de 1 y hasta 5 años	A más de 5 años
			1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2011 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	3,88	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	3,86	4,71	4,04
Mar	8,39	16,98	5,55	6,44	7,94	7,45	3,31	3,57	3,61	3,91	3,83	3,73	4,74	3,90
Abr	8,26	17,10	5,42	6,41	7,95	7,35	3,20	3,58	3,59	3,96	3,79	3,65	4,68	3,89
May	8,26	17,06	5,64	6,38	7,95	7,47	3,14	3,54	3,53	3,84	3,72	3,80	4,74	3,83

	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
2011 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	3,04	3,74	3,11	3,95	3,73	3,75
2012 Ene	4,64	4,93	5,35	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	4,74	5,02	4,65	4,41	2,50	3,76	3,36	3,89	3,77	3,64
Mar	4,61	4,81	5,17	4,66	5,00	4,63	4,32	2,39	3,43	3,06	3,09	3,37	3,57
Abr	4,47	4,96	5,09	4,61	4,85	4,57	4,39	2,39	3,52	3,43	3,40	3,51	3,59
May	4,44	4,82	5,03	4,60	4,84	4,49	4,20	2,37	3,76	3,41	3,48	3,60	3,51

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 <sup>1),\*</sup>**

(porcentaje; saldos vivos a fin de período; las nuevas operaciones se refieren a la media del período, salvo indicación en contrario)

**4. Tipos de interés aplicados a los depósitos (saldos vivos)**

	Depósitos de los hogares					Depósitos de las sociedades no financieras			Cesiones temporales
	A la vista <sup>2)</sup>	A plazo		Disponibles con preaviso <sup>3)</sup>		A la vista <sup>2)</sup>	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 Jun	0,49	2,49	2,75	1,67	1,92	0,67	2,07	3,11	1,93
Jul	0,52	2,54	2,77	1,67	1,93	0,66	2,13	3,13	1,94
Ago	0,54	2,59	2,77	1,74	1,93	0,68	2,12	3,14	1,97
Sep	0,55	2,62	2,79	1,76	1,94	0,69	2,14	3,15	2,07
Oct	0,55	2,66	2,78	1,77	1,96	0,69	2,16	3,14	2,15
Nov	0,55	2,70	2,80	1,78	1,96	0,66	2,17	3,16	2,24
Dic	0,54	2,73	2,78	1,79	1,97	0,65	2,14	3,13	2,37
2012 Ene	0,53	2,76	2,78	1,81	1,96	0,61	2,10	3,16	2,46
Feb	0,52	2,79	2,80	1,81	1,96	0,59	2,08	3,20	2,62
Mar	0,51	2,81	2,81	1,79	1,95	0,59	2,00	3,13	2,58
Abr	0,49	2,78	2,82	1,76	1,95	0,55	1,96	3,09	2,56
May	0,48	2,76	2,80	1,74	1,92	0,55	1,91	3,06	2,39

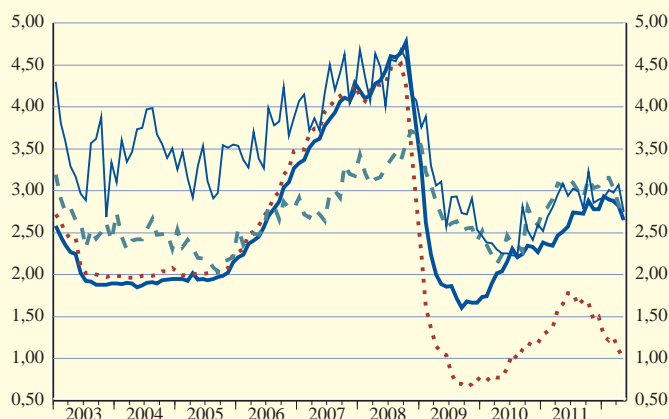
**5. Tipos de interés aplicados a los préstamos (saldos vivos)**

	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 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	4,19	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	8,12	6,43	5,31	4,26	3,87	3,72
2012 Ene	4,06	3,71	3,87	8,14	6,40	5,28	4,24	3,81	3,68
Feb	4,04	3,69	3,86	8,09	6,39	5,27	4,18	3,78	3,67
Mar	4,03	3,68	3,85	8,07	6,37	5,25	4,16	3,66	3,60
Abr	3,93	3,64	3,80	7,97	6,31	5,20	4,05	3,61	3,54
May	3,88	3,62	3,77	7,95	6,29	5,16	3,99	3,58	3,50

**G21 Nuevos depósitos a plazo**

(porcentaje, excluidas comisiones; medias del período)

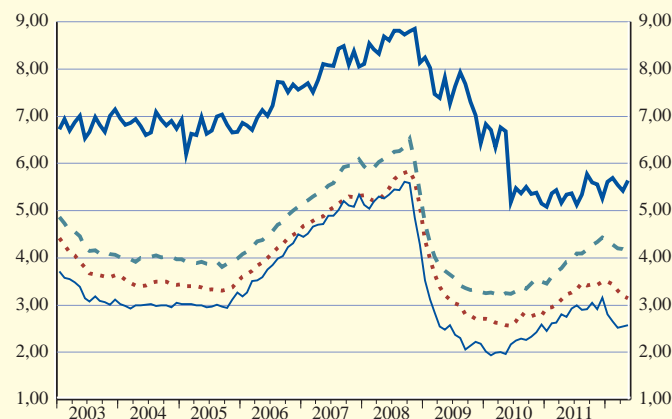
- De los hogares, hasta 1 año
- De las sociedades no financieras, hasta 1 año
- - - De los hogares, a más de 2 años
- De las sociedades no financieras, más de 2 años



**G22 Nuevos préstamos sin fijación inicial del tipo y con período inicial de fijación hasta un año**

(porcentaje, excluidas comisiones; medias del período)

- A hogares para consumo
- A hogares para adquisición de vivienda
- - - A sociedades no financieras, hasta 1 millón de euros
- A sociedades no financieras, más de 1 millón de euros



Fuente: BCE

\* Para consultar la fuente de los datos que figuran en el cuadro y las notas a pie de página relacionadas con ellos, véase la página S42.

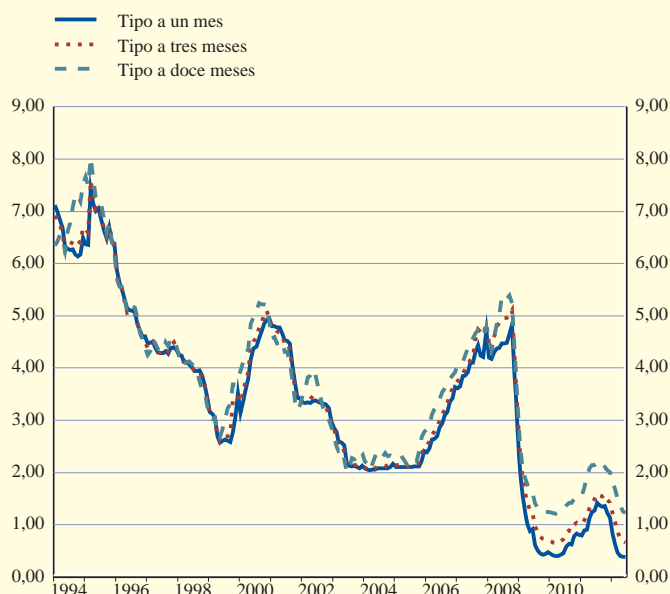
#### 4.6 Tipos de interés del mercado monetario

(porcentaje; medias del período)

	Zona del euro <sup>1),2)</sup>					Estados Unidos	Japón
	Depósitos a 1 día (EONIA) 1	Depósitos a 1 mes (euribor) 2	Depósitos a 3 meses (euribor) 3	Depósitos a 6 meses (euribor) 4	Depósitos a 12 meses (euribor) 5	Depósitos a 3 meses (LIBOR) 6	Depósitos a 3 meses (LIBOR) 7
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 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
II	0,34	0,39	0,69	0,98	1,28	0,47	0,20
2011 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
May	0,34	0,39	0,68	0,97	1,27	0,47	0,20
Jun	0,33	0,38	0,66	0,93	1,22	0,47	0,20

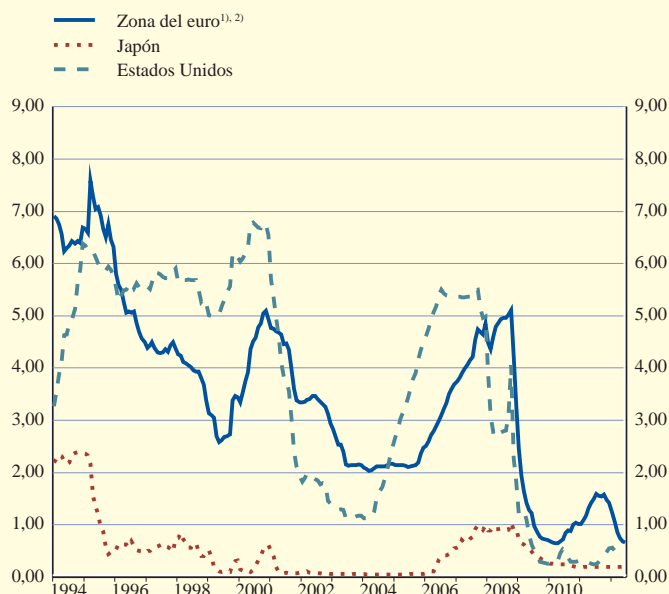
#### G23 Tipos de interés del mercado monetario de la zona del euro<sup>1),2)</sup>

(medias mensuales; porcentaje)



#### G24 Tipos a tres meses del mercado monetario

(medias mensuales; porcentaje)



Fuente: BCE.

1) Para fechas anteriores a enero de 1999, los tipos de interés sintéticos de la zona del euro se han calculado ponderando los tipos de interés nacionales por el PIB. Para más información, véanse las Notas Generales.

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



#### 4.7 Curvas de rendimientos de la zona del euro <sup>1)</sup>

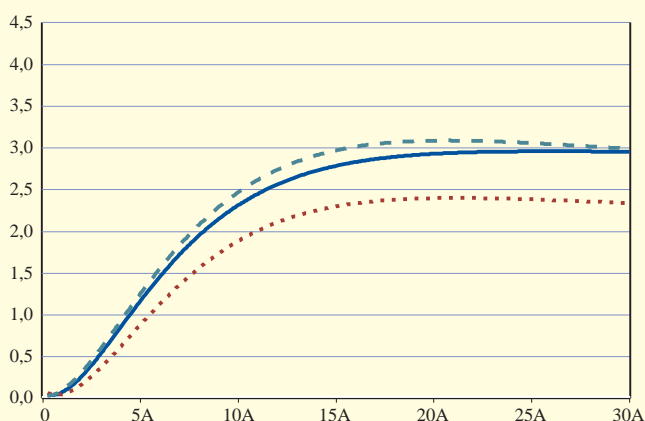
(deuda de las Administraciones centrales con calificación AAA de la zona del euro; fin de período; tipos de interés en porcentaje; diferenciales en puntos porcentuales)

	Tipos al contado								Tipos forward instantáneos			
	Tres meses	Un año	Dos años	Cinco años	Siete años	Diez años	Diez años-tres meses (diferencial)	Diez años-dos años (diferencial)	Un año	Dos años	Cinco años	Diez años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2009	0,38	0,81	1,38	2,64	3,20	3,76	3,38	2,38	1,41	2,44	4,27	5,20
2010	0,49	0,60	0,93	2,15	2,78	3,36	2,87	2,43	0,85	1,70	3,99	4,69
2011	0,00	0,09	0,41	1,56	2,13	2,65	2,65	2,24	0,32	1,15	3,24	3,84
2011 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
2012 II	0,04	0,08	0,27	1,17	1,73	2,32	2,27	2,05	0,20	0,76	2,69	3,82
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
2012 May	0,07	0,05	0,17	0,89	1,36	1,89	1,82	1,72	0,10	0,52	2,17	3,23
2012 Jun	0,04	0,08	0,27	1,17	1,73	2,32	2,27	2,05	0,20	0,76	2,69	3,82

#### G25 Curvas de tipos al contado de la zona del euro <sup>2)</sup>

(porcentaje; fin de período)

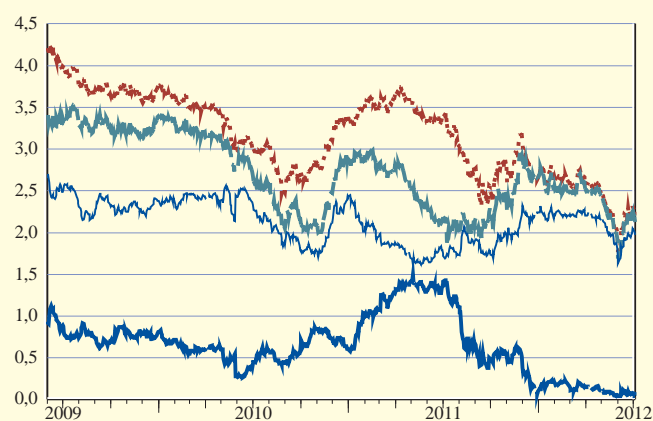
- Junio 2012
- ... Mayo 2012
- - - Abril 2012



#### G26 Tipos al contado y diferenciales de la zona del euro <sup>2)</sup>

(datos diarios; tipos de interés en porcentaje; diferenciales en puntos porcentuales)

- Tipo a un año (escala izquierda)
- ... Tipo a diez años (escala izquierda)
- - - Diferencial entre los tipos a diez años y a tres meses
- 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.

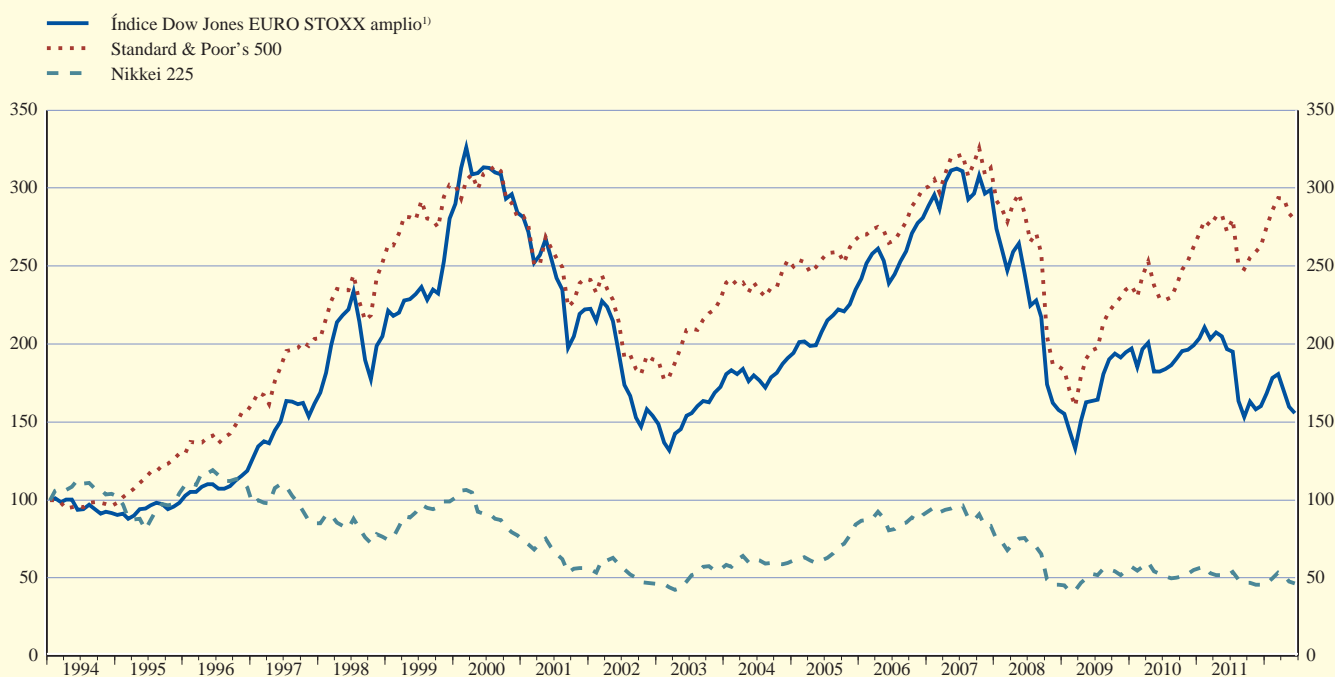
## 4.8 Índices bursátiles

(niveles de los índices en puntos; medias del período)

	Índices Dow Jones EURO STOXX <sup>1)</sup>												Estados Unidos Standard & Poor's 500	Japón Nikkei 225
	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		
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 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
2011 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
2011 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
2012 II	224,0	2.226,2	472,5	140,8	370,7	285,3	108,2	311,6	207,4	223,4	261,9	493,2	1.349,7	9.026,5
2011 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
2011 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
2011 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
2011 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
2011 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
2011 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
2011 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
2012 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
2012 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
2012 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
2012 May	221,9	2.198,5	469,5	139,7	373,7	281,6	105,0	310,4	204,5	218,9	261,4	492,0	1.341,3	8.842,5
2012 Jun	216,2	2.152,7	453,1	137,4	358,3	275,1	104,0	298,4	198,0	215,4	250,4	498,9	1.323,5	8.638,1

## G27 Índice Dow Jones EURO STOXX amplio, Standard & Poor's 500 y Nikkei 225

(enero 1994 = 100; medias mensuales)



Fuente: BCE.

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



# PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

## 5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

### 1. Índice armonizado de precios de consumo <sup>1)</sup>

	Total					Total (d.; tasa de variación respecto al período anterior)						Pro memoria: Precios administrados <sup>2)</sup>	
	Índice: 2005 = 100	Total		Bienes	Servicios	Total	Alimentos elaborados	Alimentos no elaborados	Bienes industriales no energéticos	Energía (s.d.)	Servicios	IAPC total excluidos precios administrados	Precios administrados
		Total, excl. alimentos no elaborados y energía											
% del total en 2012	100,0	100,0	81,8	58,5	41,5	100,0	11,9	7,2	28,5	11,0	41,5	88,2	11,8
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2008	107,8	3,3	2,4	3,8	2,6	-	-	-	-	-	-	3,4	2,7
2009	108,1	0,3	1,3	-0,9	2,0	-	-	-	-	-	-	0,1	1,8
2010	109,8	1,6	1,0	1,8	1,4	-	-	-	-	-	-	1,6	1,5
2011	112,8	2,7	1,7	3,3	1,8	-	-	-	-	-	-	2,6	3,5
2011 I	111,3	2,5	1,3	3,1	1,6	1,0	0,9	0,4	0,2	6,3	0,5	2,4	3,3
II	113,1	2,8	1,8	3,3	1,9	0,8	1,2	0,4	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	0,0	-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	0,9	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
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	116,0	2,6	1,9	3,2	1,7	0,3	0,2	-0,1	0,0	1,1	0,3	2,5	3,3
May	115,9	2,4	1,8	2,9	1,8	-0,1	0,2	0,1	0,0	-1,4	0,1	2,3	3,4
Jun <sup>3)</sup>	.	2,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

	Bienes						Servicios					
	Alimentos (incl. bebidas alcohólicas y tabaco)			Bienes industriales			Vivienda	Transporte	Comunicaciones	Recreativos y personales	Varios	
	Total	Elaborados	No elaborados	Total	No energéticos	Energía						Alquileres
% del total en 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 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
Abr	3,1	3,7	2,1	3,2	1,3	8,1	1,7	1,5	2,5	-3,1	2,3	2,1
May	2,8	3,4	1,8	3,0	1,3	7,3	1,7	1,4	2,7	-3,3	2,4	2,0

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

- Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.
- Estas estadísticas experimentales únicamente proporcionan una medida aproximada de los precios administrados, ya que las variaciones de estos precios no se pueden aislar completamente de otras influencias. La nota que explica la metodología utilizada en la elaboración de este indicador puede consultarse en la dirección de Eurostat <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/hicp/introduction>.
- Estimación basada en datos nacionales provisionales, que abarcan habitualmente en torno al 95% de la zona del euro, así como en información adelantada sobre los precios de la energía.

## 5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

### 2. Precios industriales, de la construcción y de los inmuebles residenciales

% del total en 2005	Precios industriales, excluida construcción										Construcción <sup>1)</sup>	Precios de los inmuebles residenciales <sup>2)</sup>	
	Total (índice: 2005 = 100)	Industria, excluidas construcción y energía											Energía
		Total	Industria manufacturera	Total	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo						
							Total	Duradero	No duradero				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
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	
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	11,4	2,9	-0,2	
2012 I	121,0	3,7	3,0	1,7	1,2	1,2	2,9	2,3	3,0	9,5	1,9	.	
2011 Dic	119,2	4,3	3,7	2,5	2,7	1,4	3,1	2,3	3,3	9,5	-	-	
2012 Ene	120,3	3,9	3,3	2,0	1,6	1,3	3,0	2,3	3,1	9,7	-	-	
Feb	121,0	3,7	3,0	1,7	1,1	1,2	2,9	2,4	3,0	9,9	-	-	
Mar	121,7	3,5	2,6	1,6	0,9	1,2	2,8	2,3	2,8	9,0	-	-	
Abr	121,7	2,6	2,1	1,3	0,6	1,2	2,2	2,0	2,3	6,7	-	-	
May	121,2	2,3	1,8	1,1	0,5	1,2	1,9	1,9	1,9	6,4	-	-	

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

% del total	Precios del petróleo <sup>3)</sup> (euros por barril)	Precios de las materias primas no energéticas						Total (d.; índice: 2005 = 100)	Total	Deflatores del PIB				Expor- taciones <sup>6)</sup>	Impor- taciones <sup>6)</sup>
		Ponderados <sup>4)</sup> por las importaciones			Ponderados <sup>5)</sup> por el destino					Demanda interna					
		Total	Alimen- ticias	No alimen- ticias	Total	Alimen- ticias	No alimen- ticias			Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo		
		1	2	3	4	5	6			7	8	9	10		
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	107,2	0,9	-0,1	-0,4	2,0	-0,4	-3,5	-6,2
2010	60,7	44,6	21,4	57,9	42,1	27,1	54,5	108,0	0,8	1,5	1,7	0,8	1,0	2,9	4,9
2011	79,7	12,2	22,4	7,7	12,9	20,7	7,5	109,4	1,2	2,1	2,5	0,9	2,0	3,7	5,9
2011 II	81,3	11,6	28,8	4,6	13,3	26,2	5,1	109,2	1,3	2,0	2,5	1,0	1,8	3,7	5,6
III	79,3	3,8	16,7	-1,6	4,9	11,7	0,3	109,6	1,3	2,1	2,4	1,1	2,0	3,2	5,3
IV	80,7	-2,5	3,6	-5,2	-1,7	4,4	-6,0	109,8	1,4	2,1	2,6	0,9	2,1	2,9	4,8
2012 I	90,1	-5,8	-7,6	-4,9	-4,8	-3,6	-5,6	110,1	1,2	1,7	2,3	1,1	1,7	2,1	3,3
II	84,6	-1,1	-3,3	0,1	1,1	4,1	-1,2	.	.	.	.	.	.	.	.
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	-5,2	-8,1	-3,8	-3,6	-2,3	-4,6	-	-	-	-	-	-	-	-
Abr	91,4	-3,8	-5,1	-3,1	-2,5	0,3	-4,5	-	-	-	-	-	-	-	-
May	86,0	-0,2	-2,8	1,1	2,5	5,4	0,2	-	-	-	-	-	-	-	-
Jun	76,4	0,9	-2,0	2,3	3,4	6,7	0,9	-	-	-	-	-	-	-	-

Fuentes: Eurostat, cálculos del BCE basados en datos de Eurostat (columna 7 del cuadro 2 de la sección 5.1 y columnas 8-15 del cuadro 3 de la sección 5.1), cálculos del BCE basados en datos de Thomson 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 rama de actividad									
			Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	Ind. manu- facturera, agua, gas y electricidad y otras energías	Construcción	Comercio, transporte y hostelería	Información y comuni- caciones	Actividades financieras y de seguros	Actividades inmobiliarias	Actividades profesionales, adminis- trativas y servicios auxiliares	Administra- ción pública, sanidad y educación	Actividades artísticas, recreativas y otros servicios
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Costes laborales unitarios <sup>1)</sup>												
2010	109,3	-0,8	0,2	-5,9	1,6	-1,5	-1,4	-0,3	2,2	0,5	1,0	1,5
2011	110,2	0,8	-1,6	-0,1	0,2	0,5	3,0	0,8	3,7	3,1	0,8	1,6
2011 II	110,2	0,9	-1,7	-0,5	1,4	0,3	3,2	2,8	3,9	3,1	0,6	2,2
III	110,1	1,2	-2,2	-0,1	0,3	1,6	3,4	0,0	1,9	3,1	1,1	1,9
IV	110,8	1,4	-2,5	2,1	-1,2	1,2	3,7	-1,4	4,5	3,5	0,9	1,7
2012 I	111,2	1,5	-1,7	2,9	1,2	1,6	3,9	-0,3	1,6	2,2	0,7	1,7
Remuneración por asalariado												
2010	111,6	1,7	2,4	3,7	1,2	1,7	2,7	2,1	3,4	0,5	1,0	1,3
2011	114,1	2,2	2,6	3,4	3,2	2,0	2,2	1,4	2,2	3,0	1,3	1,5
2011 II	114,0	2,2	2,2	4,1	2,7	1,7	1,9	2,5	2,5	2,9	1,1	1,4
III	114,2	2,3	2,5	3,3	2,8	2,2	2,6	1,8	2,0	3,3	1,5	1,5
IV	114,8	2,2	2,3	2,5	3,6	2,1	2,4	0,1	2,1	3,5	1,7	2,4
2012 I	115,5	1,9	1,7	2,2	3,2	2,1	2,5	0,8	2,6	2,5	1,1	2,3
Productividad del trabajo por persona ocupada <sup>2)</sup>												
2010	102,2	2,5	2,2	10,2	-0,4	3,3	4,1	2,4	1,2	0,0	0,0	-0,3
2011	103,5	1,3	4,3	3,5	3,0	1,5	-0,7	0,6	-1,4	-0,1	0,5	-0,2
2011 II	103,4	1,3	4,0	4,6	1,3	1,4	-1,2	-0,3	-1,3	-0,2	0,6	-0,8
III	103,7	1,2	4,8	3,4	2,5	0,6	-0,8	1,8	0,1	0,2	0,4	-0,4
IV	103,6	0,9	4,9	0,4	4,9	0,9	-1,2	1,4	-2,3	-0,1	0,8	0,7
2012 I	103,8	0,4	3,4	-0,7	2,0	0,4	-1,3	1,1	0,9	0,3	0,4	0,7
Remuneración por hora trabajada												
2010	113,3	1,0	0,7	0,9	1,5	1,4	1,9	1,6	2,3	-0,2	0,7	1,3
2011	115,6	2,0	0,2	2,6	3,2	2,1	2,6	0,9	2,5	2,4	1,3	1,8
2011 II	115,8	2,5	1,5	3,5	3,3	2,2	3,2	2,3	3,6	2,9	1,5	2,2
III	115,7	2,2	0,4	2,9	2,8	2,0	2,6	1,2	2,0	2,6	1,8	2,0
IV	116,6	2,1	0,6	2,6	4,1	2,0	2,8	-0,6	3,1	2,5	1,5	2,3
2012 I	116,8	2,1	4,4	2,1	4,2	2,3	2,6	1,2	5,4	2,6	0,7	2,7
Productividad del trabajo por hora trabajada <sup>3)</sup>												
2010	104,1	1,9	1,3	7,4	-0,5	2,8	3,5	1,7	0,0	-0,5	-0,3	0,0
2011	105,4	1,3	3,5	2,9	2,8	1,8	-0,4	0,1	-1,0	-0,4	0,5	0,1
2011 II	105,6	1,8	4,5	4,3	1,9	2,1	-0,1	-0,5	0,0	-0,1	0,9	-0,1
III	105,6	1,2	4,9	3,3	2,2	0,6	-1,0	1,3	-0,4	-0,2	0,7	-0,2
IV	105,7	0,8	4,5	0,6	5,1	1,0	-1,0	1,1	-1,1	-0,7	0,6	0,5
2012 I	105,6	0,7	4,8	-0,7	2,9	0,9	-1,3	1,5	2,7	0,4	0,0	1,0

#### 5. Índices de costes laborales <sup>3)</sup>

	Total (d.; índice: 2008 = 100)	Total	Por componentes		Por algunas ramas de actividad			Pro memoria: Indicador de salarios negociados <sup>4)</sup>
			Sueldos y salarios	Cotizaciones sociales a cargo de la empresa	Ind. extractivas, ind. manufacturera y energía	Construcción	Servicios	
	1	2	3	4	5	6	7	8
% del total en 2008	100,0	100,0	75,2	24,8	32,4	9,0	58,6	
2010	104,3	1,5	1,4	1,8	1,0	1,8	1,8	1,7
2011	107,2	2,8	2,6	3,4	3,2	2,5	2,6	2,0
2011 II	107,2	3,3	3,1	3,8	4,2	2,9	2,9	1,9
III	107,2	2,6	2,4	3,0	2,7	2,4	2,5	2,1
IV	108,0	2,8	2,6	3,5	3,3	2,9	2,6	2,0
2012 I	108,3	2,0	1,9	2,0	2,5	1,9	1,8	2,0

Fuentes: Eurostat, cálculos del BCE basados en datos de Eurostat (cuadro 4 de la sección 5.1) y cálculos del BCE (columna 8 del cuadro 5 de la sección 5.1).

- 1) Remuneración por asalariado (a precios corrientes) dividida por la productividad del trabajo por persona ocupada.
- 2) PIB total y valor añadido por actividad económica (en términos reales) por factor trabajo (personas ocupadas y horas trabajadas).
- 3) Índices de costes laborales por hora para el total de la economía, excluidos agricultura, Administración pública, educación, sanidad y otros servicios no clasificados en otra rúbrica. Debido a su diferente cobertura, puede que las estimaciones de los datos de los componentes no se correspondan con el total.
- 4) Datos experimentales (para más información, véase <http://www.ecb.europa.eu/stats/intro/html/experiment.en.html>).

## 5.2 Producto y demanda

(datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin ajustar)

### 1. PIB y componentes del gasto

	PIB								
	Total	Demanda interna				Saldo exterior <sup>1)</sup>			
		Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo	Variación de existencias <sup>2)</sup>	Total	Exportaciones <sup>1)</sup>	Importaciones <sup>1)</sup>
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
	<b>Precios corrientes (mm de euros)</b>								
2008	9.244,5	9.159,2	5.207,1	1.898,8	1.989,5	63,7	85,3	3.882,1	3.796,8
2009	8.919,8	8.802,0	5.126,6	1.986,6	1.735,9	-47,0	117,8	3.273,4	3.155,6
2010	9.162,8	9.045,4	5.262,4	2.015,3	1.753,1	14,6	117,4	3.749,3	3.631,9
2011	9.413,3	9.280,8	5.403,2	2.027,4	1.813,7	36,5	132,6	4.128,5	3.996,0
2011 I	2.337,5	2.315,3	1.343,9	505,1	452,4	13,9	22,2	1.009,1	986,9
II	2.351,8	2.325,5	1.345,6	506,6	453,7	19,5	26,3	1.024,9	998,5
III	2.361,5	2.323,6	1.354,1	508,0	453,3	8,2	37,9	1.046,8	1.008,9
IV	2.358,7	2.314,0	1.357,8	507,4	452,7	-4,0	44,7	1.043,6	998,9
2012 I	2.365,1	2.315,3	1.364,3	510,7	448,0	-7,7	49,7	1.061,3	1.011,6
	<i>porcentaje del PIB</i>								
2011	100,0	98,6	57,4	21,5	19,3	0,4	1,4	-	-
	<b>Volúmenes encadenados (precios del año anterior)</b>								
	<i>tasas de variación intertrimestral</i>								
2011 I	0,7	0,5	0,0	-0,4	2,0	-	-	1,4	0,8
II	0,2	-0,1	-0,6	-0,1	-0,4	-	-	1,1	0,6
III	0,1	-0,2	0,4	-0,1	-0,3	-	-	1,5	0,7
IV	-0,3	-0,9	-0,5	-0,2	-0,6	-	-	-0,6	-1,9
2012 I	0,0	-0,5	0,0	0,4	-1,4	-	-	1,0	-0,2
	<i>tasas de variación interanual</i>								
2008	0,4	0,3	0,4	2,3	-1,1	-	-	1,0	0,9
2009	-4,4	-3,8	-1,2	2,6	-12,4	-	-	-12,7	-11,5
2010	2,0	1,2	0,9	0,7	0,0	-	-	11,2	9,6
2011	1,5	0,5	0,2	-0,3	1,4	-	-	6,2	4,0
2011 I	2,4	1,7	1,0	0,0	3,7	-	-	10,0	8,3
II	1,7	0,8	0,2	-0,2	1,2	-	-	6,4	4,5
III	1,3	0,4	0,2	-0,4	0,8	-	-	5,7	3,6
IV	0,7	-0,7	-0,7	-0,7	0,7	-	-	3,5	0,3
2012 I	0,0	-1,7	-0,7	0,0	-2,6	-	-	3,0	-0,7
	<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del PIB; puntos porcentuales</i>								
2011 I	0,7	0,5	0,0	-0,1	0,4	0,2	0,3	-	-
II	0,2	-0,1	-0,3	0,0	-0,1	0,3	0,2	-	-
III	0,1	-0,2	0,2	0,0	-0,1	-0,4	0,3	-	-
IV	-0,3	-0,8	-0,3	0,0	-0,1	-0,4	0,5	-	-
2012 I	0,0	-0,5	0,0	0,1	-0,3	-0,3	0,5	-	-
	<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	-4,4	-3,8	-0,7	0,5	-2,7	-1,0	-0,6	-	-
2010	2,0	1,2	0,5	0,1	0,0	0,6	0,7	-	-
2011	1,5	0,5	0,1	-0,1	0,3	0,2	1,0	-	-
2011 I	2,4	1,7	0,6	0,0	0,7	0,4	0,8	-	-
II	1,7	0,8	0,1	-0,1	0,2	0,5	0,8	-	-
III	1,3	0,4	0,1	-0,1	0,1	0,2	0,9	-	-
IV	0,7	-0,7	-0,4	-0,1	0,1	-0,3	1,4	-	-
2012 I	0,0	-1,7	-0,4	0,0	-0,5	-0,7	1,6	-	-

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
<b>Precios corrientes (mm de euros)</b>												
2008	8.299,2	141,9	1.652,6	561,5	1.597,7	356,5	385,3	930,7	859,8	1.521,1	292,0	945,3
2009	8.026,5	126,1	1.469,9	536,2	1.522,1	358,3	427,5	903,0	804,4	1.581,2	297,8	893,3
2010	8.222,4	138,8	1.557,8	514,2	1.564,0	357,9	441,4	918,7	817,5	1.610,0	302,0	940,4
2011	8.439,7	144,6	1.631,2	521,6	1.618,0	355,1	440,1	947,2	845,2	1.630,9	305,8	973,6
2011 I	2.095,4	36,7	403,7	131,0	401,4	89,0	108,9	233,6	209,0	406,0	76,1	242,2
II	2.106,9	36,8	406,8	129,9	404,3	88,7	109,5	236,5	210,8	408,0	75,6	244,9
III	2.117,1	35,6	411,9	129,6	405,2	89,1	110,8	237,9	212,2	408,3	76,5	244,4
IV	2.116,1	35,4	406,5	130,8	406,0	88,1	110,8	239,3	213,3	408,5	77,5	242,6
2012 I	2.121,0	37,7	405,9	129,9	407,8	88,2	110,4	238,3	213,5	411,4	78,0	244,1
<i>porcentaje del valor añadido</i>												
2011	100,0	1,7	19,3	6,2	19,2	4,2	5,2	11,2	10,0	19,3	3,6	-
<b>Volúmenes encadenados (precios del año anterior)</b>												
<i>tasas de variación intertrimestral</i>												
2011 I	0,7	1,6	1,4	1,9	0,9	-0,4	1,2	-0,4	1,1	0,2	-0,4	0,7
II	0,2	0,4	0,5	-1,1	0,1	0,4	0,0	0,6	0,5	0,2	-0,9	0,1
III	0,2	0,1	0,3	-0,9	0,0	0,2	0,8	0,2	0,3	0,2	0,8	-0,4
IV	-0,3	0,2	-1,7	-0,1	0,0	0,1	-0,5	0,5	-0,1	0,1	0,6	-0,7
2012 I	-0,1	1,7	0,0	-0,9	0,1	-0,4	0,5	-0,2	-0,2	-0,2	0,4	0,7
<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	-4,4	-0,4	-13,2	-7,0	-5,7	1,2	3,9	0,5	-7,4	1,4	0,2	-4,2
2010	2,1	1,0	6,8	-4,2	2,6	2,9	1,3	0,2	2,0	0,9	0,5	0,8
2011	1,5	1,8	3,4	-1,0	2,0	0,7	0,5	0,8	2,4	0,6	-0,4	1,2
2011 I	2,3	0,4	6,0	0,1	3,3	1,3	-0,8	0,7	3,3	0,6	0,2	3,5
II	1,7	1,7	4,4	-1,8	2,4	0,7	-0,5	1,0	2,9	0,6	-1,3	1,5
III	1,4	2,7	3,7	-1,8	1,4	0,7	1,8	0,8	2,2	0,6	-0,6	0,6
IV	0,8	2,3	0,4	-0,2	1,0	0,3	1,6	0,8	1,8	0,8	0,1	-0,3
2012 I	0,0	2,3	-1,1	-3,0	0,2	0,3	0,8	1,1	0,4	0,4	0,8	-0,4
<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del valor añadido; puntos porcentuales</i>												
2011 I	0,7	0,0	0,3	0,1	0,2	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	-
II	0,2	0,0	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	-
III	0,2	0,0	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
IV	-0,3	0,0	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	-
2012 I	-0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	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	-4,4	0,0	-2,6	-0,5	-1,1	0,1	0,2	0,1	-0,8	0,2	0,0	-
2010	2,1	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	-
2011 I	2,3	0,0	1,1	0,0	0,6	0,1	0,0	0,1	0,3	0,1	0,0	-
II	1,7	0,0	0,8	-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	-
2012 I	0,0	0,0	-0,2	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	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

% del total en 2005	Total		Industria, excluida construcción									Construcción		
	Total (d.; índice: 2005 = 100)	Total (d.; índice: 2005 = 100)	Total (d.; índice: 2005 = 100)	Industria, excluidas construcción y energía								Energía		
				Industria manufacturera	Total	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo						
								Total	Duradero	No duradero				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12			
2009	-13,7	90,5	-14,9	-15,9	-16,1	-19,2	-20,9	-5,0	-17,4	-3,0	-5,4	-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	-7,9		
2011	2,5	100,6	3,5	4,7	4,7	4,2	8,8	0,5	0,7	0,5	-4,4	-0,9		
2011 II	2,1	100,8	4,0	5,2	5,3	4,4	9,4	1,6	1,3	1,7	-5,5	-4,8		
2011 III	3,6	101,5	3,9	4,7	4,7	3,7	9,7	0,5	2,1	0,3	-2,6	1,9		
2011 IV	0,0	99,4	-0,2	1,0	1,0	-0,3	4,0	-0,8	-2,9	-0,5	-7,7	2,1		
2012 I	-2,4	99,1	-1,6	-1,3	-1,3	-2,9	2,1	-3,2	-5,0	-2,9	-3,4	-6,4		
2011 Nov	0,4	99,6	0,0	0,8	0,9	-0,6	4,7	-1,9	-3,1	-1,7	-5,4	1,4		
2011 Dic	0,2	98,8	-1,6	0,3	0,4	-0,2	2,1	-0,7	-2,9	-0,4	-12,2	10,6		
2012 Ene	-1,9	98,6	-1,8	-0,7	-0,7	-1,7	1,6	-2,2	-3,0	-2,0	-7,3	-2,0		
2012 Feb	-3,5	99,3	-1,6	-2,4	-2,4	-4,4	1,5	-4,9	-5,7	-4,7	3,8	-14,9		
2012 Mar	-1,8	99,2	-1,5	-0,8	-0,8	-2,6	2,9	-2,6	-6,0	-2,2	-6,3	-2,6		
2012 Abr	-3,1	98,2	-2,4	-3,2	-3,4	-4,5	-0,7	-4,4	-6,7	-4,1	3,3	-4,8		
<i>tasa de variación intermensual (d.)</i>														
2011 Nov	0,2	-	-0,4	-0,4	-0,2	-0,1	0,1	-1,4	0,3	-1,6	0,2	1,8		
2011 Dic	-0,7	-	-0,8	-0,4	-0,2	-1,0	-0,3	0,2	0,2	0,0	-2,8	-1,6		
2012 Ene	-0,1	-	-0,2	-0,2	-0,4	0,7	-1,0	-0,7	0,0	-0,6	0,8	-0,7		
2012 Feb	-0,8	-	0,7	-0,4	-0,4	-1,3	1,2	-1,3	-1,6	-1,3	7,7	-9,8		
2012 Mar	1,0	-	-0,1	1,1	1,0	1,0	1,2	1,3	0,0	1,5	-8,1	11,4		
2012 Abr	-0,9	-	-1,1	-1,9	-1,9	-1,4	-2,9	-1,2	-0,9	-1,8	6,2	-2,6		

### 4. Nuevos pedidos y cifra de negocios en la industria, ventas al por menor y matriculaciones de automóviles

% del total en 2005	Nuevos pedidos <sup>1)</sup>		Cifra de negocios		Ventas al por menor, incluido combustible para vehículos de motor								Matriculaciones de automóviles	
	Industria manufacturera <sup>2)</sup> (precios corrientes)		Industria manufacturera (precios corrientes)		Precios corrientes	Precios constantes							Total (d.; miles) <sup>3)</sup>	Total
	Total (d.; índice: 2005 = 100)	Total	Total (d.; índice: 2005 = 100)	Total	Total	Total (d.; índice: 2005 = 100)	Total	Alimentación, bebidas y tabaco	No alimentación		Com- bustible			
									Calzado, vestido y confección	Artículos para el hogar				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2009	87,4	-22,7	95,6	-18,3	-4,3	100,5	-2,4	-1,7	-2,4	-1,9	-4,3	-5,8	924	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	-3,5	838	-1,1
2011 II	114,2	11,7	114,7	9,6	1,7	101,0	-0,5	-0,5	0,0	1,8	-1,2	-3,7	825	-1,7
2011 III	110,8	5,3	115,8	8,8	1,7	101,3	-0,5	-0,8	0,1	-2,2	0,0	-4,5	822	2,9
2011 IV	108,7	-0,6	114,5	4,0	1,0	100,0	-1,3	-1,7	-0,8	-4,1	-0,3	-4,2	830	-1,7
2012 I	108,1	-3,9	115,2	1,1	1,2	100,2	-1,0	-0,9	-0,5	-0,9	-2,0	-5,6	775	-11,4
2012 Ene	107,7	-4,1	114,7	1,6	1,1	100,2	-1,1	-1,7	-0,3	0,1	-2,4	-3,9	760	-13,2
2012 Feb	107,3	-5,2	115,3	0,7	0,2	100,0	-2,0	-0,5	-2,1	-6,2	-3,3	-7,4	764	-14,8
2012 Mar	109,4	-2,7	115,6	1,1	2,2	100,4	0,0	-0,7	0,8	2,7	-0,5	-5,5	800	-7,2
2012 Abr	.	.	114,2	-1,2	-1,7	98,9	-3,4	-3,4	-2,9	-11,7	-2,7	-7,5	764	-7,7
2012 May	.	.	.	.	0,4	99,5	-1,7	-1,1	-1,5	.	.	-6,5	771	-6,6
<i>tasa de variación intermensual (d.)</i>														
2012 Ene	-	-2,6	-	-0,1	1,1	-	1,2	1,0	1,0	2,4	-0,8	0,8	-	-10,6
2012 Feb	-	-0,4	-	0,6	-0,1	-	-0,2	0,6	-0,4	-1,7	-0,8	-3,2	-	0,5
2012 Mar	-	2,0	-	0,2	0,7	-	0,4	-0,4	0,7	4,6	0,8	-0,5	-	4,6
2012 Abr	-	.	-	-1,1	-1,5	-	-1,4	-0,3	-1,7	-8,8	-0,6	-1,6	-	-4,5
2012 May	-	.	-	.	0,6	-	0,6	0,2	1,0	.	.	0,3	-	1,0

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)].

- Tras la modificación del Reglamento relativo a las estadísticas coyunturales (véanse las Notas generales), se han dejado de elaborar las estadísticas de nuevos pedidos industriales de la zona del euro; las últimas cifras publicadas por Eurostat corresponden a marzo de 2012.
- Incluye las industrias manufactureras que basan su producción principalmente en pedidos y que representaban el 61,2% del total de las manufacturas en 2005.
- Las cifras anuales y trimestrales son medias de los totales mensuales del período de que se trate.



## 5.2 Producto y demanda

(saldos netos <sup>1)</sup>, salvo indicación en contrario; datos desestacionalizados)

### 5. Encuestas de opinión de la Comisión Europea

	Indicador de clima económico <sup>2)</sup> (media a largo plazo = 100)	Industria manufacturera					Indicador de confianza de los consumidores				
		Indicador de confianza industrial				Utilización de la capacidad productiva (%) <sup>3)</sup>	Total <sup>4)</sup>	Situación financiera en los próximos 12 meses	Situación económica en los próximos 12 meses	Paro en los próximos 12 meses	Ahorro en los próximos 12 meses
		Total <sup>4)</sup>	Cartera de pedidos	Existencias de productos terminados	Expectativas de producción						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2008	93,5	-8,4	-13,4	10,8	-1,0	82,0	-18,4	-10,1	-25,4	23,9	-14,1
2009	80,2	-28,7	-56,7	14,8	-14,7	70,8	-24,8	-7,0	-26,1	55,3	-10,7
2010	100,5	-4,7	-24,7	0,8	11,4	76,7	-14,2	-5,3	-12,3	31,2	-8,1
2011	101,0	0,1	-6,9	2,3	9,4	80,3	-14,5	-7,5	-18,2	23,3	-9,2
2011 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	79,8	-20,0	-10,1	-24,2	34,7	-11,2
II	91,1	-11,0	-22,8	6,8	-3,5	-	-19,7	-10,4	-24,4	32,6	-11,2
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	92,9	-9,0	-19,3	6,1	-1,6	79,7	-19,9	-10,5	-24,0	33,5	-11,7
May	90,5	-11,4	-23,6	7,1	-3,5	-	-19,3	-10,8	-23,7	30,8	-11,8
Jun	89,9	-12,7	-25,6	7,1	-5,5	-	-19,8	-10,0	-25,6	33,4	-10,2

	Indicador de confianza de la construcción			Indicador de confianza del comercio al por menor				Indicador de confianza de los servicios			
	Total <sup>4)</sup>	Cartera de pedidos	Expectativas de empleo	Total <sup>4)</sup>	Evolución actual de los negocios	Nivel de existencias	Evolución futura de los negocios	Total <sup>4)</sup>	Clima empresarial	Demanda en los últimos meses	Demanda en los próximos meses
	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 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
II	-28,6	-33,4	-23,8	-14,7	-18,6	14,7	-10,7	-5,0	-11,0	-4,8	0,9
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	-27,5	-30,9	-24,0	-11,1	-11,8	12,9	-8,5	-2,4	-8,1	-2,3	3,2
May	-30,2	-35,0	-25,4	-18,1	-24,4	16,9	-13,1	-5,2	-11,1	-4,5	0,2
Jun	-28,1	-34,3	-22,0	-14,9	-19,7	14,4	-10,5	-7,4	-13,9	-7,7	-0,6

Fuente: Comisión Europea (D.G. de Asuntos Económicos y Financieros).

- 1) Diferencia entre el porcentaje de entrevistados que responden afirmativamente y aquellos que contestan negativamente.
- 2) El indicador de clima económico está compuesto por los indicadores de confianza industrial, de los servicios, de los consumidores, de la construcción y del comercio al por menor; el indicador de confianza industrial tiene una ponderación del 40%; el de confianza de los servicios, del 30%; el de confianza de los consumidores, del 20%, y cada uno de los dos indicadores restantes tiene una ponderación del 5%. Los valores del indicador de clima económico por encima (por debajo) de 100 indican un clima económico por encima (por debajo) de la media (por debajo de la media) calculado para el período a partir de 1990.
- 3) Los datos se recogen en enero, abril, julio y octubre de cada año. Los datos trimestrales incluidos son medias de dos encuestas consecutivas. Los datos anuales se obtienen a partir de medias trimestrales.
- 4) Los indicadores de confianza se calculan como medias simples de los componentes incluidos; para el cálculo de los indicadores de confianza se utilizan los componentes de existencias (columnas 4 y 17) y de paro (columna 10), con el signo invertido.

## 5.3 Mercado de trabajo <sup>1)</sup>

(datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin ajustar)

### 1. Empleo

	Por situación profesional			Por rama de actividad									
	Total	Asalariados	Autónomos	Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	Ind. manufacturera, agua, gas y electricidad y otras energías	Construcción	Comercio, transporte y hostelería	Información y comunicaciones	Actividades financieras y de seguros	Actividades inmobiliarias	Actividades profesionales, administrativas y servicios auxiliares	Administración pública, sanidad y educación	Actividades artísticas, recreativas y otros servicios
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Personas ocupadas</b>													
<i>nivel (miles)</i>													
2011	146.746	125.741	21.005	5.039	23.053	9.929	36.043	4.018	4.070	1.290	18.145	34.435	10.723
<i>porcentaje del total de personas ocupadas</i>													
2011	100,0	85,7	14,3	3,4	15,7	6,8	24,6	2,7	2,8	0,9	12,4	23,5	7,3
<i>tasas de variación interanual</i>													
2009	-1,8	-1,8	-1,8	-2,2	-5,1	-6,6	-1,6	-0,7	0,3	-4,0	-2,5	1,2	1,0
2010	-0,6	-0,5	-0,8	-1,2	-3,1	-3,8	-0,7	-1,2	-1,0	-1,0	2,0	1,0	0,8
2011	0,1	0,3	-1,1	-2,4	-0,1	-3,9	0,5	1,4	-0,1	2,3	2,5	0,1	-0,2
2011 II	0,3	0,6	-1,0	-2,2	-0,2	-3,1	1,0	1,9	-0,3	2,4	3,1	0,1	-0,6
III	0,2	0,4	-1,3	-2,0	0,2	-4,2	0,8	1,5	0,0	0,7	2,0	0,2	-0,2
IV	-0,2	0,0	-1,3	-2,5	0,0	-4,9	0,0	1,5	0,1	3,2	1,8	0,0	-0,6
2012 I	-0,4	-0,3	-1,0	-1,0	-0,4	-4,8	-0,2	1,6	-0,3	0,1	0,1	0,0	0,1
<i>tasas de variación intertrimestral</i>													
2011 II	0,2	0,3	-0,6	0,6	0,0	-0,5	0,6	0,7	-0,2	-0,3	0,8	-0,1	-0,6
III	-0,2	-0,1	-0,5	-0,5	0,1	-1,6	-0,1	-0,5	0,1	-0,8	-0,3	0,1	0,0
IV	-0,2	-0,2	-0,2	-0,7	-0,3	-1,5	-0,5	0,3	0,0	2,0	0,3	-0,1	0,1
2012 I	-0,2	-0,3	0,3	-0,3	-0,2	-1,3	-0,2	1,0	-0,2	-0,8	-0,7	0,0	0,6
<b>Horas trabajadas</b>													
<i>nivel (millones)</i>													
2011	232.648	187.478	45.170	10.553	36.690	17.682	60.661	6.452	6.470	1.992	27.835	49.175	15.139
<i>porcentaje del total de horas trabajadas</i>													
2011	100,0	80,6	19,4	4,5	15,8	7,6	26,1	2,8	2,8	0,9	12,0	21,1	6,5
<i>tasas de variación interanual</i>													
2009	-3,4	-3,6	-2,7	-3,1	-9,0	-7,6	-2,9	-1,2	-1,2	-4,3	-3,7	0,9	-0,5
2010	0,1	0,1	-0,3	-0,4	-0,6	-3,8	-0,3	-0,6	-0,4	0,2	2,5	1,2	0,6
2011	0,1	0,5	-1,3	-1,6	0,5	-3,7	0,2	1,1	0,4	1,9	2,9	0,1	-0,5
2011 II	-0,1	0,3	-1,7	-2,7	0,1	-3,6	0,2	0,8	-0,1	1,0	3,0	-0,2	-1,3
III	0,2	0,5	-1,4	-2,1	0,4	-3,9	0,8	1,7	0,5	1,1	2,4	-0,1	-0,3
IV	-0,2	0,1	-1,4	-2,1	-0,2	-5,1	0,0	1,3	0,4	1,9	2,5	0,2	-0,5
2012 I	-0,7	-0,5	-1,4	-2,3	-0,3	-5,7	-0,6	1,6	-0,6	-1,5	0,0	0,3	-0,2
<i>tasas de variación intertrimestral</i>													
2011 II	-0,5	-0,3	-1,1	-1,2	-0,6	-1,5	0,0	-0,1	-0,8	-1,1	0,1	-0,4	-1,6
III	0,1	0,2	0,0	-0,4	0,5	-1,0	0,3	0,2	0,3	0,6	0,0	0,1	0,7
IV	-0,5	-0,5	-0,3	-0,4	-0,6	-2,5	-0,8	-0,2	-0,4	0,8	0,4	0,1	0,0
2012 I	0,1	0,1	0,0	-0,3	0,5	-0,8	-0,1	1,7	0,2	-1,8	-0,5	0,6	0,6
<b>Horas trabajadas por persona ocupada</b>													
<i>nivel (miles)</i>													
2011	1.585	1.491	2.150	2.094	1.592	1.781	1.683	1.606	1.590	1.544	1.534	1.428	1.412
<i>tasas de variación interanual</i>													
2009	-1,6	-1,8	-0,9	-0,9	-4,2	-1,1	-1,3	-0,5	-1,4	-0,3	-1,2	-0,3	-1,5
2010	0,6	0,7	0,5	0,8	2,6	0,1	0,4	0,6	0,6	1,2	0,5	0,2	-0,2
2011	0,0	0,2	-0,3	0,8	0,6	0,2	-0,3	-0,3	0,4	-0,4	0,3	0,0	-0,3
2011 II	-0,4	-0,3	-0,7	-0,5	0,2	-0,6	-0,8	-1,1	0,2	-1,4	-0,1	-0,3	-0,7
III	0,0	0,1	-0,1	-0,1	0,1	0,2	0,0	0,2	0,5	0,5	0,4	-0,3	-0,1
IV	0,0	0,1	-0,2	0,4	-0,2	-0,2	-0,1	-0,2	0,3	-1,2	0,6	0,2	0,2
2012 I	-0,3	-0,2	-0,4	-1,3	0,1	-0,9	-0,4	0,0	-0,4	-1,7	-0,1	0,3	-0,3
<i>tasas de variación intertrimestral</i>													
2011 II	-2,3	-3,2	1,6	3,7	-2,9	0,5	-1,9	-4,7	-4,1	-3,7	-3,6	-3,9	-1,4
III	-1,1	-0,9	-1,6	-0,4	-1,7	-0,6	-1,3	0,7	-0,8	1,4	-1,6	-1,0	-0,5
IV	2,8	3,2	1,1	-2,0	3,8	-0,3	2,7	2,7	3,0	1,0	5,5	3,3	2,3
2012 I	1,0	1,3	-0,9	-2,3	1,3	-0,1	1,0	1,9	2,4	0,3	0,1	2,4	0,4

Fuente: Cálculos del BCE basados en datos de Eurostat.

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

### 5.3 Mercado de trabajo

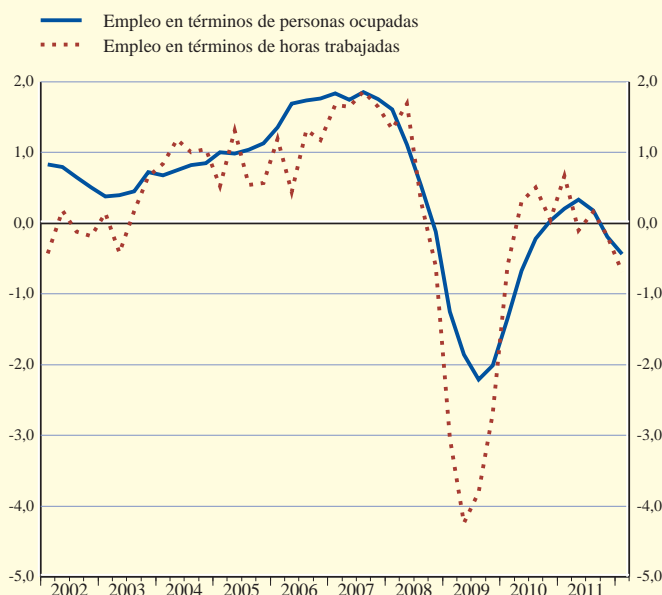
(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

#### 2. Desempleo y vacantes <sup>1)</sup>

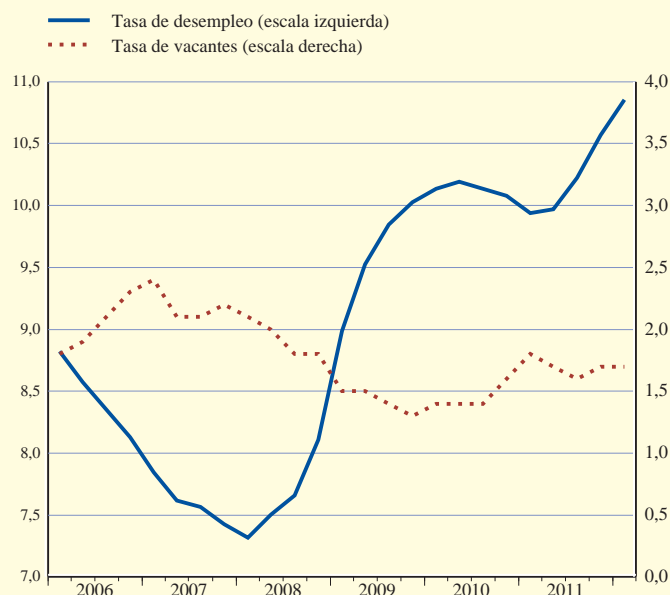
	Desempleo										Tasa de vacantes <sup>2)</sup>
	Total		Por grupos de edad <sup>3)</sup>				Por sexo <sup>4)</sup>				
	Millones	% población activa	Adultos		Jóvenes		Hombres		Mujeres		
			Millones	% población activa	Millones	% población activa	Millones	% población activa	Millones	% población activa	
% del total en 2010	100,0		79,5		20,5		54,0		46,0		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2008	11,965	7,6	9,291	6,6	2,675	16,0	6,041	7,0	5,924	8,5	1,9
2009	15,056	9,6	11,772	8,4	3,284	20,3	8,148	9,4	6,908	9,8	1,4
2010	15,928	10,1	12,657	8,9	3,272	20,9	8,596	10,0	7,332	10,3	1,5
2011	16,053	10,2	12,846	9,0	3,206	20,9	8,551	9,9	7,502	10,5	1,7
2011 I	15,621	9,9	12,448	8,8	3,173	20,6	8,312	9,7	7,309	10,3	1,8
II	15,721	10,0	12,568	8,8	3,153	20,5	8,381	9,7	7,341	10,3	1,7
III	16,145	10,2	12,945	9,1	3,199	20,8	8,575	9,9	7,570	10,6	1,6
IV	16,724	10,6	13,424	9,4	3,300	21,6	8,936	10,4	7,788	10,8	1,7
2012 I	17,184	10,9	13,818	9,7	3,367	22,2	9,193	10,7	7,991	11,1	1,7
2011 Dic	16,862	10,7	13,545	9,5	3,317	21,7	9,028	10,5	7,834	10,9	-
2012 Ene	17,022	10,8	13,674	9,6	3,348	22,0	9,106	10,6	7,916	11,0	-
Feb	17,174	10,8	13,814	9,6	3,360	22,2	9,179	10,6	7,995	11,1	-
Mar	17,357	11,0	13,965	9,8	3,392	22,4	9,294	10,8	8,063	11,2	-
Abr	17,473	11,0	14,077	9,8	3,396	22,4	9,374	10,9	8,100	11,2	-
May	17,561	11,1	14,149	9,9	3,412	22,6	9,422	10,9	8,139	11,3	-

#### G28 Empleo – personas ocupadas y horas trabajadas

(tasas de variación interanual)



#### G29 Desempleo y tasas de vacantes <sup>2)</sup>



Fuente: Eurostat.

- 1) Los datos de desempleo se refieren a personas y siguen las recomendaciones de la OIT.
- 2) Industria, construcción y servicios (excluidos los hogares como empleadores y los organismos extraterritoriales); datos sin desestacionalizar.
- 3) Adultos: 25 años o más; jóvenes: hasta los 25 años; las tasas se expresan en porcentaje de la población activa para cada grupo de edad.
- 4) Las tasas se expresan en porcentaje de la población activa para cada sexo.



## FINANZAS PÚBLICAS

### 6.1 Recursos, empleos y déficit/superávit <sup>1)</sup>

(porcentaje del PIB)

#### 1. Zona del euro – Recursos

	Total	Recursos corrientes										Recursos de capital		Pro memoria: carga fiscal <sup>2)</sup>
		Impuest. directos	Hogares	Empresas	Impuest. indirectos	Recibidos por inst. de la UE	Cotizaciones sociales	Empleadores	Asalariados	Ventas	Impuest. sobre el capital			
												1	2	
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	8,9	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	11,9	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 <sup>3)</sup>		
		Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Intereses	Transf. corrientes	Prestaciones sociales	Subvenciones	Inversión	Transf. de capital	Pagadas por instituciones de la UE			
													1	2
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 <sup>4)</sup>							
	Total	Admones. Centrales	Admones. Regionales	Admones. Locales	Admones. Seguridad Social		Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Transf. sociales en especie vía productores de mercado	Consumo de capital fijo	Ventas (menos)	Consumo colectivo	Consumo individual
2003	-3,2	-2,5	-0,5	-0,2	0,1	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	-2,3	-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

	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.

- 1) Los datos se refieren al Euro-17. Los conceptos «recursos», «empleos» y «déficit/superávit» se basan en el SEC 95. Las operaciones que afectan al presupuesto de la UE están incluidas y consolidadas. Las operaciones entre las Administraciones de los Estados miembros no están consolidadas.
- 2) La carga fiscal incluye impuestos y cotizaciones sociales.
- 3) Incluye el total de empleos, excepto intereses.
- 4) Se corresponde con el gasto en consumo final (P3) de las Administraciones Públicas del SEC 95.
- 5) Incluye los ingresos por venta de licencias UMTS y las liquidaciones de swaps y de acuerdos sobre tipos de interés futuros.

## 6.2 Deuda <sup>1)</sup>

(porcentaje del PIB)

### 1. Zona del euro – Por instrumento financiero y sector tenedor

	Total	Instrumentos financieros				Sectores tenedores				Otros acreedores <sup>3)</sup>
		Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores a corto plazo	Valores a largo plazo	Acreedores residentes <sup>2)</sup>				
						Total	IFM	Otras sociedades financieras		
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	40,1	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	33,0	17,7	7,8	7,5	37,1
2009	79,9	2,5	12,6	8,3	56,5	37,2	20,7	8,9	7,6	42,7
2010	85,3	2,4	15,3	7,4	60,2	40,5	23,4	9,7	7,3	44,9
2011	87,3	2,4	15,4	7,4	62,1	42,5	23,8	10,5	8,3	44,7

### 2. Zona del euro – Por emisor, plazo y moneda

	Total	Emitido por <sup>4)</sup>				Plazo a la emisión			Vida residual			Moneda	
		Admones. Centrales	Admones. Regionales	Admones. Locales	Admones. Seguridad Social	Hasta un año	Más de un año	Tipo de interés variable	Hasta un año	Entre uno y cinco años	Más de cinco años	Euro o monedas participantes	Otras monedas
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	53,4	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	87,3	70,7	8,5	5,8	2,2	12,5	74,8	6,2	22,6	29,4	35,3	85,7	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 <sup>1)</sup>

(porcentaje del PIB)

### 1. Zona del euro – Por origen, instrumento financiero y sector tenedor

	Total	Origen de la variación			Instrumentos financieros				Sectores tenedores			
		Necesidad de financiación <sup>2)</sup>	Efectos de valoración <sup>3)</sup>	Otras variaciones en volumen <sup>4)</sup>	Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores a corto plazo	Valores a largo plazo	Acreedores residentes <sup>5)</sup>	IFM	Otras sociedades financieras	Otros acreedores <sup>6)</sup>
	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	1,1	1,1	-0,6	4,2
2009	7,2	7,4	-0,2	0,0	0,1	0,7	1,6	4,9	3,0	2,3	0,9	4,3
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	3,2	1,0	1,0	1,1

### 2. Zona del euro – Ajuste entre déficit y deuda

Variaciones de la deuda	Déficit (-)/superávit (+) <sup>7)</sup>	Ajuste entre déficit y deuda <sup>8)</sup>												
		Total	Operaciones en los principales instrumentos financieros mantenidos por las AAPP							Efectos de valoración	Efectos tipo de cambio	Otras variaciones en volumen	Otros <sup>9)</sup>	
			Total	Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores <sup>10)</sup>	Acciones y otras particip.	Privatizaciones	Inyecciones de capital					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
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 <sup>1)</sup>

(porcentaje del PIB)

### 1. Zona del euro – Recursos (datos trimestrales)

	Total		Recursos corrientes					Recursos de capital		Pro memoria: carga fiscal <sup>2)</sup>
	1	2	Impuestos directos 3	Impuestos indirectos 4	Cotizaciones sociales 5	Ventas 6	Rentas de la propiedad 7	8	Impuestos sobre el capital 9	
2005 IV	48,6	47,9	13,7	14,0	16,1	2,4	0,8	0,8	0,3	44,0
2006 I	42,4	42,0	10,4	12,8	15,1	2,1	0,8	0,4	0,3	38,5
II	45,5	45,0	12,5	13,1	15,1	2,2	1,4	0,5	0,3	41,0
III	43,7	43,1	11,8	12,4	15,1	2,3	0,8	0,5	0,3	39,5
IV	49,2	48,6	14,4	14,1	15,8	2,5	0,9	0,6	0,3	44,5
2007 I	42,1	41,7	10,4	12,8	14,8	2,1	0,9	0,4	0,3	38,2
II	45,7	45,3	13,0	13,0	14,9	2,2	1,4	0,4	0,3	41,2
III	43,7	43,2	12,3	12,4	14,8	2,3	0,7	0,5	0,3	39,7
IV	49,4	48,8	14,8	13,9	15,7	2,6	1,0	0,6	0,3	44,7
2008 I	42,2	41,9	10,8	12,3	14,8	2,1	1,1	0,3	0,2	38,2
II	45,2	44,8	12,9	12,3	15,0	2,2	1,5	0,4	0,3	40,5
III	43,5	43,1	12,2	12,0	15,0	2,3	0,8	0,4	0,3	39,5
IV	48,9	48,4	13,9	13,4	16,4	2,7	1,1	0,5	0,3	44,0
2009 I	42,3	42,1	10,4	12,0	15,5	2,3	1,1	0,1	0,2	38,2
II	45,2	44,6	11,8	12,5	15,7	2,4	1,4	0,6	0,5	40,5
III	42,9	42,6	11,0	12,0	15,5	2,5	0,7	0,3	0,3	38,8
IV	48,8	47,9	13,0	13,6	16,5	2,8	1,0	0,8	0,5	43,6
2010 I	42,0	41,8	10,1	12,1	15,5	2,3	0,9	0,2	0,3	38,0
II	45,0	44,6	11,8	12,7	15,4	2,5	1,3	0,4	0,3	40,3
III	43,0	42,7	11,0	12,4	15,2	2,5	0,7	0,3	0,3	38,9
IV	48,6	47,9	13,2	13,4	16,4	2,9	1,0	0,7	0,3	43,3
2011 I	42,7	42,5	10,6	12,4	15,3	2,4	1,0	0,3	0,3	38,6
II	45,1	44,8	12,0	12,6	15,4	2,5	1,5	0,3	0,3	40,3
III	43,8	43,5	11,4	12,5	15,3	2,6	0,8	0,3	0,3	39,6
IV	49,3	48,3	13,3	13,4	16,7	2,9	1,0	1,0	0,4	43,9

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

	Total		Empleos corrientes						Empleos de capital			Déficit (-)/ superávit (+)	Déficit (-)/ superávit (+) primario
	1	2	Remuneración de asalariados 3	Consumo intermedio 4	Intereses 5	Transf. corrientes 6	Prestaciones sociales 7	Subvenciones 8	Inversión 9	Transf. de capital 11			
											Total 10	12	13
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	45,7	42,3	10,1	4,3	3,0	24,9	21,4	1,1	3,4	2,2	1,3	-3,3	-0,3
II	45,6	42,2	10,3	4,7	3,1	24,1	21,1	1,1	3,4	2,5	1,0	-0,1	3,0
III	45,5	41,9	9,8	4,8	2,9	24,3	20,9	1,2	3,6	2,6	1,0	-1,8	1,1
IV	49,7	44,7	10,8	6,1	2,7	25,1	21,3	1,3	4,9	2,8	2,2	-0,5	2,2
2007 I	44,8	41,3	9,9	4,3	2,9	24,1	20,7	1,1	3,5	2,3	1,2	-2,7	0,3
II	44,8	41,4	10,0	4,6	3,2	23,6	20,6	1,1	3,4	2,5	0,9	0,9	4,1
III	44,8	41,2	9,6	4,8	3,0	23,8	20,6	1,1	3,6	2,6	0,9	-1,1	1,9
IV	49,4	44,8	10,8	6,1	2,8	25,1	21,2	1,5	4,5	2,8	1,7	0,0	2,9
2008 I	45,3	41,7	9,9	4,4	3,0	24,4	20,8	1,2	3,6	2,3	1,2	-3,0	0,0
II	45,8	42,2	10,2	4,8	3,3	23,9	20,8	1,1	3,6	2,6	1,0	-0,6	2,7
III	45,9	42,2	9,8	5,0	3,0	24,4	21,2	1,1	3,7	2,7	1,0	-2,4	0,6
IV	51,4	46,8	11,2	6,5	2,8	26,3	22,2	1,4	4,6	2,9	1,7	-2,5	0,3
2009 I	49,3	45,4	10,7	4,9	2,9	26,9	22,9	1,3	3,8	2,6	1,2	-7,0	-4,1
II	50,5	46,3	11,1	5,4	3,0	26,9	23,3	1,3	4,2	2,8	1,3	-5,4	-2,3
III	50,2	46,1	10,5	5,6	2,9	27,1	23,5	1,3	4,1	2,8	1,1	-7,3	-4,4
IV	54,7	49,7	11,8	6,9	2,6	28,5	24,0	1,5	4,9	3,0	1,9	-5,9	-3,3
2010 I	50,2	46,4	10,7	4,9	2,8	27,9	23,6	1,4	3,9	2,3	1,5	-8,2	-5,4
II	49,4	45,9	10,9	5,3	2,9	26,7	23,2	1,3	3,5	2,5	1,2	-4,4	-1,4
III	50,6	45,4	10,2	5,5	2,8	26,9	23,2	1,3	5,2	2,6	2,6	-7,6	-4,9
IV	53,4	48,7	11,4	6,8	2,7	27,7	23,6	1,5	4,8	2,7	2,1	-4,8	-2,1
2011 I	48,4	45,3	10,4	4,8	3,0	27,2	23,1	1,3	3,1	2,1	0,9	-5,7	-2,7
II	48,4	45,2	10,6	5,1	3,2	26,2	22,8	1,2	3,2	2,3	0,9	-3,3	-0,1
III	48,3	44,9	10,0	5,3	3,0	26,5	23,0	1,2	3,4	2,3	1,1	-4,5	-1,5
IV	52,4	48,6	11,3	6,7	3,0	27,6	23,6	1,4	3,8	2,5	1,5	-3,0	0,0

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

- Los datos se refieren al Euro-17. Los conceptos «recursos», «empleos» y «déficit/superávit» se basan en el SEC 95. No se incluyen las operaciones entre el presupuesto de la UE y las unidades institucionales que no forman parte de las Administraciones Públicas. Por lo demás, y excepto en caso de que los plazos para la transmisión de los datos sean diferentes, las cifras trimestrales son acordes con los datos anuales. Datos sin desestacionalizar.
- La carga fiscal incluye impuestos y cotizaciones sociales.

## 6.5 Deuda trimestral y variaciones de la deuda <sup>1)</sup>

(porcentaje del PIB)

### 1. Zona del euro – Deuda según los criterios de Maastricht por instrumento financiero <sup>2)</sup>

	Total 1	Instrumentos financieros			
		Efectivo y depósitos 2	Préstamos 3	Valores a corto plazo 4	Valores a largo plazo 5
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	15,1	7,8	61,4
IV	87,3	2,4	15,4	7,4	62,1

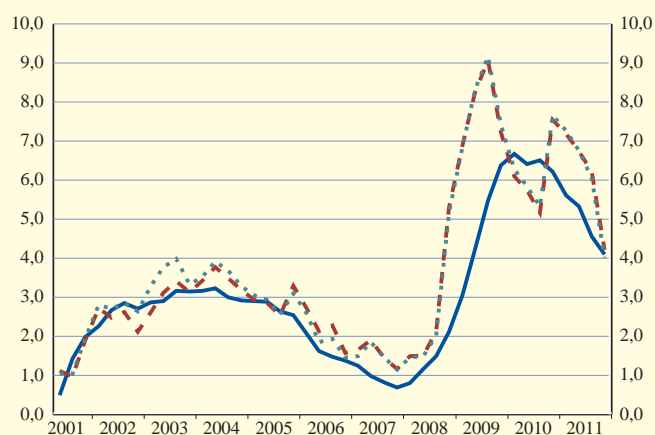
### 2. Zona del euro – Ajuste entre déficit y deuda

	Variaciones de la deuda 1	Deficit (-)/ superávit (+) 2	Ajuste entre déficit y deuda							Pro memoria: Necesidad de financiación 11	
			Total 3	Operaciones de las AAPP con los principales activos financieros				Efectos de valoración y otros cambios en el volumen 9	Otros 10		
				Total 4	Efectivo y depósitos 5	Préstamos 6	Valores 7				Acciones y otras participaciones 8
2009 I	12,9	-7,0	5,8	6,6	5,2	-0,1	0,8	0,7	-0,5	-0,3	13,3
II	9,2	-5,4	3,9	3,2	2,3	-0,4	0,2	1,1	-0,4	1,0	9,6
III	5,1	-7,3	-2,2	-2,8	-3,1	0,6	-0,1	-0,2	0,2	0,4	4,8
IV	2,1	-5,9	-3,8	-2,8	-2,9	-0,1	0,0	0,2	-0,2	-0,8	2,3
2010 I	8,2	-8,2	0,0	0,7	0,9	-0,1	-0,3	0,2	-0,4	-0,4	8,5
II	7,7	-4,4	3,4	3,3	2,0	1,1	-0,2	0,5	-0,1	0,1	7,8
III	2,8	-7,6	-4,9	-2,9	-2,3	-0,6	0,0	0,0	0,0	-1,9	2,8
IV	11,4	-4,8	6,6	5,7	-0,4	1,7	4,7	-0,3	0,0	0,8	11,4
2011 I	6,7	-5,7	1,0	0,7	2,0	-0,7	-0,3	-0,2	-0,2	0,5	6,9
II	6,0	-3,3	2,7	2,9	2,8	0,5	-0,4	-0,1	0,2	-0,5	5,7
III	0,7	-4,5	-3,8	-3,8	-3,7	-0,3	0,2	0,1	0,6	-0,6	0,1
IV	3,6	-3,0	0,5	-0,8	-0,5	-0,3	-0,3	0,2	0,2	1,2	3,4

### G30 Déficit, necesidad de financiación y variaciones de la deuda

(suma móvil de cuatro trimestres en porcentaje del PIB)

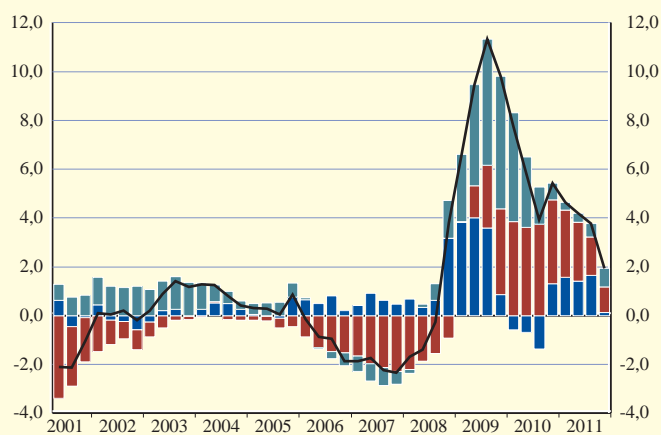
- Déficit
- - - Variaciones de la deuda
- Necesidad de financiación



### 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

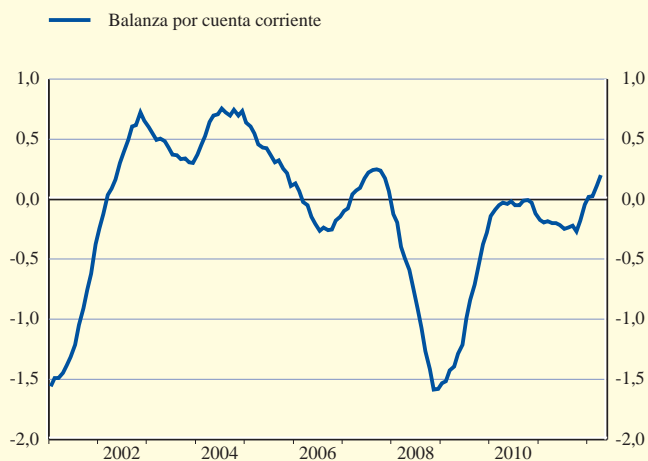
### 7.1 Resumen de la balanza de pagos <sup>1)</sup>

(mm de euros; transacciones netas)

	Cuenta corriente					Cuenta de capital	Capacidad/necesidad de financiación frente al resto del mundo (columnas 1+6)	Cuenta financiera						Errores y omisiones
	Total	Bienes	Servicios	Rentas	Transf. corrientes			Total	Inversiones directas	Inversiones de cartera	Derivados financieros	Otras inversiones	Activos de reserva	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2009	-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
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
2012 I	-7,0	1,9	10,5	14,3	-33,7	2,1	-5,0	-7,1	-27,9	-38,4	-3,5	63,9	-1,2	12,1
2011 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	-5,6	2,3	3,1	4,9	-15,9	1,6	-4,0	0,3	-3,4	19,4	4,9	-18,9	-1,8	3,8
Mar	8,7	8,8	5,1	5,3	-10,5	0,3	9,1	-17,8	-18,1	-14,4	-4,3	17,9	1,1	8,7
Abr	1,6	6,0	5,4	-0,9	-8,8	0,4	2,0	-3,5	-6,0	-8,8	2,4	11,9	-2,9	1,5
<i>transacciones acumuladas de 12 meses</i>														
2012 Abr	17,6	26,3	65,1	28,9	-102,6	11,0	28,7	-25,3	-111,1	119,7	-24,7	-0,4	-8,7	-3,4
<i>transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB</i>														
2012 Abr	0,2	0,3	0,7	0,3	-1,1	0,1	0,3	-0,3	-1,2	1,3	-0,3	0,0	-0,1	0,0

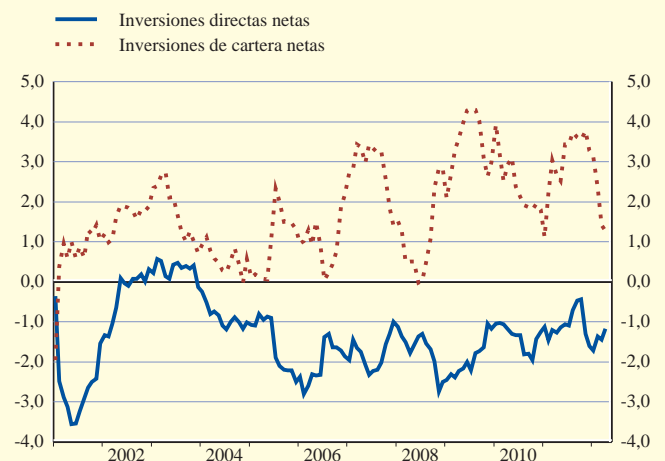
### G32 Balanza de pagos de la zona del euro: cuenta corriente

(datos desestacionalizados; transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB)



### G33 Balanza de pagos de la zona del euro: inversiones directas y de cartera

(transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB)



Fuente: BCE.

1) Las convenciones de signos se explican en las Notas Generales.

## 7.2 Cuenta corriente y cuenta de capital

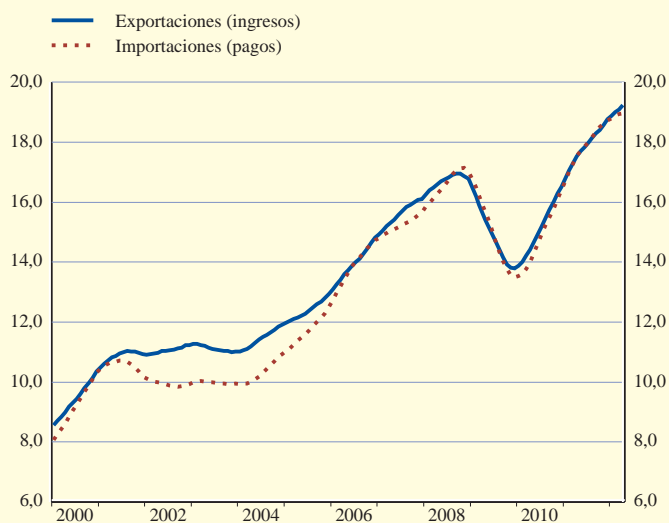
(mm de euros; transacciones)

### 1. Resumen de la cuenta corriente y de la cuenta de capital

	Cuenta corriente												Cuenta de capital		
	Total			Bienes		Servicios		Rentas		Transferencias corrientes			Ingresos	Pagos	
	Ingresos	Pagos	Neto	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Remesas de trabajadores			Remesas de trabajadores
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
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
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
2012 I	743,7	750,7	-7,0	463,9	462,0	127,2	116,8	125,9	111,6	26,7	.	60,4	.	5,0	3,0
2012 Feb	244,0	249,6	-5,6	153,2	150,9	41,3	38,1	38,3	33,5	11,2	.	27,1	.	2,4	0,8
Mar	263,9	255,1	8,7	167,8	158,9	44,9	39,7	45,3	40,0	6,0	.	16,5	.	1,6	1,3
Abr	243,2	241,6	1,6	152,1	146,1	44,9	39,5	39,9	40,8	6,3	.	15,1	.	1,4	1,0
	<b>Datos desestacionalizados</b>														
2011 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	.	.	.
2012 I	762,8	750,0	12,9	469,9	456,5	138,5	121,7	129,3	121,3	25,2	.	50,5	.	.	.
2012 Feb	251,5	252,6	-1,2	156,3	155,0	46,7	41,6	40,7	39,7	7,7	.	16,4	.	.	.
Mar	258,1	247,8	10,3	158,8	150,1	47,2	39,7	42,9	40,1	9,2	.	17,9	.	.	.
Abr	256,0	251,4	4,6	159,6	152,1	48,2	42,3	40,3	38,7	7,9	.	18,3	.	.	.
	<i>transacciones acumuladas de 12 meses</i>														
2012 Abr	2.983,7	2.964,9	18,8	1.816,5	1.790,0	555,3	490,0	516,7	487,1	95,2	.	197,8	.	.	.
	<i>transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB</i>														
2012 Abr	31,6	31,4	0,2	19,2	19,0	5,9	5,2	5,5	5,2	1,0	.	2,1	.	.	.

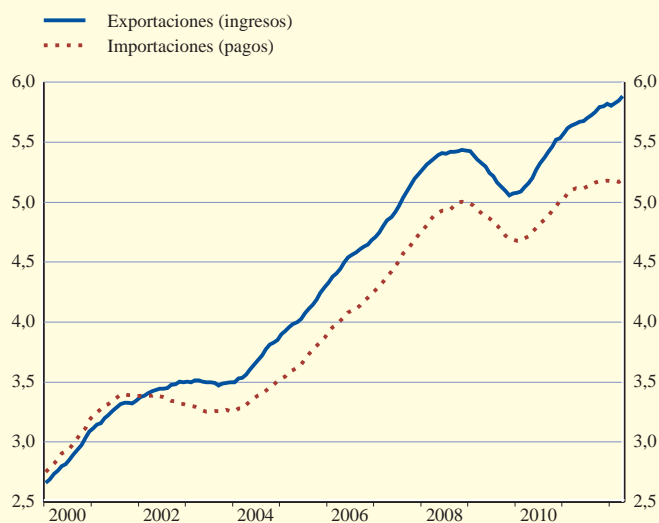
### G34 Balanza de pagos de la zona del euro: bienes

(datos desestacionalizados; transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB)



### G35 Balanza de pagos de la zona del euro: servicios

(datos desestacionalizados; transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB)



Fuente: BCE.

## 7.2 Cuenta corriente y cuenta de capital

(mm de euros)

### 2. Cuenta de rentas (transacciones)

	Rentas del trabajo		Rentas de la inversión													
	Ingresos	Pagos	Total		Inversiones directas						Inversiones de cartera				Otras inversiones	
			Ingresos	Pagos	Acciones y participaciones			Valores distintos de acciones			Acciones y participaciones		Valores distintos de acciones		Ingresos	Pagos
	Ingresos	Pagos			Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos				
			Beneficios reinvertidos	Beneficios reinvertidos												
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
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
		Total	Dina-marca	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	16	
<b>Ingresos</b>																
<b>Cuenta corriente</b>	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
<b>Cuenta de capital</b>	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
<b>Pagos</b>																
<b>Cuenta corriente</b>	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
<b>Cuenta de capital</b>	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
<b>Neto</b>																
<b>Cuenta corriente</b>	-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
<b>Cuenta de capital</b>	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 <sup>b)</sup>			Total en porcentaje del PIB			Inversiones directas		Inversiones de cartera		Derivados financieros netos	Otras inversiones		Activos de reserva
	Activos	Pasivos	Neto	Activos	Pasivos	Neto	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos		Activos	Pasivos	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
<b>Saldos vivos (posición de inversión internacional)</b>														
2008	13.377,1	14.961,4	-1.584,3	144,7	161,8	-17,1	3.878,4	3.247,8	3.834,9	5.976,8	-0,5	5.290,0	5.736,7	374,2
2009	13.764,1	15.170,3	-1.406,2	154,3	170,1	-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	166,3	179,7	-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	178,6	-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	179,0	-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
<b>Variaciones de los saldos vivos</b>														
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
<b>Transacciones</b>														
2008	429,9	551,3	-121,3	4,7	6,0	-1,3	336,6	105,5	5,0	266,4	84,5	0,5	179,4	3,4
2009	-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 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
2012 I	236,8	229,7	7,1	10,2	9,9	0,3	66,6	38,7	102,4	64,0	3,5	63,1	127,0	1,2
2011 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	62,2	62,4	-0,3	.	.	.	14,5	11,1	29,6	49,0	-4,9	21,2	2,3	1,8
Mar	100,5	82,7	17,8	.	.	.	25,3	7,2	44,5	30,1	4,3	27,4	45,4	-1,1
Abr	3,6	0,1	3,5	.	.	.	22,0	16,0	-11,2	-20,0	-2,4	-7,8	4,1	2,9
<b>Otros flujos</b>														
2007	-332,3	-84,4	-247,9	-3,7	-0,9	-2,7	59,9	64,3	-180,8	25,1	-75,1	-152,6	-173,8	16,3
2008	-1.045,7	-856,7	-188,9	-11,3	-9,3	-2,0	-184,9	-79,5	-801,2	-827,7	-56,0	-27,2	50,5	23,7
2009	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
<b>Otros flujos debidos a variaciones de tipo de cambio</b>														
2007	-522,0	-339,7	-182,3	-5,8	-3,8	-2,0	-104,2	-17,1	-217,4	-146,8	.	-186,6	-175,8	-13,7
2008	-49,8	27,9	-77,7	-0,5	0,3	-0,8	-25,0	-34,0	6,6	41,9	.	-40,7	20,1	9,3
2009	-49,6	-55,1	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
<b>Otros flujos debidos a variaciones de los precios</b>														
2007	78,7	113,4	-34,6	0,9	1,3	-0,4	45,2	5,8	77,3	107,6	-75,1	.	.	31,3
2008	-1.002,7	-975,7	-27,1	-10,8	-10,6	-0,3	-159,2	-60,7	-809,5	-915,0	-56,0	.	.	22,0
2009	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	1,6	50,2	2,2	187,3	151,7	-43,2	.	.	102,0
<b>Otros flujos debidos a otros ajustes</b>														
2007	110,9	142,0	-31,0	1,2	1,6	-0,3	118,8	75,6	-40,7	64,3	.	34,1	2,0	-1,3
2008	6,8	91,0	-84,1	0,1	1,0	-0,9	-0,7	15,2	1,8	45,4	.	13,4	30,4	-7,7
2009	-66,2	-97,6	31,4	-0,7	-1,1	0,4	-66,2	-110,8	21,2	26,8	.	-68,1	-13,6	46,8
2010	49,1	226,4	-177,3	0,5	2,5	-1,9	24,2	90,1	56,5	99,6	.	-34,3	36,7	2,7
<b>Tasas de crecimiento de los saldos vivos</b>														
2007	15,6	14,3	-	.	.	.	15,8	15,1	10,0	9,4	.	20,2	20,2	1,6
2008	3,0	3,6	-	.	.	.	9,2	3,3	-0,2	4,2	.	0,0	3,3	1,0
2009	-1,0	-0,8	-	.	.	.	8,7	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 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
2012 I	3,2	2,8	-	.	.	.	5,8	4,0	0,6	2,2	.	2,8	2,7	-0,2

Fuente: BCE.

1) Los derivados financieros netos se incluyen en los activos.

### 7.3 Cuenta financiera

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

#### 2. Inversiones directas

	Por residentes en el exterior							Por no residentes en la zona del euro						
	Total	Acciones y participaciones de capital y beneficios reinvertidos			Otro capital (princip. préstamos entre empresas relacionadas)			Total	Acciones y particip. de capital y beneficios reinvertidos			Otro capital (principalmente préstamos entre empresas relacionadas)		
		Total	IFM	No IFM	Total	IFM	No IFM		Total	En IFM	En no IFM	Total	A IFM	A no IFM
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>Saldos vivos (posición de inversión internacional)</b>														
2009	4.287,2	3.305,5	236,2	3.069,3	981,7	14,8	966,9	3.403,0	2.501,9	74,2	2.427,7	901,1	18,1	883,0
2010	4.798,2	3.667,1	277,9	3.389,2	1.131,1	17,8	1.113,3	3.714,8	2.820,2	83,2	2.737,0	894,6	12,7	881,9
2011 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
<b>Transacciones</b>														
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	348,3	303,1	16,6	286,4	45,2	-3,3	48,5	197,2	208,0	3,5	204,5	-10,8	-3,4	-7,4
2011 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
2012 I	66,6	51,8	-1,6	53,4	14,8	0,8	14,0	38,7	45,1	1,5	43,7	-6,4	-1,8	-4,6
2011 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	14,5	13,7	-3,0	16,7	0,8	0,2	0,7	11,1	8,9	1,3	7,6	2,2	0,2	2,0
Mar	25,3	11,0	-1,0	11,9	14,4	0,4	13,9	7,2	12,5	-0,1	12,5	-5,2	-1,5	-3,8
Abr	22,0	10,1	-0,8	10,8	11,9	0,1	11,8	16,0	4,1	-0,1	4,1	11,9	0,6	11,3
<b>Tasas de crecimiento</b>														
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 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
2012 I	5,8	6,4	3,9	6,6	3,8	-15,4	4,1	4,0	6,1	5,3	6,1	-2,8	-37,6	-2,3

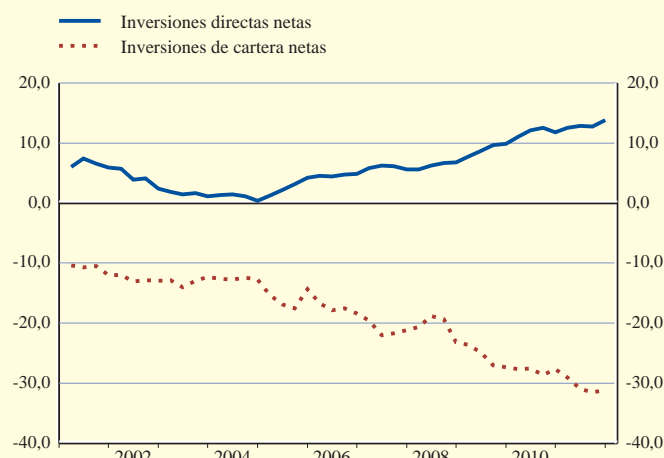
#### G36 Posición de inversión internacional de la zona del euro

(saldos vivos a fin de período; porcentaje del PIB)



#### G37 Posición de inversiones directas y de cartera de la zona del euro

(saldos vivos a fin de período; porcentaje del PIB)



Fuente: BCE.

### 7.3 Cuenta financiera

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

#### 3. Inversiones de cartera: Activos

	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	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
2011 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																
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	-47,2	-69,0	-18,8	-0,6	-50,2	-7,3	-9,0	-54,1	0,3	45,1	-2,9	30,8	28,7	10,5	2,2	0,2
2011 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
2011 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
2012 I	102,4	14,5	5,3	0,0	9,2	.	65,0	12,3	0,7	52,7	.	22,9	16,9	-4,4	6,0	.
2011 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	29,6	2,8	0,5	0,0	2,4	.	23,1	5,6	0,1	17,5	.	3,6	1,6	2,4	2,0	.
Mar	44,5	8,8	5,5	0,0	3,3	.	21,4	5,4	-0,2	16,0	.	14,3	12,5	0,4	1,8	.
Abr	-11,2	5,8	-0,9	0,0	6,7	.	-7,4	-13,1	0,7	5,7	.	-9,6	-16,3	1,9	6,7	.
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 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
2011 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
2012 I	0,6	-2,9	-15,5	-6,0	-2,3	.	2,0	-3,8	-4,0	4,5	.	7,2	10,1	12,7	-0,7	.

#### 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	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				
2011 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																
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	261,1	120,5	19,9	100,6	167,0	57,5	109,6	100,5	-26,4	18,2	-44,7	-35,8				
2011 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				
2011 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				
2012 I	64,0	33,2	3,7	29,5	14,9	-0,4	15,3	.	15,9	7,7	8,3	.				
2011 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	49,0	1,2	-2,7	3,9	45,5	6,0	39,5	.	2,3	1,9	0,4	.				
Mar	30,1	22,1	2,3	19,8	1,4	0,2	1,2	.	6,6	9,2	-2,6	.				
Abr	-20,0	-19,1	-3,2	-15,8	-4,6	3,4	-8,0	.	3,7	-7,6	11,3	.				
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 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				
2011 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				
2012 I	2,2	1,7	2,9	1,3	4,2	2,5	4,9	.	-7,2	3,4	-10,1	.				

Fuente: BCE.

### 7.3 Cuenta financiera

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

#### 5. Otras inversiones: Activos

	Total	Eurosistema			IFM (excluido Eurosistema)			AAPP				Otros sectores			
		Total	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros activos	Total	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros activos	Créditos comerciales	Préstamos/efectivo y depósitos	Efectivo y depósitos	Créditos comerciales	Préstamos/efectivo y depósitos	Efectivo y depósitos		
														1	2
<b>Saldos vivos (posición de inversión internacional)</b>															
2009	4.675,9	30,2	29,8	0,4	2.834,7	2.804,2	30,5	122,1	8,4	74,9	15,9	1.688,9	201,4	1.344,7	402,6
2010	5.002,9	32,6	32,0	0,7	2.972,3	2.939,9	32,4	166,3	7,6	117,6	21,0	1.831,8	214,4	1.468,5	428,6
2011 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
<b>Transacciones</b>															
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	158,9	-2,6	-2,7	0,1	50,3	20,9	29,4	1,5	-0,2	0,9	9,9	109,7	8,3	79,9	53,0
2011 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
2012 I	63,1	1,1	.	.	32,8	.	.	-10,5	.	.	-5,8	39,7	.	.	9,1
2011 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	21,2	0,1	.	.	12,0	.	.	-8,3	.	.	-6,4	17,3	.	.	4,6
Mar	27,4	-0,9	.	.	15,3	.	.	-0,6	.	.	0,0	13,6	.	.	6,5
Abr	-7,8	-0,1	.	.	5,3	.	.	0,8	.	.	0,7	-13,8	.	.	-3,3
<b>Tasas de crecimiento</b>															
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 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
2012 I	2,8	-12,3	.	.	0,8	.	.	0,2	.	.	54,2	6,9	.	.	13,2

#### 6. Otras inversiones: Pasivos

	Total	Eurosistema			IFM (excluido Eurosistema)			AAPP				Otros sectores			
		Total	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros pasivos	Total	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros pasivos	Total	Créditos comerciales	Préstamos	Otros pasivos	Total	Créditos comerciales	Préstamos	Otros pasivos
<b>Saldos vivos (posición de inversión internacional)</b>															
2009	4.985,4	251,7	251,3	0,4	3.399,7	3.360,7	39,0	85,2	0,0	80,8	4,4	1.248,8	177,8	929,3	141,7
2010	5.304,0	268,8	265,7	3,1	3.508,6	3.462,6	46,0	153,9	0,0	147,2	6,6	1.372,8	200,8	1.016,2	155,8
2011 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
<b>Transacciones</b>															
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	8,2	134,6	134,8	-0,2	-288,9	-327,6	38,7	72,7	0,0	73,4	-0,6	89,8	10,5	47,1	32,2
2011 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
2012 I	127,0	-71,4	.	.	185,2	.	.	6,6	.	.	.	6,5	.	.	.
2011 Dic	-55,2	98,2	.	.	-154,3	.	.	5,7	.	.	.	-4,8	.	.	.
2012 Ene	79,3	-35,8	.	.	106,3	.	.	6,3	.	.	.	2,5	.	.	.
Feb	2,3	0,1	.	.	-6,2	.	.	-2,1	.	.	.	10,5	.	.	.
Mar	45,4	-35,7	.	.	85,1	.	.	2,4	.	.	.	-6,5	.	.	.
Abr	4,1	1,0	.	.	2,9	.	.	5,5	.	.	.	-5,3	.	.	.
<b>Tasas de crecimiento</b>															
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 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
2012 I	2,7	20,0	.	.	-1,3	.	.	29,7	.	.	.	5,4	.	.	.

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 <sup>1)</sup>

	Activos de reserva													Pro memoria			
	Total	Oro monetario		Tenencias de DEG	Posición de reserva en el FMI	Divisas convertibles								Otros activos	Otros activos en moneda extranjera	Drenajes netos de liquidez a corto plazo en moneda extranjera. Predeterminados	Asignación de DEG
		En mm de euros	En onzas troy de oro fino (millones)			Total	Efectivo y depósitos		Valores				Derivados financieros				
							En las autoridades monetarias y el BPI	En bancos	Total	Acc. y particip.	Bonos y obligaciones	Instrumentos del mercado monetario					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	
<b>Saldos vivos (posición de inversión internacional)</b>																	
2008	374,2	217,0	349,207	4,7	7,3	145,1	7,6	8,1	129,5	0,6	111,3	17,6	0,0	0,0	262,8	-245,7	5,5
2009	462,4	266,1	347,180	50,8	10,5	134,9	11,7	8,1	115,2	0,5	92,0	22,7	-0,1	0,0	32,1	-24,2	51,2
2010	591,2	366,2	346,962	54,2	15,8	155,0	7,7	16,1	131,3	0,5	111,2	19,5	0,0	0,0	26,3	-24,4	54,5
2011 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 Abr	679,7	433,4	346,847	53,1	32,2	160,7	5,0	8,9	146,8	-	-	-	0,0	0,3	52,7	-42,7	55,3
May	695,7	435,7	346,848	54,8	33,4	171,4	5,2	8,6	158,3	-	-	-	-0,7	0,4	51,0	-41,6	57,3
<b>Transacciones</b>																	
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	10,2	0,1	-	-1,6	12,9	-1,1	-2,3	-8,2	9,3	-0,2	16,2	-6,8	0,0	0,0	-	-	-
2011 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	-	-	-
2012 I	1,2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Tasas de crecimiento</b>																	
2007	1,6	-1,7	-	7,3	-18,3	6,3	15,0	6,4	5,7	1,1	18,6	-27,6	-	-	-	-	-
2008	1,0	-1,3	-	-2,5	105,5	1,7	67,8	-68,9	10,8	28,0	17,9	-20,6	-	-	-	-	-
2009	-1,2	-0,9	-	-2,6	45,5	-4,4	41,1	-21,3	-7,3	1,0	-12,8	25,3	-	-	-	-	-
2010	2,0	0,0	-	-0,1	46,4	3,7	-43,3	76,2	3,6	-5,2	10,3	-24,5	-	-	-	-	-
2011 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	-	-	-	-	-
2012 I	-0,2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

### 8. Deuda externa bruta

	Total	Por instrumentos					Por sectores (excluidas inversiones directas)				
		Préstamos, efectivo y depósitos	Instrumentos del mercado monetario	Bonos y obligaciones	Créditos comerciales	Otros pasivos en forma de deuda	Inversiones directas: préstamos entre empresas relacionadas	AAPP	Eurosistema	IFM (excluido Eurosistema)	Otros sectores
<b>Saldos vivos (posición de inversión internacional)</b>											
2008	10.914,5	5.340,8	398,1	3.377,9	184,1	211,8	1.401,7	1.747,0	482,7	5.006,5	2.276,5
2009	10.391,3	4.622,0	506,9	3.493,1	177,8	185,6	1.405,9	1.975,7	251,7	4.559,1	2.198,9
2010	11.016,4	4.891,7	469,2	3.823,0	200,8	211,5	1.420,2	2.186,8	268,8	4.751,3	2.389,4
2011 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
<b>Saldos vivos en porcentaje del PIB</b>											
2008	118,2	57,8	4,3	36,6	2,0	2,3	15,2	18,9	5,2	54,2	24,6
2009	116,5	51,8	5,7	39,2	2,0	2,1	15,8	22,2	2,8	51,1	24,7
2010	120,3	53,4	5,1	41,8	2,2	2,3	15,5	23,9	2,9	51,9	26,1
2011 II	118,9	50,8	5,6	42,6	2,3	2,3	15,3	25,0	3,0	49,5	26,0
III	122,4	52,3	5,7	44,3	2,3	2,6	15,2	26,0	3,4	50,6	27,3
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
<b>2010</b>	<b>Saldos vivos (posición de inversión internacional)</b>														
<b>Inversiones directas</b>	1.083,3	116,9	3,8	-6,6	-170,8	291,8	-1,3	50,4	57,1	-3,9	178,9	-23,2	42,7	-0,3	664,8
En el exterior	4.798,2	1.490,8	36,2	141,7	994,2	318,7	0,0	154,7	61,5	87,2	479,5	899,7	586,7	0,0	1.037,9
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	3.667,1	1.114,0	32,2	88,8	733,5	259,4	0,0	121,4	49,5	65,8	374,0	637,1	501,8	0,0	803,6
Otro capital	1.131,1	376,8	4,0	52,9	260,7	59,2	0,0	33,3	12,0	21,4	105,6	262,7	85,0	0,0	234,3
En la zona del euro	3.714,8	1.374,0	32,5	148,4	1.165,0	26,9	1,3	104,3	4,4	91,1	300,6	922,9	544,1	0,4	373,1
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	2.820,2	1.121,1	22,5	133,9	958,4	4,9	1,3	91,7	3,4	73,5	201,8	702,5	387,3	0,1	238,8
Otro capital	894,6	252,9	10,0	14,4	206,6	21,9	0,0	12,6	1,0	17,6	98,8	220,4	156,7	0,2	134,3
<b>Inversiones de cartera: Activos</b>	4.907,5	1.550,5	84,0	189,3	1.054,9	103,5	118,9	110,8	59,5	203,6	134,6	1.557,4	460,8	30,8	799,6
Acc. y participaciones	1.914,2	379,4	13,7	46,0	300,5	18,1	1,1	44,6	57,2	106,3	117,5	574,9	243,0	1,4	390,1
Valores distintos de acciones	2.993,3	1.171,1	70,3	143,3	754,4	85,3	117,8	66,3	2,2	97,3	17,1	982,5	217,8	29,4	409,6
Bonos y obligaciones	2.588,8	1.031,4	63,0	121,3	646,1	83,8	117,2	61,8	1,4	44,3	11,7	836,1	208,6	29,0	364,5
Instrum. mercado monetario	404,5	139,7	7,3	21,9	108,3	1,6	0,6	4,5	0,8	53,0	5,5	146,4	9,2	0,4	45,1
<b>Otras inversiones</b>	-301,1	-241,1	54,8	1,5	-202,0	85,9	-181,2	-7,3	-8,0	19,9	-34,4	-94,6	-5,0	-25,2	94,7
Activos	5.002,9	2.295,1	112,6	96,9	1.869,7	198,5	17,4	28,5	38,7	103,7	275,2	713,1	588,7	48,8	911,2
AAPP	166,3	55,0	0,8	6,5	34,6	2,1	11,0	1,9	3,2	2,6	1,2	13,7	3,6	31,8	53,2
IFM	3.004,9	1.576,0	90,7	52,9	1.268,2	160,9	3,3	15,6	12,1	72,6	136,3	375,8	367,6	16,5	432,4
Otros sectores	1.831,8	664,0	21,1	37,5	566,9	35,5	3,1	11,0	23,4	28,5	137,7	323,6	217,4	0,6	425,5
Pasivos	5.304,0	2.536,1	57,9	95,4	2.071,7	112,6	198,6	35,8	46,7	83,8	309,6	807,8	593,6	74,0	816,5
AAPP	153,9	92,1	0,2	0,5	57,1	0,2	34,1	0,1	0,1	0,1	0,8	27,3	1,7	27,6	4,1
IFM	3.777,4	1.855,6	45,5	63,8	1.555,6	84,5	106,1	27,6	22,1	50,4	233,4	491,5	475,5	43,4	577,9
Otros sectores	1.372,8	588,4	12,2	31,1	458,9	27,9	58,3	8,2	24,6	33,2	75,4	289,0	116,5	3,0	234,5
<b>I 2011 a IV 2011</b>	<b>Transacciones acumuladas</b>														
<b>Inversiones directas</b>	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
<b>Inversiones de cartera: Activos</b>	-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
<b>Otras inversiones</b>	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 <sup>1)</sup>

(mm de euros; transacciones)

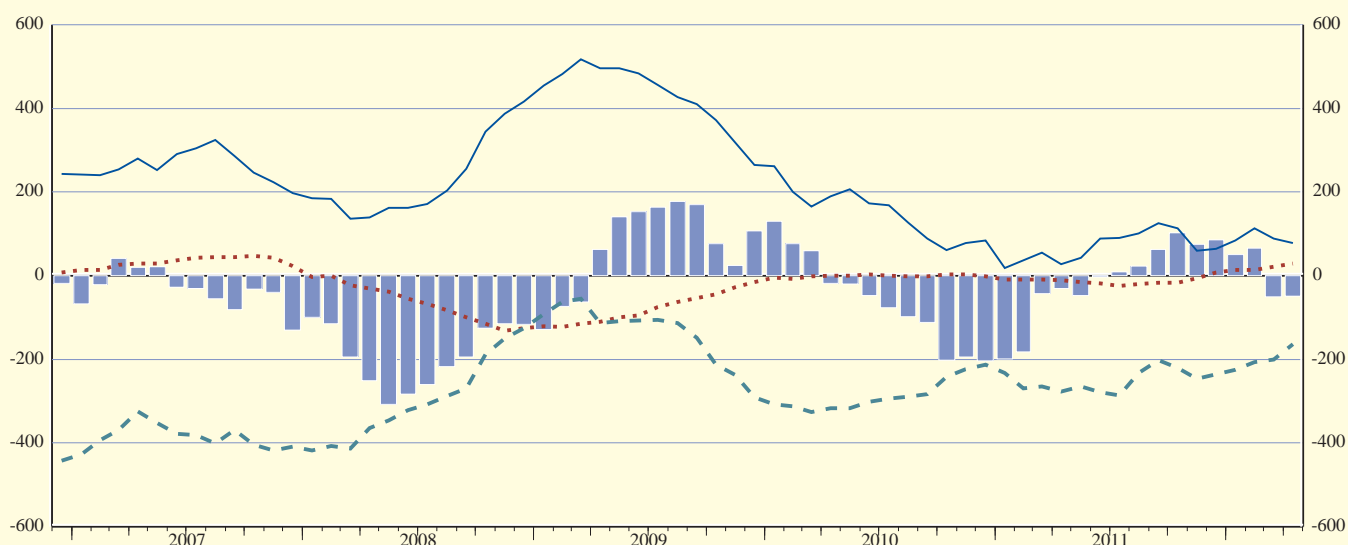
### Balanza de pagos: Contrapartidas de las operaciones exteriores netas de las IFM

	Total	Cuenta corriente y cuenta de capital	Operaciones de instituciones distintas de IFM								Derivados financieros	Errores y omisiones
			Inversiones directas		Inversiones de cartera				Otras inversiones			
			Por residentes en el exterior	Por no residentes en la zona del euro	Activos		Pasivos		Activos	Pasivos		
					Acciones y participaciones	Valores distintos de acciones	Acciones y participaciones	Valores distintos de acciones				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2009	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
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
2012 I	-55,6	-5,0	-67,4	39,1	-9,2	-58,8	29,5	23,6	-29,2	13,2	-3,5	12,1
2011 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	18,4	-4,0	-17,4	9,7	-2,4	-19,5	3,9	39,9	-9,0	8,5	4,9	3,8
Mar	-23,4	9,1	-25,9	8,7	-3,3	-17,8	19,8	-1,4	-13,0	-4,0	-4,3	8,7
Abr	-19,7	2,0	-22,6	15,5	-6,7	-12,4	-15,8	3,3	13,0	0,1	2,4	1,5
<i>transacciones acumuladas de 12 meses</i>												
2012 Abr	-49,1	28,7	-258,1	148,2	43,0	-80,5	10,9	78,1	-110,9	119,6	-24,7	-3,4

## G38 Balanza de pagos: Principales contrapartidas de las operaciones exteriores netas de las IFM <sup>1)</sup>

(mm de euros; transacciones acumuladas de 12 meses)

- Operaciones exteriores netas de las IFM
- Cuenta corriente y cuenta de capital
- Inversiones directas y de cartera en acciones y participaciones de instituciones distintas de IFM
- Pasivos de las inversiones de cartera en forma de valores distintos de acciones de instituciones distintas de IFM



Fuente: BCE.

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

**7.5 Comercio exterior de bienes**
**1. Comercio en términos nominales y reales por grupos de productos <sup>1)</sup>**
*(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)*

	Total (s.d.)		Exportaciones (FOB)					Importaciones (CIF)					
	Expor- taciones 1	Impor- taciones 2	Total			Pro memoria: Manufacturas 7	Total			Pro memoria:			
			Bienes intermedios 4	Bienes de equipo 5	Bienes de consumo 6		Bienes intermedios 9	Bienes de equipo 10	Bienes de consumo 11	Manufacturas 12	Petróleo 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	764,2	311,5	419,9	1.268,8	1.547,9	948,3	230,0	348,3	1.019,8	250,1
2011	12,9	12,6	1.738,6	872,8	351,2	472,2	1.423,3	1.747,3	1.119,1	236,4	364,5	1.098,5	319,8
2011 II	13,2	13,1	430,4	216,6	87,5	116,1	351,6	437,9	281,7	59,0	90,3	276,8	78,0
2011 III	9,6	9,8	437,1	219,7	87,7	118,9	358,4	441,5	284,1	59,4	91,7	276,2	82,7
2011 IV	8,5	4,8	444,7	222,0	90,4	121,2	363,6	432,8	276,5	58,5	90,5	268,2	84,8
2012 I	8,6	3,7	464,2	232,1	93,1	126,7	374,8	451,4	291,1	61,2	90,7	272,7	89,8
2011 Nov	10,3	4,6	149,0	74,2	31,3	40,2	122,0	144,0	92,3	19,6	30,1	88,7	28,7
2011 Dic	9,6	1,7	151,3	75,1	31,1	41,6	124,9	144,5	92,3	19,3	30,2	90,0	28,0
2012 Ene	11,0	4,1	153,2	76,8	30,2	41,6	122,8	148,0	94,6	20,4	30,2	90,6	29,6
2012 Feb	11,1	7,2	156,3	78,0	32,0	42,7	126,5	152,4	99,3	20,3	30,7	92,1	29,5
2012 Mar	4,5	0,4	154,7	77,4	30,8	42,4	125,5	151,0	97,3	20,4	29,7	90,0	30,6
2012 Abr	6,1	-0,9	152,7	74,6	31,4	43,0	123,2	146,5	92,5	20,1	31,0	88,9	.
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	131,7	143,2	128,1	104,8
2011	7,5	2,6	147,7	142,2	152,2	154,6	145,1	124,2	117,0	133,8	143,3	133,1	101,3
2011 II	8,4	3,0	147,2	141,3	153,3	154,0	144,4	124,7	117,3	135,0	144,5	135,1	96,3
2011 III	5,4	2,9	148,3	142,7	152,6	155,4	146,1	125,4	118,6	136,2	143,3	134,1	104,4
2011 IV	3,4	-2,9	149,5	143,4	154,4	156,9	146,8	121,5	114,2	131,3	140,0	129,5	105,0
2012 I	4,5	-1,9	152,7	146,9	157,4	159,2	149,0	122,3	115,9	131,4	136,9	128,5	101,3
2011 Oct	0,3	0,2	145,6	140,4	144,9	153,2	141,3	122,0	114,1	134,3	140,5	129,8	105,5
2011 Nov	5,1	-3,9	151,0	144,8	160,7	156,5	148,6	121,7	114,9	132,3	139,8	129,1	106,7
2011 Dic	4,8	-5,0	151,9	145,0	157,5	161,0	150,6	120,7	113,5	127,4	139,6	129,5	102,8
2012 Ene	7,1	-1,5	152,2	146,9	154,0	157,8	147,1	121,3	114,7	131,2	136,2	127,8	105,1
2012 Feb	6,3	0,5	153,2	146,9	162,2	159,6	149,9	123,7	118,3	130,7	139,5	130,1	99,9
2012 Mar	0,8	-4,5	152,7	147,0	156,2	160,2	149,9	121,9	114,7	132,2	135,2	127,7	98,9

**2. Precios <sup>2)</sup>**
*(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)*

	Precios industriales de exportación (FOB) <sup>3)</sup>							Precios industriales de importación (CIF)						
	Total (índice: 2005 = 100)	Total				Pro me- moría: Manufac- turas	Total (índice: 2005 = 100)	Total				Pro me- moría: Manufac- turas		
		Bienes intermedios	Bienes de capital	Bienes de consumo	Energía			Bienes intermedios	Bienes de capital	Bienes de consumo	Energía			
% 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
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
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
2011 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	112,9	3,1	1,7	2,0	2,5	17,5	3,0	123,0	4,8	-1,3	1,2	2,2	14,8	1,5
2011 Dic	111,4	3,1	3,1	1,9	2,2	14,8	3,0	120,2	5,7	-1,0	0,6	2,8	17,8	1,8
2012 Ene	112,6	3,2	2,2	2,0	2,5	17,7	3,2	121,9	5,2	-1,4	1,5	2,4	16,2	1,9
2012 Feb	112,9	3,1	1,6	2,0	2,5	18,7	3,0	122,9	4,7	-1,5	1,0	2,0	15,3	1,3
2012 Mar	113,3	2,9	1,3	2,1	2,4	16,4	2,8	124,2	4,5	-1,0	1,1	2,3	12,9	1,2
2012 Abr	113,5	2,8	1,1	2,4	2,5	12,0	2,7	123,7	3,2	-1,0	1,2	2,7	8,1	1,1
2012 May	113,2	2,6	1,0	2,4	2,7	8,8	2,5	122,3	3,3	0,5	2,2	3,3	.	2,1

Fuente: Eurostat.

- 1) Grupos de productos según la clasificación por destino económico de los bienes. A diferencia de los grupos de productos que figuran en el cuadro 2, los bienes intermedios y los bienes de consumo incluyen productos agrícolas y energéticos.
- 2) Grupos de productos según la clasificación por grandes sectores industriales. A diferencia de los grupos de productos que figuran en el cuadro 1, los bienes intermedios y los bienes de consumo no incluyen los productos agrícolas y energéticos. Las manufacturas tienen una composición distinta de la que figura en las columnas 7 y 12 del cuadro 1. Los datos corresponden a índices de precios que recogen la variación del precio de una cesta de productos y no son simples ratios de las cifras relativas al comercio en términos nominales y reales del cuadro 1, que se ven afectadas por cambios en la composición y la calidad de los bienes comerciables. Estos índices difieren de los deflatores del PIB para las exportaciones y las importaciones, que figuran en el cuadro 3 de la sección 5.1, debido principalmente a que estos deflatores se refieren a todos los bienes y servicios, incluido el comercio transfronterizo dentro de la zona del euro.
- 3) Los precios industriales de exportación se refieren a las transacciones directas entre productores de la zona del euro y clientes de fuera de la zona. A diferencia de las cifras relativas al comercio en términos nominales y reales que figuran en el cuadro 1, aquí no están incluidas las exportaciones de los mayoristas ni las reexportaciones.

## 7.5 Comercio exterior de bienes

(mm de euros; salvo indicación en contrario; datos desestacionalizados)

### 3. Detalle por área geográfica

	Total	Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro				Rusia	Suiza	Turquía	Estados Unidos	Asia		África	América Latina	Otros países	
		Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE					China	Japón				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
<b>Exportaciones (fob)</b>															
2010	1.533,6	30,1	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	1.738,6	32,9	60,3	213,6	241,1	79,8	108,9	56,7	197,6	406,2	115,3	39,4	111,3	84,5	145,7
2010 IV	405,8	8,2	14,2	50,3	55,9	17,4	24,8	13,3	46,3	93,5	25,5	9,0	27,2	19,0	35,7
2011 I	426,4	8,1	14,9	53,0	59,2	18,6	25,8	15,2	49,4	99,6	28,7	9,3	27,9	20,2	34,7
II	430,4	8,2	15,4	52,6	60,5	19,8	26,1	14,3	48,3	98,7	27,5	9,5	27,0	20,7	38,8
III	437,1	8,3	15,6	53,7	61,1	20,6	28,8	13,6	48,6	101,7	28,7	10,2	27,9	21,7	35,4
IV	444,7	8,3	14,4	54,3	60,3	20,8	28,2	13,5	51,3	106,2	30,5	10,5	28,6	21,9	36,8
2012 I	464,2	8,4	15,0	56,2	61,4	22,2	29,4	14,6	55,1	109,1	31,4	10,5	30,9	24,0	38,0
2011 Nov	149,0	2,8	4,7	18,3	20,3	7,0	9,4	4,4	17,5	35,5	10,2	3,5	9,6	7,2	12,3
Dic	151,3	2,8	4,9	18,3	20,4	7,2	9,5	4,7	18,0	36,2	10,1	3,4	9,8	7,9	11,7
2012 Ene	153,2	2,8	5,0	18,7	20,2	7,1	9,9	4,7	18,2	35,8	10,4	3,5	9,7	7,7	13,3
Feb	156,3	2,8	5,1	19,2	20,9	7,5	9,8	4,8	18,5	37,2	10,9	3,6	10,3	8,0	12,2
Mar	154,7	2,8	5,0	18,4	20,3	7,5	9,7	5,0	18,4	36,1	10,1	3,5	10,9	8,3	12,4
Abr	152,7	.	.	.	.	7,5	9,6	4,7	17,2	35,0	9,8	3,6	10,4	7,9	.
<b>Porcentaje del total de exportaciones</b>															
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
<b>Importaciones (cif)</b>															
2010	1.547,9	27,4	47,3	147,8	195,4	112,2	72,8	30,7	129,9	494,9	208,7	51,4	118,9	75,3	95,4
2011	1.747,3	29,8	53,2	166,6	226,5	138,6	80,2	34,8	139,8	548,4	217,0	52,5	128,2	90,4	110,9
2010 IV	408,6	7,0	12,5	38,7	52,3	30,3	17,9	8,1	34,3	128,6	54,3	13,0	32,6	20,9	25,4
2011 I	435,1	7,3	13,2	40,9	55,6	35,9	19,1	9,0	35,7	135,7	54,9	13,7	34,8	21,5	26,5
II	437,9	7,6	13,4	41,2	56,5	34,4	19,4	8,8	34,3	139,9	55,6	12,8	30,7	22,0	29,8
III	441,5	7,4	13,9	42,4	57,2	33,0	22,0	8,5	34,5	139,3	54,6	13,3	31,2	23,4	28,7
IV	432,8	7,6	12,7	42,0	57,3	35,3	19,8	8,5	35,4	133,5	51,8	12,8	31,5	23,4	25,9
2012 I	451,4	7,2	13,2	42,4	57,4	37,6	20,0	8,4	37,5	135,1	53,0	12,4	38,5	23,6	30,6
2011 Nov	144,0	2,6	4,3	14,0	19,3	11,7	6,8	2,7	11,7	44,5	17,0	4,2	10,3	7,7	8,3
Dic	144,5	2,5	4,2	14,1	19,2	11,5	6,4	2,9	11,8	44,2	17,2	4,3	10,6	8,1	9,2
2012 Ene	148,0	2,4	4,4	14,0	18,9	11,8	6,8	2,7	12,3	44,6	17,7	4,1	12,0	7,8	10,4
Feb	152,4	2,5	4,4	14,5	19,3	12,7	6,8	2,8	12,5	46,2	18,4	4,2	13,3	8,2	9,1
Mar	151,0	2,3	4,4	13,9	19,1	13,1	6,4	2,8	12,6	44,4	16,9	4,0	13,2	7,7	11,1
Abr	146,5	.	.	.	.	11,8	6,1	2,8	12,1	44,2	18,1	3,9	12,7	7,5	.
<b>Porcentaje del total de importaciones</b>															
2011	100,0	1,7	3,0	9,5	13,0	7,9	4,6	2,0	8,0	31,4	12,4	3,0	7,3	5,2	6,3
<b>Saldo</b>															
2010	-14,3	2,7	5,3	47,0	12,7	-49,1	20,0	16,8	50,7	-138,3	-113,8	-16,8	-14,9	-1,8	34,7
2011	-8,7	3,0	7,1	47,0	14,6	-58,8	28,7	21,9	57,8	-142,2	-101,7	-13,1	-16,9	-5,8	34,9
2010 IV	-2,8	1,2	1,7	11,7	3,6	-12,9	6,9	5,2	12,0	-35,2	-28,8	-4,0	-5,3	-1,9	10,2
2011 I	-8,6	0,8	1,7	12,1	3,6	-17,3	6,8	6,2	13,7	-36,1	-26,3	-4,4	-6,9	-1,3	8,2
II	-7,5	0,6	2,0	11,3	4,0	-14,6	6,7	5,5	14,1	-41,2	-28,1	-3,2	-3,7	-1,3	9,0
III	-4,4	0,9	1,7	11,3	3,9	-12,4	6,8	5,1	14,1	-37,6	-26,0	-3,1	-3,3	-1,7	6,7
IV	-11,9	0,7	1,7	12,3	3,0	-14,5	8,4	5,1	15,9	-27,3	-21,3	-2,3	-2,9	-1,5	11,0
2012 I	12,8	1,2	1,8	13,8	4,0	-15,4	9,5	6,2	17,6	-26,0	-21,6	-1,8	-7,5	0,3	7,4
2011 Nov	5,0	0,1	0,4	4,2	1,0	-4,7	2,6	1,7	5,8	-8,9	-6,8	-0,8	-0,7	-0,4	4,0
Dic	6,9	0,3	0,7	4,2	1,2	-4,3	3,1	1,8	6,3	-8,0	-7,1	-0,8	-0,8	-0,2	2,6
2012 Ene	5,2	0,4	0,6	4,7	1,3	-4,7	3,1	2,0	5,9	-8,7	-7,3	-0,6	-2,3	-0,1	3,0
Feb	3,9	0,3	0,7	4,6	1,5	-5,1	3,0	2,0	6,0	-9,0	-7,6	-0,7	-3,0	-0,2	3,1
Mar	3,7	0,5	0,6	4,5	1,2	-5,6	3,3	2,2	5,7	-8,3	-6,8	-0,5	-2,2	0,6	1,3
Abr	6,2	.	.	.	.	-4,3	3,5	2,0	5,1	-9,2	-8,3	-0,3	-2,3	0,4	.

Fuente: Eurostat.



## TIPOS DE CAMBIO

### 8.1 Tipos de cambio efectivos <sup>1)</sup>

(medias del período; índice: I 1999 = 100)

	TCE-20						TCE-40		
	Nominal	Real, IPC	Real, IPRI	Real, deflactor del PIB	Real, CLUM	Real, CLUT	Nominal	Real, IPC	
	1	2	3	4	5	6	7	8	
2009	110,6	109,2	104,3	104,9	118,7	105,0	119,7	106,8	
2010	103,6	101,6	98,1	96,8	107,7	97,2	111,4	98,1	
2011	103,4	100,7	97,6	95,1	107,1	95,8	112,1	97,6	
2011 II	105,2	102,6	99,3	97,1	108,7	97,7	113,5	99,0	
III	103,5	100,6	97,6	95,1	107,7	95,6	112,5	97,7	
IV	102,1	99,4	96,3	93,2	106,6	94,5	111,6	97,0	
2012 I	99,5	96,9	94,4	90,5	104,1	91,6	108,3	94,1	
II	98,2	95,9	93,4	.	.	.	107,4	93,2	
2011 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	100,2	97,0	-	-	-	112,6	97,8	
Nov	102,6	99,9	96,7	-	-	-	112,1	97,4	
Dic	100,8	98,1	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	94,2	
Mar	99,8	97,3	94,8	-	-	-	108,6	94,3	
Abr	99,5	97,1	94,4	-	-	-	108,4	94,2	
May	98,0	95,7	93,3	-	-	-	107,2	93,0	
Jun	97,2	94,8	92,6	-	-	-	106,6	92,4	
	<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>								
2012 Jun	-0,9	-1,0	-0,8	-	-	-	-0,6	-0,7	
	<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>								
2012 Jun	-7,4	-7,3	-6,5	-	-	-	-6,0	-6,5	

### G39 Tipos de cambio efectivos

(medias mensuales; índice: I 1999 = 100)

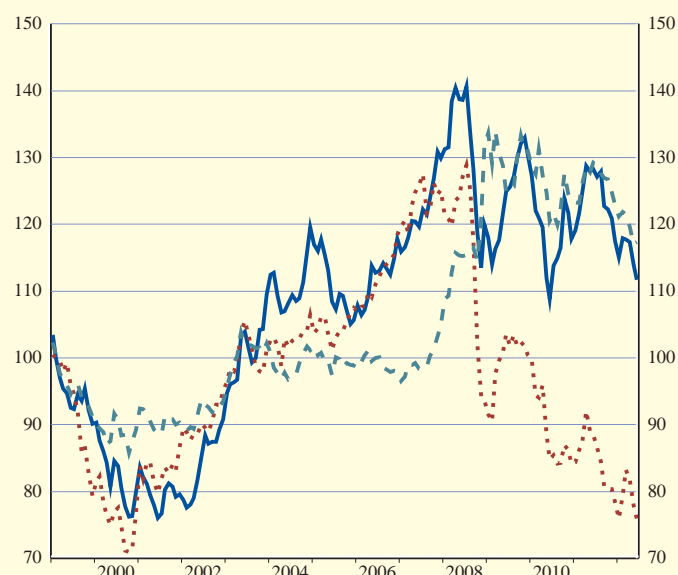
- TCE-20 nominal
- TCE-20 real deflactado por el IPC



### 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 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
II	1,9558	25,269	7,4349	0,6981	3,4528	293,98	4,2595	4,4293	8,9133	0,80998	7,5280	2,3157
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
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
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
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
May	1,9558	25,313	7,4335	0,6981	3,4528	293,67	4,2937	4,4412	8,9924	0,80371	7,5383	2,3149
Jun	1,9558	25,640	7,4325	0,6969	3,4528	293,57	4,2973	4,4626	8,8743	0,80579	7,5434	2,2837
	<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>											
2012 Jun	0,0	1,3	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,1	0,5	-1,3	0,3	0,1	-1,3
	<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>											
2012 Jun	0,0	5,6	-0,3	-1,7	0,0	10,0	8,2	6,4	-2,6	-9,2	1,8	-1,0
	Dólar australiano	Real brasileño	Dólar canadiense	Yuan renminbi chino	Dólar de Hong Kong	Rupia india <sup>D</sup>	Rupia indonesia	Shequel israelí	Yen japonés	Ringgit malasio		
	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22		
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 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		
II	1,2699	2,5167	1,2949	8,1072	9,9460	69,3757	11,932,86	4,9021	102,59	3,9918		
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		
Feb	1,2327	2,2729	1,3193	8,3314	10,2553	65,0589	11,913,82	4,9474	103,77	3,9978		
Mar	1,2538	2,3674	1,3121	8,3326	10,2474	66,5399	12,082,50	4,9679	108,88	4,0229		
Abr	1,2718	2,4405	1,3068	8,2921	10,2163	68,1939	12,068,69	4,9362	107,00	4,0277		
May	1,2825	2,5357	1,2916	8,0806	9,9291	69,6407	11,913,51	4,8974	101,97	3,9688		
Jun	1,2550	2,5658	1,2874	7,9676	9,7192	70,1673	11,830,22	4,8763	99,26	3,9836		
	<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>											
2012 Jun	-2,1	1,2	-0,3	-1,4	-2,1	0,8	-0,7	-0,4	-2,7	0,4		
	<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>											
2012 Jun	-7,5	12,3	-8,5	-14,5	-13,2	8,8	-4,0	-0,8	-14,2	-8,6		
	Peso mexicano	Dólar neozelandés	Corona noruega	Peso filipino	Rublo ruso	Dólar singapurense	Rand sudafricano	Won surcoreano	Franco suizo	Baht tailandés	Dólar estadounidense	
	23	24	25	26	27	28	29	30	31	32	33	
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 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	
II	17,3620	1,6241	7,5582	54,813	39,8768	1,6200	10,4214	1,477,96	1,2015	40,101	1,2814	
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	
Feb	16,9159	1,5845	7,5522	56,419	39,4232	1,6585	10,1289	1,485,58	1,2071	40,614	1,3224	
Mar	16,8239	1,6104	7,5315	56,634	38,7804	1,6624	10,0475	1,487,83	1,2061	40,557	1,3201	
Abr	17,1900	1,6095	7,5698	56,145	38,8087	1,6459	10,3060	1,495,40	1,2023	40,639	1,3162	
May	17,4237	1,6538	7,5655	54,908	39,5585	1,6152	10,4412	1,481,36	1,2012	40,077	1,2789	
Jun	17,4529	1,6062	7,5401	53,510	41,1766	1,6016	10,5050	1,458,61	1,2011	39,640	1,2526	
	<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>											
2012 Jun	0,2	-2,9	-0,3	-2,5	4,1	-0,8	0,6	-1,5	0,0	-1,1	-2,1	
	<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>											
2012 Jun	2,7	-9,1	-3,7	-14,3	2,3	-9,8	7,4	-6,2	-0,7	-9,8	-12,9	

Fuente: BCE.

1) Desde el 1 de enero de 2009, el BCE calcula y publica los tipos de cambio de referencia de esta moneda frente al euro. Los datos anteriores son indicativos.



## EVOLUCIÓN FUERA DE LA ZONA DEL EURO

### 9.1 Evolución económica y financiera en otros Estados miembros de la UE (tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Bulgaria	República Checa	Dinamarca	Letonia	Lituania	Hungría	Polonia	Rumanía	Suecia	Reino Unido
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>IAPC</b>										
2010	3,0	1,2	2,2	-1,2	1,2	4,7	2,7	6,1	1,9	3,3
2011	3,4	2,1	2,7	4,2	4,1	3,9	3,9	5,8	1,4	4,5
2011 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 Mar	1,7	4,2	2,7	3,2	3,7	5,5	3,9	2,5	1,1	3,5
Abr	2,0	4,0	2,3	2,8	3,3	5,6	4,0	1,9	1,0	3,0
May	1,8	3,5	2,1	2,3	2,6	5,4	3,6	2,0	0,9	2,8
<b>Déficit (-)/superávit (+) de las AAPP en porcentaje del PIB</b>										
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
<b>Deuda bruta de las AAPP en porcentaje del PIB</b>										
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
<b>Rendimientos de la deuda pública a largo plazo en porcentaje; media del período</b>										
2011 Dic	5,23	3,70	1,86	5,93	5,75	8,97	5,84	7,39	1,68	1,81
2012 Ene	5,31	3,39	1,74	5,74	5,35	9,51	5,68	7,02	1,70	2,04
Feb	5,31	3,12	1,84	5,45	5,15	8,60	5,46	6,99	1,89	2,13
Mar	5,07	3,51	1,89	5,15	5,29	8,73	5,37	6,48	1,95	2,17
Abr	5,11	3,51	1,71	5,10	5,30	8,77	5,49	6,24	1,82	2,03
May	5,11	3,31	1,37	5,15	5,30	8,33	5,41	6,50	1,51	1,78
<b>Tipo de interés a tres meses en porcentaje; media del período</b>										
2011 Dic	3,64	1,16	1,08	1,86	1,78	6,50	4,98	6,05	2,69	1,06
2012 Ene	3,34	1,17	1,01	1,79	1,48	8,54	4,99	5,26	2,61	1,09
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
Abr	2,71	1,24	0,97	1,00	1,28	8,19	4,94	4,12	2,19	1,02
May	2,59	1,24	0,90	0,94	1,24	8,22	5,05	4,69	2,14	1,00
<b>PIB real</b>										
2010	0,4	2,7	1,3	-0,3	1,4	1,3	3,9	-1,7	6,2	1,8
2011	1,7	1,7	0,8	5,5	5,9	1,6	4,3	2,5	3,9	0,8
2011 III	1,4	1,3	-0,2	5,8	6,7	1,4	4,0	3,2	4,0	0,5
IV	0,9	0,6	0,1	5,7	5,2	1,2	4,2	2,1	1,2	0,6
2012 I	0,5	-0,7	0,4	5,6	4,4	-1,4	3,8	0,8	1,5	-0,2
<b>Cuenta corriente y de capital en porcentaje del PIB</b>										
2010	-0,2	-3,0	5,6	4,9	4,2	3,0	-2,8	-4,2	6,7	-3,1
2011	2,2	-2,5	6,9	0,9	0,9	3,6	-2,1	-4,1	6,9	-1,7
2011 III	11,9	-5,7	8,5	0,8	5,7	4,4	-3,3	-4,3	8,6	-3,1
IV	-4,1	-0,6	6,1	2,6	-1,6	3,2	-1,5	-1,8	4,6	-1,5
2012 I	-5,2	4,0	3,1	-2,9	-7,6	3,1	-3,5	-0,7	8,0	-2,9
<b>Deuda externa bruta en porcentaje del PIB</b>										
2010	102,8	56,5	191,3	165,4	87,4	144,0	66,0	75,8	191,3	413,1
2011	92,0	58,4	183,2	145,9	80,8	145,9	72,7	73,5	195,2	421,3
2011 III	93,3	57,9	183,7	151,4	82,0	147,1	73,5	76,9	196,4	432,8
IV	92,0	58,4	183,2	145,9	80,8	145,9	72,7	73,5	195,2	421,3
2012 I	93,2	.	.	145,3	.	135,4	70,7	74,2	194,5	417,5
<b>Costes laborales unitarios</b>										
2010	5,6	-0,7	-1,0	-9,8	-7,3	-3,2	2,3	7,9	-1,9	1,2
2011	1,1	1,0	0,5	2,1	-0,2	3,8	0,9	1,7	-0,8	1,7
2011 III	3,1	0,9	1,2	1,9	-0,9	4,5	2,0	3,9	-0,5	2,1
IV	4,8	1,6	1,8	1,7	3,1	3,0	0,3	0,3	0,5	2,9
2012 I	1,9	4,7	1,0	-0,2	4,6	5,0	.	4,6	1,7	4,5
<b>Tasa de paro normalizada en porcentaje de la población activa (d.)</b>										
2010	10,3	7,3	7,5	19,8	17,8	11,1	9,6	7,3	8,4	7,8
2011	11,3	6,7	7,6	16,3	15,4	10,9	9,7	7,4	7,5	8,0
2011 IV	11,6	6,6	7,8	15,3	14,1	10,9	10,0	7,5	7,5	8,3
2012 I	12,0	6,8	7,5	15,3	13,6	11,0	9,9	7,2	7,5	8,1
2012 Mar	12,1	6,8	7,6	15,3	13,6	10,7	9,9	7,2	7,3	8,1
Abr	12,2	6,7	7,7	.	13,8	10,7	9,9	7,4	7,4	.
May	12,2	6,7	7,8	.	13,7	10,9	9,9	7,7	7,8	.

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

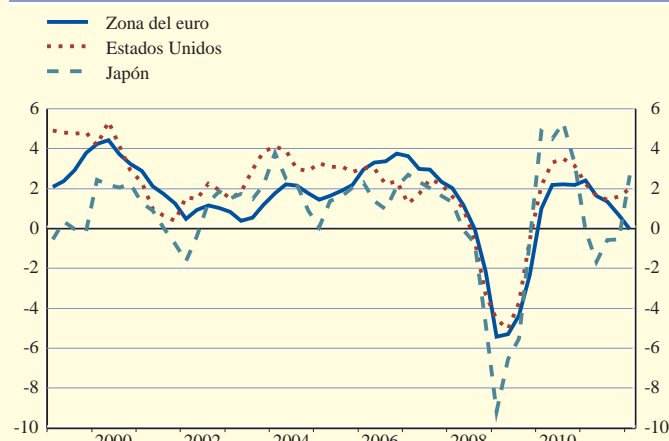
## 9.2 Evolución económica y financiera en Estados Unidos y Japón

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Índice de precios de consumo	Costes laborales unitarios <sup>1)</sup>	PIB a precios constantes	Índice de producción industrial (manufacturas)	Tasa de desempleo en % de la población activa (d.) <sup>2)</sup>	Agregado monetario amplio <sup>3)</sup>	Tipos de depósitos interbancarios a 3 meses <sup>4)</sup>	Rendimiento de la deuda pública a 10 años (cupón cero); <sup>4)</sup> fin de período	Tipo de cambio en moneda nacional por euro <sup>5)</sup>	Déficit (-)/superávit (+) presupuestario en % del PIB	Deuda pública bruta en % del PIB <sup>6)</sup>
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Estados Unidos</b>											
2008	3,8	2,8	-0,3	-4,8	5,8	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	1,6	1,7	4,8	9,0	7,3	0,34	2,10	1,3920	-9,7	86,4
2011 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	2,1	1,6	4,5	8,7	9,7	0,48	2,10	1,3482	-9,1	86,4
2012 I	2,8	0,8	2,0	5,3	8,3	10,1	0,51	2,38	1,3108	.	.
II	.	.	.	.	.	.	0,47	1,83	1,2814	.	.
2012 Feb	2,9	.	.	6,0	8,3	10,1	0,50	2,15	1,3224	.	.
Mar	2,7	.	.	4,6	8,2	9,8	0,47	2,38	1,3201	.	.
Abr	2,3	.	.	6,0	8,1	9,8	0,47	2,11	1,3162	.	.
May	1,7	.	.	5,4	8,2	9,5	0,47	1,79	1,2789	.	.
Jun	.	.	.	.	.	.	0,47	1,83	1,2526	.	.
<b>Japón</b>											
2008	1,4	1,3	-1,1	-3,4	4,0	2,1	0,93	1,21	152,45	-1,9	162,9
2009	-1,3	2,9	-5,5	-21,9	5,1	2,7	0,47	1,42	130,34	-8,8	180,0
2010	-0,7	-2,8	4,5	16,6	5,1	2,8	0,23	1,18	116,24	-8,4	188,4
2011	-0,3	.	-0,7	-2,5	4,6	2,8	0,19	1,00	110,96	.	.
2011 II	-0,4	1,6	-1,7	-5,9	4,6	2,7	0,20	1,18	117,41	.	.
III	0,1	0,6	-0,6	-1,0	4,4	2,8	0,19	1,04	109,77	.	.
IV	-0,3	.	-0,5	-1,7	4,5	3,0	0,20	1,00	104,22	.	.
2012 I	0,3	.	2,7	4,7	4,6	3,0	0,20	1,05	103,99	.	.
II	.	.	.	.	.	.	0,20	0,84	102,59	.	.
2012 Feb	0,3	.	.	1,5	4,5	3,0	0,20	1,01	103,77	.	.
Mar	0,5	.	.	14,3	4,5	3,0	0,20	1,05	108,88	.	.
Abr	0,4	.	.	13,1	4,6	2,6	0,20	0,94	107,00	.	.
May	0,2	.	.	6,2	4,4	2,1	0,20	0,85	101,97	.	.
Jun	.	.	.	.	.	.	0,20	0,84	99,26	.	.

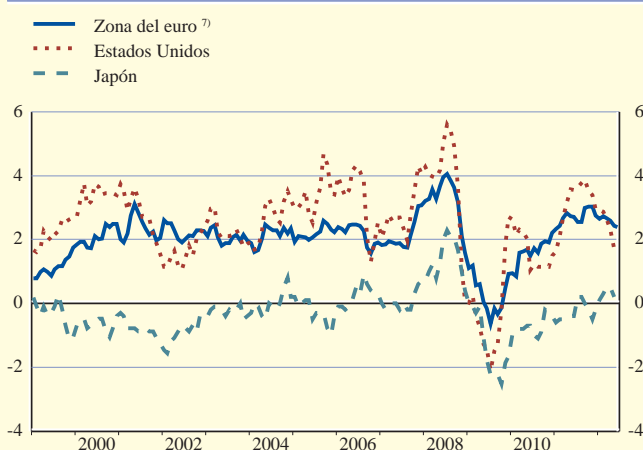
### G41 Producto interior bruto a precios constantes

(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).

- Los datos de Estados Unidos están desestacionalizados y se refieren al sector privado no agrícola.
- 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.
- Medias del período; M2 para Estados Unidos y M2+certificados de depósito para Japón.
- En porcentaje. Para más información sobre los tipos de interés de los depósitos interbancarios a tres meses, véase la sección 4.6.
- Para más información, véase sección 8.2.
- Deuda bruta consolidada del sector Administraciones Públicas (fin de período).
- Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.





## LISTA DE GRÁFICOS

G1	Agregados monetarios	S12
G2	Contrapartidas	S12
G3	Componentes de los agregados monetarios	S13
G4	Componentes de los pasivos financieros a más largo plazo	S13
G5	Préstamos a otros intermediarios financieros y sociedades no financieras	S14
G6	Préstamos a hogares	S14
G7	Préstamos a las AAPP	S16
G8	Préstamos a no residentes en la zona del euro	S16
G9	Depósitos totales por sector	S17
G10	Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector	S17
G11	Depósitos totales por sector	S18
G12	Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector	S18
G13	Depósitos de las AAPP y de no residentes en la zona del euro	S19
G14	Detalle de los valores en poder de las IFM	S20
G15	Saldo vivo total y emisiones brutas de valores distintos de acciones por residentes en la zona del euro	S35
G16	Emisiones netas de valores distintos de acciones: desestacionalizadas y sin desestacionalizar	S37
G17	Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a largo plazo por sector emisor en todas las monedas	S38
G18	Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a corto plazo por sector emisor en todas las monedas	S39
G19	Tasas de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro	S40
G20	Emisiones brutas de acciones cotizadas por sector emisor	S41
G21	Nuevos depósitos a plazo	S43
G22	Nuevos préstamos sin fijación inicial del tipo y con período inicial de fijación hasta un año	S43
G23	Tipos de interés del mercado monetario de la zona del euro	S44
G24	Tipos a tres meses del mercado monetario	S44
G25	Curvas de tipos al contado de la zona del euro	S45
G26	Tipos al contado y diferenciales de la zona del euro	S45
G27	Índice Dow Jones EURO STOXX amplio, Standard & Poor's 500 y Nikkei 225	S46
G28	Empleo – personas ocupadas y horas trabajadas	S55
G29	Desempleo y tasas de vacantes	S55
G30	Déficit, necesidad de financiación y variaciones de la deuda	S60
G31	Deuda según los criterios de Maastricht	S60
G32	Balanza de pagos de la zona del euro: cuenta corriente	S61
G33	Balanza de pagos de la zona del euro: inversiones directas y de cartera	S61
G34	Balanza de pagos de la zona del euro: bienes	S62
G35	Balanza de pagos de la zona del euro: servicios	S62
G36	Posición de inversión internacional de la zona del euro	S65
G37	Posición de inversiones directas y de cartera de la zona del euro	S65
G38	Balanza de pagos: Principales rúbricas que reflejan la evolución de las operaciones exteriores netas de las IFM	S70
G39	Tipos de cambio efectivos	S73
G40	Tipos de cambio bilaterales	S73
G41	Producto interior bruto a precios constantes	S76
G42	Índices de precios de consumo	S76



## NOTAS TÉCNICAS

### PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

#### CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LA EVOLUCIÓN MONETARIA

La tasa media de crecimiento del trimestre que finaliza en el mes  $t$  se calcula como:

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

donde  $I_t$  es el índice de saldos ajustados del mes  $t$  (véase también más abajo). Del mismo modo, la tasa media de crecimiento del año que finaliza en el mes  $t$  se calcula como:

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

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

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

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

### SECCIONES 2.1 A 2.6

#### CÁLCULO DE LAS OPERACIONES

Las operaciones mensuales se calculan a partir de las diferencias mensuales de los saldos ajustados por

reclasificaciones, otras revalorizaciones, variaciones del tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones.

Si  $L_t$  representa el saldo vivo a fin del mes  $t$ ;  $C_t^M$ , el ajuste por reclasificaciones en el mes  $t$ ;  $E_t^M$ , el ajuste por variaciones del tipo de cambio, y  $V_t^M$ , otros ajustes por revalorizaciones, las operaciones  $F_t^M$  del mes  $t$  se definen como:

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

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

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

donde  $L_{t-3}$  es el saldo vivo a fin del mes  $t-3$  (el final del trimestre anterior) y, por ejemplo,  $C_t^Q$  es el ajuste por reclasificaciones en el trimestre que termina en el mes  $t$ .

En el caso de las series trimestrales para las que ahora se dispone de datos mensuales (véase más abajo), las operaciones trimestrales pueden calcularse como la suma de las operaciones mensuales de los tres meses del trimestre.

#### CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LAS SERIES MENSUALES

Las tasas de crecimiento se pueden calcular a partir de las operaciones o del índice de saldos ajustados. Si  $F_t^M$  y  $L_t$  se definen como se ha indicado más arriba, el índice  $I_t$  de saldos ajustados del mes  $t$  queda definido como:

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

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

ajustados están disponibles en el apartado «Monetary and financial statistics», de la sección «Statistics», de la dirección del BCE en Internet ([www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)).

La tasa de crecimiento interanual  $a_t$  del mes  $t$  —es decir, la variación en los 12 meses que finalizan en el mes  $t$ — se puede calcular utilizando cualquiera de las dos fórmulas siguientes:

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

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

Salvo indicación en contrario, las tasas de crecimiento interanual corresponden al final del período indicado. Por ejemplo, la tasa de variación interanual para el año 2002 se calcula en la fórmula h) dividiendo el índice de diciembre de 2002 por el índice de diciembre de 2001.

Las tasas de crecimiento para períodos inferiores al anual pueden obtenerse adaptando la fórmula h). Por ejemplo, la tasa de crecimiento intermensual  $a_t^M$  se puede calcular como:

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

Por último, la media móvil de tres meses centrada de la tasa de crecimiento interanual de M3 se calcula como  $(a_{t+1} + a_t + a_{t-1})/3$ , donde  $a_t$  se define igual que en las fórmulas g) o h).

### CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LAS SERIES TRIMESTRALES

Si  $F_t^Q$  y  $L_{t-3}$  se definen como se ha indicado más arriba, el índice  $I_t$  de saldos ajustados del trimestre que finaliza en el mes  $t$  queda definido como:

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

La tasa de crecimiento interanual de los cuatro trimestres que terminan en el mes  $t$ , es decir,  $a_t$ , se puede calcular utilizando la fórmula h).

### DESESTACIONALIZACIÓN DE LAS ESTADÍSTICAS MONETARIAS DE LA ZONA DEL EURO<sup>1</sup>

El procedimiento se basa en una descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12-ARIMA<sup>2</sup>. La desestacionalización puede incluir ajustes por día de la semana y, en el caso de algunas series, se lleva a cabo indirectamente mediante una combinación lineal de los componentes. Este es el caso de M3, que se obtiene agregando las series desestacionalizadas de M1, M2 menos M1, y M3 menos M2.

Los procedimientos de desestacionalización se aplican, en primer lugar, al índice de saldos ajustados<sup>3</sup>. Las estimaciones de los factores estacionales resultantes se aplican posteriormente a los saldos y a los ajustes que se deriven de las reclasificaciones y las revalorizaciones, que, a su vez, producen operaciones desestacionalizadas. Los factores estacionales y efectos de calendario se revisan anualmente o cuando proceda.

### SECCIONES 3.1 A 3.5

#### IDENTIDAD DE EMPLEOS Y RECURSOS

En la sección 3.1, los datos se ajustan a una identidad contable básica. En el caso de las operaciones

- 1 Para más información, véanse «Seasonal adjustment of monetary aggregates and HIPC for the euro area», BCE (agosto de 2000), y la dirección del BCE en Internet ([www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)), sección «Statistics», apartado «Monetary and financial statistics».
- 2 Para más información, véanse D. Findley, B. Monsell, W. Bell, M. Otto y B. C. Chen (1998), «New Capabilities and Methods of the X-12-ARIMA Seasonal Adjustment Program», *Journal of Business and Economic Statistics*, 16, 2, pp. 127-152, o «X-12-ARIMA Reference Manual», Time Series Staff, Bureau of the Census, Washington, D. C. A efectos internos, también se utiliza el procedimiento, basado en modelos de TRAMO-SEATS. Para más información sobre TRAMO-SEATS, véase V. Gómez y A. Maravall (1996), «Programs TRAMO and SEATS: Instructions for the user», Documento de Trabajo n.º 9628, Banco de España, Madrid.
- 3 De lo que resulta que, para las series desestacionalizadas, el nivel del índice del período base, es decir, diciembre de 2008, difiere, en general, de 100, como reflejo de la estacionalidad del mes.

no financieras, el total de los empleos es igual al total de los recursos en cada una de las categorías. Esta identidad contable también se refleja en la cuenta financiera, es decir, para cada categoría de instrumento financiero, el total de las operaciones de activos financieros es igual al total de las operaciones de pasivos. En la cuenta de otras variaciones de activos y en los balances financieros, el total de activos financieros es igual al total de pasivos en cada categoría de instrumento financiero, salvo en el caso del oro monetario y los derechos especiales de giro, que, por definición, no constituyen un pasivo de ningún sector.

### CÁLCULO DE LOS SALDOS CONTABLES

Los saldos contables al final de cada cuenta de las secciones 3.1, 3.2 y 3.3 se calculan de la manera siguiente:

El saldo comercial es la diferencia entre las importaciones y las exportaciones de bienes y servicios de la zona del euro frente al resto del mundo. El excedente neto de explotación y la renta mixta solo se definen para los sectores residentes y se calculan por diferencia entre el valor añadido bruto (producto interior bruto a precios de mercado de la zona del euro) y la suma de las siguientes partidas: remuneración de los asalariados (empleos), otros impuestos menos subvenciones sobre la producción (empleos) y consumo de capital fijo (empleos).

La renta nacional neta solo se define para los sectores residentes y se calcula como la suma del excedente neto de explotación y la renta mixta, más la remuneración de los asalariados (recursos), más los impuestos menos subvenciones sobre la producción (recursos), más las rentas de la propiedad netas (recursos menos empleos).

La renta disponible neta también se define solo para los sectores residentes y es igual a la renta nacional neta más los impuestos corrientes netos sobre la renta y el patrimonio (recursos menos empleos), más las cotizaciones sociales netas (recursos menos empleos), más las prestaciones

sociales netas distintas de transferencias sociales en especie (recursos menos empleos), más otras transferencias corrientes netas (recursos menos empleos).

El ahorro neto se define para los sectores residentes y se calcula como la suma de la renta disponible neta, más el ajuste por la variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones (recursos menos empleos), menos el gasto en consumo final (empleos). Para el resto del mundo, la cuenta de operaciones corrientes con el exterior se calcula sumando al saldo de la balanza comercial todas las rentas netas (recursos menos empleos).

La capacidad/necesidad de financiación se calcula a partir de la cuenta de capital como la diferencia entre la suma del ahorro neto y las transferencias de capital netas (recursos menos empleos), menos la formación bruta de capital (empleos) y las adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos (empleos), más el consumo de capital fijo (recursos). También puede calcularse en la cuenta financiera por la diferencia entre el total de operaciones de activos financieros y el total de operaciones de pasivos [lo que se conoce también como variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto derivadas de operaciones]. En los sectores hogares y sociedades no financieras existe una discrepancia estadística entre los saldos contables calculados a partir de la cuenta de capital y aquellos que se obtienen a partir de la cuenta financiera.

Las variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto derivadas de operaciones se calculan como el total de operaciones de activos financieros menos el total de operaciones de pasivos, mientras que otras variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto se calculan como (el total) de otras variaciones de los activos financieros menos (el total) de otras variaciones de pasivos.

El patrimonio (riqueza) financiero neto se calcula por la diferencia entre el total de activos financieros y el total de pasivos, mientras que las variaciones de dicho patrimonio (riqueza) son

iguales a la suma de las variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto derivadas de operaciones (capacidad/necesidad de financiación obtenida a partir de la cuenta financiera) y de las otras variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto.

Las variaciones del patrimonio (riqueza) neta se calculan como las variaciones del patrimonio (riqueza) neto atribuibles al ahorro y a las transferencias de capital más otras variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto y otras variaciones de activos no financieros.

El patrimonio (riqueza) neto de los hogares se calcula como la suma de los activos no financieros y el patrimonio (riqueza) financiero neto de los hogares.

#### SECCIONES 4.3 Y 4.4

##### CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LOS VALORES DISTINTOS DE ACCIONES Y LAS ACCIONES COTIZADAS

Las tasas de crecimiento se calculan a partir de las operaciones financieras y, por lo tanto, excluyen las reclasificaciones, las revalorizaciones, las variaciones del tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones. Se pueden calcular a partir de los flujos o del índice de saldos nominales. Si  $N_t^M$  representa el flujo (emisiones netas) en el mes  $t$  y  $L_t$  el saldo vivo a fin del mes  $t$ , el índice  $I_t$  de los saldos nominales en el mes  $t$  queda definido como:

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

Como base, se fija el índice igual a 100 en diciembre de 2008. La tasa de crecimiento  $a_t$  del mes  $t$  correspondiente a la variación de los 12 meses que terminan en el mes  $t$  se puede calcular utilizando cualquiera de las dos fórmulas siguientes:

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

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

El método para calcular las tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones es el mismo que se emplea para los agregados monetarios. La única diferencia estriba en que aquí se usa una «N» en lugar de una «F», con el fin de mostrar que el método utilizado para obtener las «emisiones netas» de las estadísticas de emisiones de valores es distinto del utilizado para calcular las «operaciones» equivalentes de los agregados monetarios.

La tasa media de crecimiento del trimestre que finaliza en el mes  $t$  se calcula como:

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

donde  $I_t$  es el índice de saldos nominales del mes  $t$ . Del mismo modo, la tasa media de crecimiento del año que finaliza en el mes  $t$  se calcula como:

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

La fórmula de cálculo que se emplea en la sección 4.3 también se usa en la sección 4.4, y se basa, igualmente, en la utilizada en el caso de los agregados monetarios. La sección 4.4 se basa en valores de mercado, y los cálculos se basan en operaciones financieras que excluyen las reclasificaciones, las revalorizaciones y otros cambios que no se deriven de operaciones. Las variaciones del tipo de cambio no se incluyen, pues todas las acciones cotizadas cubiertas están denominadas en euros.

## DESESTACIONALIZACIÓN DE LAS ESTADÍSTICAS DE EMISIONES DE VALORES<sup>4</sup>

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12 ARIMA. La desestacionalización del total de valores emitidos se realiza indirectamente mediante la combinación lineal del detalle por sector y por plazo a la emisión.

Los procedimientos de desestacionalización se aplican al índice de saldos notacionales. Las estimaciones resultantes de los factores estacionales se aplican posteriormente a los saldos vivos, de donde se obtienen las emisiones netas desestacionalizadas. Los factores estacionales se revisan anualmente o cuando proceda.

Al igual que en las fórmulas l) y m), la tasa de crecimiento  $a_t$  del mes  $t$  correspondiente a la variación en los seis meses que terminan en el mes  $t$  se puede calcular utilizando cualquiera de las dos fórmulas siguientes:

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

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

## CUADRO 1 DE LA SECCIÓN 5.1

### DESESTACIONALIZACIÓN DEL IAPC<sup>4</sup>

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12-ARIMA (véase nota 2 de la página S78). La desestacionalización del IAPC general de la zona del euro se realiza indirectamente agregando las series desestacionalizadas de la zona del euro correspondientes a los alimentos elaborados, los alimentos no elaborados y los bienes industriales, excluida la energía, y los servicios. Se añade la energía sin ajustar, dado que no existe eviden-

cia estadística de su carácter estacional. Los factores estacionales se revisan anualmente o cuando proceda.

## CUADRO 2 DE LA SECCIÓN 7.1

### DESESTACIONALIZACIÓN DE LA BALANZA POR CUENTA CORRIENTE DE LA BALANZA DE PAGOS

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12-ARIMA o TRAMO-SEATS, dependiendo de las balanzas. En los datos originales de la balanza de bienes, servicios, rentas y transferencias corrientes se realiza un ajuste previo para tener en cuenta efectos de días laborables significativos. El ajuste por días laborables en la balanza de bienes y servicios está corregido por días festivos nacionales. La desestacionalización de ambas balanzas se lleva a cabo utilizando estas series ajustadas previamente. La desestacionalización del total de la balanza por cuenta corriente se realiza agregando las series desestacionalizadas para las balanzas de bienes, servicios, rentas y transferencias corrientes. Los factores estacionales y efectos de calendario se revisan semestralmente o cuando proceda.

## SECCIÓN 7.3

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

La tasa de crecimiento interanual para el trimestre  $t$  se calcula a partir de las transacciones ( $F_t$ ) y las posiciones ( $L_t$ ) trimestrales de la siguiente manera:

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

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

4 Para más información, véanse «Seasonal adjustment of monetary aggregates and HIPC for the euro area», BCE (agosto de 2000), y la dirección del BCE en Internet ([www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)), sección «Statistics», apartado «Monetary and financial statistics».



## NOTAS GENERALES

Las estadísticas para la zona del euro en su conjunto se incluyen en la sección «Estadísticas de la zona del euro», del Boletín Mensual. En la sección «Statistics», que figura en la dirección del BCE en Internet ([www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)), pueden consultarse series de datos más largas y detalladas, así como notas explicativas. Se puede acceder fácilmente a los datos a través de la «Statistical Data Warehouse» (SDW) del BCE (<http://sdw.ecb.europa.eu>), que permite realizar búsquedas y descargas de datos. Entre los servicios disponibles en el apartado «Data services», se encuentran la posibilidad de suscribirse a distintos conjuntos de datos y un repositorio de ficheros comprimidos en formato CSV (*comma separated values*). Puede solicitarse más información a través de [statistics@ecb.europa.eu](mailto:statistics@ecb.europa.eu).

Como norma general, la fecha de cierre de las estadísticas incluidas en el Boletín Mensual es el día anterior a la primera reunión mantenida en el mes por el Consejo de Gobierno del BCE. Para esta edición, la fecha de cierre ha sido el 4 de julio de 2012.

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

La composición de la zona del euro ha cambiado en diversas ocasiones a lo largo de los años. Cuando el euro se introdujo en 1999, la zona del euro estaba integrada por 11 países (el Euro-11): Bélgica, Alemania, Irlanda, España, Francia, Italia, Luxemburgo, Países Bajos, Austria, Portugal y Finlandia. Grecia se incorporó en 2001, dando lugar al Euro-12; Eslovenia en 2007, conformando el Euro-13; Chipre y Malta en 2008, apareciendo el Euro-15; y Eslovaquia en 2009, constituyendo el Euro-16. Por último, Estonia se incorporó en 2011, con lo que el número de países de la zona del euro se elevó a 17.

### SERIES DE LA ZONA DEL EURO CON UNA COMPOSICIÓN FIJA

Las series estadísticas agregadas correspondientes a las composiciones fijas de la zona del euro se refieren a una composición fija dada para las series temporales completas, independientemente de la composición existente en el momento al que se refieren las estadísticas. Por ejemplo, las series agregadas se calculan para el Euro-17 (es decir, agregando los datos de los 17 países que integran actualmente la zona del euro) para todos los años, a pesar de que la zona del euro solo ha tenido esa composición desde enero de 2011. Salvo indicación en contrario, en el Boletín Mensual se publican series estadísticas correspondientes a la composición actual.

### SERIES DE LA ZONA DEL EURO CON UNA COMPOSICIÓN VARIABLE

Las series estadísticas agregadas con una composición variable tienen en cuenta la composición de la zona del euro en el momento al que se refieren las estadísticas. Por ejemplo, estas series estadísticas agregan los datos del Euro-11 hasta el período que finaliza el 31 de diciembre de 2000, los del Euro-12, desde 2001 hasta el final de 2006, y así sucesivamente. Con este enfoque, cada serie estadística individual incluye las distintas composiciones que ha tenido la zona del euro.

En el caso del IAPC y de los agregados monetarios y sus contrapartidas, las tasas de variación interanual se calculan a partir de índices encadenados, encadenándose las series con los países que se acaban de incorporar a la zona del euro en el dato correspondiente a diciembre. Por lo tanto, si un país se incorpora a la zona del euro en enero de un año dado, las tasas de variación interanual se refieren a la composición anterior de la zona del euro hasta diciembre del año precedente, dicho mes incluido, y, a partir de entonces, a la composición ampliada de la zona del euro. Las variaciones porcentuales se calculan a partir de un índice encadenado, que toma en consideración la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Las variaciones absolutas de los agregados

monetarios y de sus contrapartidas (operaciones) se refieren a la composición de la zona del euro en el momento al que se refieren las estadísticas.

Dado que la composición de la unidad de cuenta europea (ECU) no coincide con las antiguas monedas de los países que han adoptado la moneda única, los importes anteriores a 1999, expresados originalmente en las monedas nacionales participantes y convertidos a ECU al tipo de cambio vigente, resultan afectados por los movimientos de los tipos de cambio de las monedas de los Estados miembros de la UE que no han adoptado el euro. Para evitar este efecto en las estadísticas monetarias, los datos anteriores a 1999<sup>1</sup> se expresan en unidades resultantes de la conversión de las monedas nacionales a los tipos de cambio irrevocables fijados el 31 de diciembre de 1998. Salvo indicación en contrario, las estadísticas de precios y costes anteriores a 1999 se basan en datos expresados en monedas nacionales.

Cuando ha sido necesario, se han utilizado métodos de agregación y de consolidación (incluida la consolidación entre países).

Los últimos datos suelen ser provisionales y pueden ser objeto de revisión. Cabe la posibilidad de que se produzcan discrepancias entre los totales y sus componentes debido al redondeo.

El grupo de «Otros Estados miembros de la UE» comprende Bulgaria, la República Checa, Dinamarca, Letonia, Lituania, Hungría, Polonia, Rumanía, Suecia y Reino Unido.

En la mayoría de las ocasiones, la terminología utilizada en los cuadros sigue estándares internacionales, como los del Sistema Europeo de Cuentas 1995 y los del Manual de Balanza de Pagos del FMI. Las operaciones se refieren a intercambios voluntarios (medidos directamente u obtenidos a partir de otros datos), mientras que los flujos también incluyen los cambios en los saldos vivos debidos a variaciones de precios, de tipo de cambio, saneamientos y otras variaciones.

En los cuadros, «hasta (x) años» quiere decir «inferior o igual a (x) años».

## PANORÁMICA GENERAL

La evolución de los principales indicadores de la zona del euro se resume en un cuadro general.

## ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA

En la sección 1.4 se recogen estadísticas de reservas mínimas y de liquidez. Los períodos de mantenimiento de reservas comienzan todos los meses el día en que se liquida la operación principal de financiación (OPF) posterior a la reunión del Consejo de Gobierno en la que esté previsto efectuar la valoración de la orientación de la política monetaria y terminan el día anterior a la fecha de liquidación correspondiente del mes siguiente. Los datos anuales y trimestrales se refieren a las medias del último período de mantenimiento del año/trimestre.

En el cuadro 1 de la sección 1.4 figuran los componentes de la base de reservas de las entidades de crédito sujetas a reservas mínimas. Los pasivos frente a otras entidades de crédito sujetas al sistema de reservas mínimas del SEBC, el BCE y los bancos centrales nacionales participantes quedan excluidos de la base de reservas. Cuando una entidad de crédito no pueda justificar el importe de sus emisiones de valores distintos de acciones hasta dos años mantenidos por las instituciones mencionadas, puede deducirse un determinado porcentaje de estos pasivos de su base de reservas. El porcentaje utilizado para calcular la base de reservas fue del 10 % hasta noviembre de 1999 y del 30 % a partir de esa fecha.

El cuadro 2 de la sección 1.4 contiene los datos medios de períodos de mantenimiento completos. En primer lugar, el importe de las reservas obligatorias de cada entidad de crédito se calcula aplicando los coeficientes de reservas de las categorías de pasivos correspondientes a los pasivos computables, utilizando los datos del balance a fin de cada mes. Posteriormente, cada entidad de crédito deduce de esta

<sup>1</sup> Las estadísticas monetarias de las secciones 2.1 a 2.8 para los períodos anteriores a enero de 1999 pueden consultarse en la dirección del BCE en Internet (<http://www.ecb.europa.eu/stats/services/downloads/html/index.en.html>) y en la SDW (<http://sdw.ecb.europa.eu/browse.do?node=2018811>).



cifra una franquicia de 100.000 euros. Las reservas mínimas resultantes se agregan a nivel de la zona del euro (columna 1). Los saldos en cuentas corrientes (columna 2) son los saldos diarios medios agregados de las entidades de crédito, incluidos aquellos que sirven para cumplir las reservas mínimas. El exceso de reservas (columna 3) corresponde a los saldos medios en cuentas corrientes durante el período de mantenimiento que exceden las reservas obligatorias. Los incumplimientos (columna 4) son los saldos medios en cuentas corrientes durante el período de mantenimiento inferiores a las reservas obligatorias, calculados sobre la base de aquellas entidades de crédito que no han cumplido con las exigencias de reservas. El tipo de interés de las reservas mínimas (columna 5) es igual a la media, durante el período de mantenimiento, del tipo aplicado por el BCE (ponderado según el número de días naturales) a las OPF del Eurosistema (véase sección 1.3).

El cuadro 3 de la sección 1.4 muestra la liquidez del sistema bancario, que se define como los saldos en cuentas corrientes de las entidades de crédito de la zona del euro con el Eurosistema, en euros. Todos los importes se obtienen a partir del estado financiero consolidado del Eurosistema. Las otras operaciones de absorción de liquidez (columna 7) excluyen la emisión de certificados de deuda iniciada por los BCN en la segunda fase de la UEM. El saldo de otros factores (columna 10) representa las partidas restantes, en cifras netas, del estado financiero consolidado del Eurosistema. Las cuentas corrientes de entidades de crédito (columna 11) equivalen a la diferencia entre la suma de los factores de inyección de liquidez (columnas 1 a 5) y la suma de los factores de absorción de liquidez (columnas 6 a 10). La base monetaria (columna 12) se calcula como la suma de la facilidad de depósito (columna 6), los billetes en circulación (columna 8) y los saldos en cuentas corrientes de las entidades de crédito (columna 11).

## DINERO, SISTEMA BANCARIO Y OTRAS INSTITUCIONES FINANCIERAS

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

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

En la sección 2.1 se presenta el balance agregado del sector de IFM, es decir, la suma de los balances armonizados de todas las IFM residentes en la zona del euro. Las IFM comprenden bancos centrales, entidades de crédito definidas según el derecho de la UE, fondos del mercado monetario y otras entidades cuyo negocio es recibir depósitos y/o sustitutos próximos de los depósitos de entidades distintas de IFM y, por cuenta propia (al menos, en términos económicos), otorgar créditos y/o realizar inversiones en valores. En la dirección del BCE en Internet se publica una lista completa de las IFM.

La sección 2.2 recoge el balance consolidado del sector IFM, obtenido de la compensación de las posiciones del balance agregado de las IFM de la zona del euro. Debido a ligeras diferencias en las prácticas de registro, la suma de posiciones de las distintas IFM no es necesariamente cero; el saldo aparece en la columna 10 del pasivo de la sección 2.2. En la sección 2.3 figuran los agregados monetarios de la zona del euro y sus contrapartidas, que se obtienen del balance consolidado de las IFM y que incluyen posiciones de no IFM residentes en la zona del euro mantenidas en IFM residentes en la zona y también algunos activos/pasivos monetarios de la Administración Central. Las series estadísticas relativas a los agregados monetarios y a las contrapartidas están ajustadas de efectos estacionales y de calendario. En la partida otros pasivos frente a no residentes de las secciones 2.1 y 2.2 figuran las tenencias en poder de no residentes en la zona del euro de: (i) participaciones emitidas por fondos del mercado monetario radicados en la zona del euro, y (ii) valores distintos de acciones hasta dos años emitidos por IFM de la zona. Sin embargo, en la sección 2.3 los agregados monetarios excluyen estas tenencias, que contribuyen a la rúbrica «activos netos frente a no residentes».

La sección 2.4 ofrece un análisis de los préstamos concedidos por IFM distintas del Eurosistema residentes en la zona del euro (es decir, el sistema bancario) por sector, finalidad y plazo inicial. En la sección 2.5 se presenta un análisis de los depósitos mantenidos en el sistema bancario de la zona del euro por sector e instrumento. En la sección 2.6 figuran los valores mantenidos por el sistema bancario de la zona del euro por tipo de emisor. En la sección 2.7 se presenta un detalle trimestral por monedas de algunas partidas del balance de las IFM.

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

A partir del 1 de enero de 1999, la información estadística se recopiló de conformidad con diversos Reglamentos del BCE sobre el balance del sector de instituciones financieras monetarias. A partir de julio de 2010 se recopila de conformidad con el Reglamento BCE/2008/32<sup>2</sup>. En la tercera edición del manual «Monetary financial institutions and markets statistics sector manual – Guidance for the statistical classification of customers» (BCE, marzo de 2007), se detallan las definiciones de los sectores.

En la sección 2.8 figuran los saldos vivos y las operaciones registradas en el balance de los fondos de inversión de la zona del euro (distintos de los fondos del mercado monetario, que se incluyen en las estadísticas del balance de las IFM). Un fondo de inversión es una institución de inversión colectiva que invierte el capital obtenido del público en activos financieros o no financieros. En la dirección del BCE en Internet se publica una lista completa de los fondos de inversión de la zona del euro. El balance es agregado, de tal modo que los activos de los fondos de inversión incluyen sus participaciones en otros fondos de inversión. Las participaciones de los fondos de inversión también se detallan por política de inversión [es decir, fondos de renta fija, fondos de renta variable, fondos mixtos, fondos inmobiliarios; fondos de inversión libre (hedge fund) y otros fondos] y por tipo de fondo (es decir, fondos de inversión de capital variable y de capital fijo). En la sección 2.9 se presenta más información sobre los principales tipos de activos manteni-

dos por los fondos de inversión de la zona del euro. En esta sección se incluye el detalle geográfico de los emisores de los valores mantenidos por los fondos de inversión, desagregados por sector económico cuando son residentes en la zona del euro.

Desde diciembre de 2008, la información estadística armonizada se ha recopilado de conformidad con el Reglamento BCE/2007/8<sup>3</sup>, sobre estadísticas de los activos y los pasivos de los fondos de inversión. Para más información sobre estas estadísticas de los fondos de inversión, véase el manual «Manual on investment fund statistics» (BCE, mayo de 2009).

En la sección 2.10 se presenta el balance agregado de las sociedades instrumentales residentes en la zona del euro dedicadas a operaciones de titulización. La titulización supone, generalmente, la transferencia de un activo o de un conjunto de activos a una sociedad instrumental, declarándose dichos activos en su balance como préstamos titulizados, valores distintos de acciones u otros activos titulizados. Otra posibilidad es transferir el riesgo de crédito de un activo o de un conjunto de activos a una sociedad instrumental mediante seguros de riesgo de crédito (CDS, en sus siglas en inglés), garantías u otro mecanismo similar. Los activos de garantía que mantiene la sociedad instrumental para hacer frente a estos riesgos adoptan normalmente la forma de un depósito mantenido en una IFM o invertido en valores distintos de acciones. Las sociedades instrumentales titulan habitualmente préstamos originados en el sector de IFM y han de declarar esos préstamos en su balance estadístico, independientemente de que las normas contables pertinentes permitan a la IFM dar de baja los préstamos. Los datos sobre los préstamos titulizados por sociedades instrumentales que, no obstante, se mantienen en el balance de la IFM correspondiente (y, por lo tanto, en las estadísticas de las IFM) se presentan por separado. Estos datos trimestrales se recopilan de conformidad con el Reglamento BCE/2008/30<sup>4</sup> a partir de diciembre de 2009.

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

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

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

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

### CUENTAS DE LA ZONA DEL EURO

En la sección 3.1 se presentan datos relativos a las cuentas trimestrales integradas de la zona del euro, que ofrecen información completa sobre la actividad económica de los hogares (incluidas las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares), las sociedades no financieras, las instituciones financieras y las Administraciones Públicas, y sobre la interacción entre estos sectores y la zona del euro y el resto del mundo. Los datos no desestacionalizados sobre precios corrientes corresponden al último trimestre disponible, siguiendo una secuencia simplificada de cuentas, de conformidad con el marco metodológico del Sistema Europeo de Cuentas 1995.

Expresado en forma sucinta, la secuencia de cuentas (operaciones) comprende: (1) la cuenta de explotación, que indica cómo se materializan las actividades de producción en diversas categorías de renta; (2) la cuenta de asignación de la renta primaria, que registra los ingresos y gastos relacionados con diversas formas de rentas de la propiedad (para el total de la economía, el saldo contable de la cuenta de renta primaria es la renta nacional); (3) la cuenta de distribución secundaria de la renta, que muestra cómo varía la renta nacional de un sector institucional como consecuencia de las transferencias corrientes; (4) la cuenta de utilización de la renta, que permite observar cómo se distribuye la renta disponible entre consumo y ahorro; (5) la cuenta de capital, que muestra cómo

se dedican el ahorro y las transferencias de capital netas a la adquisición de activos no financieros (el saldo contable de la cuenta de capital es la capacidad o necesidad de financiación), y (6) la cuenta financiera, que registra las adquisiciones netas de activos financieros y los pasivos netos contraídos. Como cada operación no financiera tiene su reflejo en una operación financiera, el saldo contable de la cuenta financiera también es igual, conceptualmente, a la capacidad o necesidad de financiación, calculada a partir de la cuenta de capital.

Además, se presentan los balances financieros correspondientes al inicio y al final del período, lo que permite observar la riqueza financiera de cada sector en un momento dado. Finalmente, se incluyen también otras variaciones de los activos financieros y de los pasivos (por ejemplo, las resultantes del impacto de las variaciones de los precios de los activos).

La cobertura por sectores de la cuenta financiera y de los balances financieros es más detallada en el caso de las instituciones financieras, pues presentan el detalle por IFM, otros intermediarios financieros (incluidos los auxiliares financieros) y empresas de seguros y fondos de pensiones.

En la sección 3.2 se presentan los flujos (operaciones) acumulados de cuatro trimestres de las «cuentas no financieras» de la zona del euro [es decir, las cuentas (1) a (5) descritas anteriormente], siguiendo igualmente la secuencia simplificada de cuentas.

En la sección 3.3 se muestran los flujos (operaciones y otras variaciones) acumulados de cuatro trimestres de las cuentas de renta, gasto y acumulación de los hogares, así como los saldos vivos de los balances financieros y no financieros conforme a una presentación más analítica de los datos. Las operaciones específicas de cada sector y los saldos contables se presentan de tal manera que se facilita una descripción más clara de las decisiones de los hogares en materia de financiación e inversión, respetando al mismo tiempo las identidades contables que se presentan en las secciones 3.1 y 3.2.

En la sección 3.4 se muestran los flujos (operaciones) acumulados de cuatro trimestres de las cuentas de renta y acumulación de las sociedades no financieras, así como los saldos vivos del balance financiero, conforme a una presentación más analítica de los datos.

En la sección 3.5 se presentan los flujos financieros (operaciones y otras variaciones) acumulados de cuatro trimestres y los saldos vivos de los balances financieros de las empresas de seguros y los fondos de pensiones.

## MERCADOS FINANCIEROS

Las series de estadísticas relativas a los mercados financieros de la zona del euro incluyen los Estados miembros que habían adoptado el euro en la fecha a que hacen referencia (es decir, composición cambiante), salvo las de valores distintos de acciones (secciones 4.1 a 4.4), que se refieren al Euro-16 para toda la serie temporal (es decir, composición fija).

El BCE elabora las estadísticas de valores distintos de acciones y de acciones cotizadas (secciones 4.1 a 4.4) a partir de datos del SEBC y del BPI. En la sección 4.5 se presentan las estadísticas de tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos y a los préstamos denominados en euros recibidos y concedidos a sectores residentes en la zona del euro. El BCE elabora las estadísticas relativas a los tipos de interés del mercado monetario, al rendimiento de la deuda pública a largo plazo y a los índices bursátiles (secciones 4.6 a 4.8), a partir de la información distribuida a través de las pantallas de las diferentes agencias.

Las estadísticas sobre emisiones de valores incluyen (i) los valores distintos de acciones, excluidos los derivados financieros, y (ii) las acciones cotizadas. Los valores distintos de acciones se presentan en las secciones 4.1, 4.2 y 4.3, y las acciones cotizadas en la sección 4.4. Los valores distintos de acciones se clasifican en valores a corto plazo y valores a largo plazo. «A corto plazo» se refiere a valores con un plazo a la emisión infe-

rior o igual a un año (en casos excepcionales, inferior o igual a dos años). Los valores con (i) un plazo a la emisión superior a un año, (ii) fechas de amortización opcionales, siendo la última superior a un año, o (iii) fecha indefinida de amortización, se clasifican como «a largo plazo». Las emisiones de valores distintos de acciones a largo plazo por residentes en la zona del euro se clasifican a su vez en emisiones a tipo de interés fijo y a tipo de interés variable. En las emisiones a tipo de interés fijo, el cupón no varía a lo largo de la vida de la emisión. Las emisiones a tipo de interés variable comprenden todas las emisiones en las que el cupón vuelve a fijarse periódicamente con referencia a un tipo de interés o índice independiente. Los valores denominados en euros que figuran en las secciones 4.1, 4.2 y 4.3 también incluyen partidas expresadas en las denominaciones nacionales del euro.

En la sección 4.1 figuran los valores distintos de acciones, desagregados por plazo a la emisión, residencia del emisor y moneda. En esta sección se presenta el detalle de los saldos vivos, las emisiones brutas y las emisiones netas de los valores distintos de acciones por (i) emisiones denominadas en euros y en todas las monedas; (ii) emisiones de residentes en la zona del euro y total de emisiones, y (iii) total de valores distintos de acciones y valores distintos de acciones a largo plazo. Las emisiones netas difieren de las variaciones del saldo en circulación debido a cambios de valoración, reclasificaciones y otros ajustes. En esta sección se presentan también estadísticas desestacionalizadas, que incluyen las tasas de crecimiento de seis meses anualizadas y desestacionalizadas para el total de valores distintos de acciones y para los valores distintos de acciones a largo plazo. Los datos desestacionalizados se obtienen a partir del índice de saldos nominales, del que se han eliminado los efectos estacionales. Para más información, véanse las Notas Técnicas.

En la sección 4.2 figura un detalle por sectores de los saldos vivos, de las emisiones brutas y de las emisiones netas de los residentes en la zona del euro que es conforme con el SEC 95. El BCE está incluido en el Eurosistema.

Los saldos vivos totales del total de valores distintos de acciones y de valores distintos de acciones a largo plazo que figuran en la columna 1 del cuadro 1 de la sección 4.2 se corresponden con los datos de saldos del total de valores distintos de acciones y de valores distintos de acciones a largo plazo emitidos por los residentes en la zona del euro que se recogen en la columna 7 de la sección 4.1. Los saldos vivos del total de valores distintos de acciones y de valores distintos de acciones a largo plazo emitidos por las IFM que se presentan en la columna 2 del cuadro 1 de la sección 4.2 son prácticamente comparables con los datos de valores distintos de acciones que aparecen en el pasivo del balance agregado de las IFM, columna 8 del cuadro 2 de la sección 2.1. Las emisiones netas totales del total de valores distintos de acciones que figuran en la columna 1 del cuadro 2 de la sección 4.2 se corresponden con los datos del total de emisiones netas realizadas por residentes en la zona del euro que se recogen en la columna 9 de la sección 4.1. La diferencia residual entre los valores distintos de acciones a largo plazo y el total de valores distintos de acciones a largo plazo emitidos a tipo de interés fijo y a tipo de interés variable que figuran en el cuadro 1 de la sección 4.2 se debe a los bonos de cupón cero y a los efectos de revalorización.

En la sección 4.3 se presentan las tasas de crecimiento, desestacionalizadas y sin desestacionalizar, de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro (detallados por plazo a la emisión, tipo de instrumento, sector emisor y moneda), basadas en las operaciones financieras que se producen cuando una unidad institucional contrae o cancela pasivos. Por lo tanto, las tasas de crecimiento excluyen las reclasificaciones, las revalorizaciones, las variaciones de tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones. Las tasas de crecimiento desestacionalizadas se han anualizado por motivos de presentación. Para más información, véanse las Notas Técnicas.

En las columnas 1, 4, 6 y 8 del cuadro 1 de la sección 4.4 se recogen los saldos vivos de las acciones cotizadas emitidas por los residentes en la

zona del euro por sector emisor. Los datos mensuales de las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras se corresponden con las series trimestrales que aparecen en la sección 3.4 (balance financiero, acciones cotizadas).

En las columnas 3, 5, 7 y 9 del cuadro 1 de la sección 4.4 figuran las tasas de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro (por sector emisor), basadas en las operaciones financieras que se producen cuando un emisor emite acciones o las amortiza por efectivo, excluidas las inversiones en acciones propias. El cálculo de las tasas de crecimiento interanual excluye las reclasificaciones, las revalorizaciones y otros cambios que no se deriven de operaciones.

En la sección 4.5 se presentan las estadísticas de todos los tipos de interés que las IFM residentes en la zona del euro aplican a los depósitos y a los préstamos denominados en euros frente a hogares y sociedades no financieras residentes en la zona. Los tipos de interés aplicados por las IFM de la zona del euro para cada categoría se calculan como media ponderada (por volumen de operaciones correspondiente) de los tipos de interés aplicados en los países de la zona del euro.

Las estadísticas de tipos de interés de las IFM aparecen detalladas por tipo de operación, sector, instrumento y vencimiento, período de preaviso o período inicial de fijación del tipo de interés. Estas estadísticas de tipos de interés sustituyeron a las diez series estadísticas provisionales relativas a los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito de la zona del euro a su clientela, que se publicaban en el Boletín Mensual desde enero de 1999.

La sección 4.6 presenta los tipos de interés del mercado monetario en la zona del euro, Estados Unidos y Japón. En el caso de la zona del euro se incluye una amplia gama de tipos de interés del mercado monetario, que abarca desde tipos de interés aplicados a los depósitos a un día, hasta los aplicados a los depósitos a doce meses. Con anterioridad a enero de 1999, los tipos de interés sintéticos de la zona del euro se calculaban a partir de

los tipos de interés nacionales ponderados por el PIB. Salvo en el caso del tipo de interés a un día antes de enero de 1999, los valores mensuales, trimestrales y anuales son medias del período. Los depósitos a un día están representados por los tipos de oferta de los depósitos interbancarios a fin de período hasta diciembre de 1998 y, posteriormente, por medias del período del índice medio del tipo de interés del euro a un día (EONIA). Desde enero de 1999, los tipos de interés aplicados a los depósitos a uno, tres, seis y doce meses en la zona del euro son tipos de interés de oferta en el mercado interbancario del euro (euríbor); hasta esa fecha se aplicaban los tipos de interés de oferta en el mercado interbancario de Londres (LIBOR). En el caso de Estados Unidos y Japón, los tipos de interés de los depósitos a tres meses están representados por el LIBOR.

En la sección 4.7 se presentan los tipos de interés a fin de período estimados a partir de las curvas de tipos nominales al contado basadas en la deuda pública denominada en euros, con calificación AAA, emitida por las Administraciones Centrales de la zona del euro. Las curvas se han estimado utilizando el modelo de Svensson<sup>5</sup>. Se incluyen también los diferenciales entre los tipos de los bonos con vencimiento a diez años y los de los bonos con vencimiento a tres meses y a dos años. En la dirección <http://www.ecb.europa.eu/stats/money/yc/html/index.en.html> pueden consultarse otras curvas de tipos (publicación diaria, incluidos gráficos y cuadros) y la información metodológica correspondiente. También pueden descargarse datos diarios.

En la sección 4.8 figuran los índices bursátiles de la zona del euro, Estados Unidos y Japón.

## PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

La mayoría de los datos presentados en esta sección son elaborados por la Comisión Europea (principalmente, Eurostat) y las autoridades estadísticas nacionales. Los resultados de la zona del euro se obtienen por agregación de los datos de los distintos países. En la medida de lo posible, los datos se han

armonizado y son comparables. Las estadísticas relativas a los índices de costes laborales, al PIB y a los componentes del gasto, al valor añadido por ramas de actividad, a la producción industrial, a las ventas del comercio al por menor, a las matriculaciones de automóviles y al empleo en términos de horas trabajadas están ajustadas por días laborables.

El Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) de la zona del euro (cuadro 1 de la sección 5.1), disponible a partir de 1995, se basa en los IAPC nacionales, que siguen la misma metodología en todos los países de la zona del euro. El detalle por componentes de bienes y servicios se obtiene de la Clasificación del Consumo Individual por Finalidad (COICOP/IAPC). El IAPC abarca el gasto monetario en consumo final de los hogares en el territorio económico de la zona del euro. El cuadro incluye los datos desestacionalizados del IAPC y estimaciones experimentales de los precios administrados basadas en el IAPC, elaboradas por el BCE.

Los datos relativos a los precios industriales (cuadro 2 de la sección 5.1), la producción industrial, la cifra de negocios y las ventas del comercio al por menor (sección 5.2) siguen el Reglamento (CE) n° 1165/98 del Consejo, de 19 de mayo de 1998, sobre las estadísticas coyunturales<sup>6</sup>. Desde enero de 2009, se ha aplicado en la elaboración de las estadísticas coyunturales la nomenclatura de actividades económicas revisada (NACE Revisión 2) incluida en el Reglamento (CE) n° 1893/2006, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de diciembre de 2006, por el que se establece la nomenclatura estadística de actividades económicas NACE Revisión 2, y por el que se modifican el Reglamento del Consejo (CEE) n° 3037/90 y determinados Reglamentos de la CE sobre aspectos estadísticos específicos<sup>7</sup>. El detalle por destino final de los productos en el caso de los precios industriales y de la producción industrial corresponde a la subdivisión armonizada de la industria,

5 Véase L. E. Svensson, «Estimating and Interpreting Forward Interest Rates: Sweden 1992-1994», CEPR Discussion Paper n.° 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.

excluida la construcción (NACE Revisión 2, secciones B a E), en grandes sectores industriales definida en el Reglamento (CE) n° 656/2007 de la Comisión, de 14 de junio de 2007<sup>8</sup>. Los precios industriales reflejan los precios de venta en fábrica. Incluyen los impuestos indirectos, excepto el IVA y otros impuestos deducibles. La producción industrial refleja el valor añadido del sector de que se trate.

Los dos índices de precios de las materias primas no energéticas mostrados en el cuadro 3 de la sección 5.1 se elaboran incluyendo la misma cesta de materias primas, pero con dos sistemas de ponderación distintos: uno se basa en las respectivas importaciones de materias primas de la zona del euro (columnas 2 a 4), y el otro (columnas 5 a 7) se basa en la demanda interna estimada, o destino, de la zona del euro, tomando en consideración información sobre las importaciones, las exportaciones y la producción interna de cada materia prima (prescindiendo, por simplicidad, de las existencias, que se supone que son relativamente estables a lo largo del período observado). El índice de precios de las materias primas ponderado por las importaciones es adecuado para analizar el entorno exterior, mientras que el índice ponderado por el destino es apropiado para el fin específico de analizar las presiones de los precios internacionales de las materias primas sobre la inflación de la zona del euro. Los índices de precios de las materias primas ponderados por el destino son datos experimentales. Para más información sobre la compilación de los índices de precios de las materias primas elaborados por el BCE, véase el recuadro 1 del Boletín Mensual de diciembre de 2008.

Los índices de costes laborales (cuadro 5 de la sección 5.1) miden las variaciones de los costes laborales por hora trabajada en la industria (incluida la construcción) y en los servicios de mercado. La metodología está establecida en el Reglamento (CE) n° 450/2003 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de febrero de 2003, sobre el índice de costes laborales<sup>9</sup>, y en el Reglamento de aplicación (CE) n° 1216/2003 de la Comisión, de 7 de julio de 2003<sup>10</sup>. Se dispone del detalle de los índices de costes laborales de la zona del euro por componentes (sueldos y

salarios, cotizaciones sociales a cargo de la empresa, más los impuestos relacionados con el empleo pagados por el empresario, menos las subvenciones recibidas por éste) y por ramas de actividad. El BCE calcula el indicador de salarios negociados (pro memoria del cuadro 3 de la sección 5.1) a partir de datos nacionales no armonizados.

Los componentes de los costes laborales unitarios (cuadro 4 de la sección 5.1), el PIB y sus componentes (cuadros 1 y 2 de la sección 5.2), los deflatores del PIB (cuadro 3 de la sección 5.1) y las estadísticas de empleo (cuadros 1, 2 y 3 de la sección 5.3) se basan en las cuentas nacionales trimestrales SEC 95<sup>11</sup>. El SEC 95 fue modificado por el Reglamento (UE) n° 715/2010 de la Comisión, de 10 de agosto de 2010<sup>12</sup> que implantó la NACE Revisión 2, la Clasificación Nacional de Actividades Económicas actualizada. La publicación de las cuentas nacionales de la zona del euro con esta nueva clasificación se inició en diciembre de 2011.

Los nuevos pedidos (cuadro 4 de la sección 5.2) recogen los pedidos recibidos durante el período de referencia en las ramas de actividad que basan su producción principalmente en pedidos, en especial las industrias textil, de pasta de papel y papel, química, de fabricación de productos metálicos, de bienes de equipo y de bienes de consumo duradero. Los datos se calculan a precios corrientes.

Los índices de cifra de negocios en la industria y en el comercio al por menor (cuadro 4 de la sección 5.2) miden la cifra de negocios, incluidos todos los gravámenes e impuestos (a excepción del IVA) del período de referencia. La cifra de negocios del comercio al por menor incluye todo el comercio al por menor (salvo las ventas de automóviles y motocicletas), excepto el combustible para vehículos de motor. Las matriculaciones de automóviles abarcan las matriculaciones de automóviles, tanto privados como de uso comercial.

8 DO L 155, de 15.6.2007, p. 3

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

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

11 DO L 310, de 30.11.1996, p.1.

12 DO L 210, de 11.8.2010, p.1.

Los datos cualitativos de las encuestas de opinión (cuadro 5 de la sección 5.2) se basan en las encuestas de la Comisión Europea realizadas a empresas y consumidores.

Las tasas de desempleo (cuadro 4 de la sección 5.3), que se adecuan a las pautas de la Organización Internacional del Trabajo, se refieren a personas que buscan empleo activamente en porcentaje de la población activa y utilizan criterios y definiciones armonizados. Las estimaciones de población activa en las que se basa la tasa de desempleo son distintas de la suma de las cifras de parados y ocupados que figuran en la sección 5.3.

## FINANZAS PÚBLICAS

Las secciones 6.1 a 6.5 muestran la situación de las finanzas públicas de la zona del euro. Los datos son, en su mayor parte, consolidados y se basan en la metodología del SEC 95. Los agregados anuales de la zona del euro que figuran en las secciones 6.1 a 6.3 son datos obtenidos por el BCE a partir de los datos armonizados facilitados por los BCN, que se actualizan regularmente. Por tanto, los datos relativos al déficit y a la deuda de los países de la zona del euro pueden diferir de los utilizados por la Comisión Europea en el procedimiento de déficit excesivo. Los agregados trimestrales de la zona del euro que aparecen en las secciones 6.4 y 6.5 son datos obtenidos por el BCE a partir de datos nacionales y de Eurostat.

En la sección 6.1 se presentan los datos anuales sobre los recursos y los empleos de las Administraciones Públicas, basados en las definiciones establecidas en el Reglamento (CE) n° 1500/2000 de la Comisión, de 10 de julio de 2000<sup>13</sup>, que modifica el SEC 95. En la sección 6.2 se ofrecen detalles de la deuda bruta consolidada de las Administraciones Públicas en valor nominal que se ajustan a las disposiciones del Tratado relativas al procedimiento de déficit excesivo. Las secciones 6.1 y 6.2 incluyen un resumen de datos correspondiente a cada uno de los países de la zona del euro, debido a su importancia en el marco del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Los déficits y los superávits de cada

país de la zona del euro se corresponden con el código B.9, tal y como se define en el Reglamento (CE) n° 479/2009 del Consejo, por lo que respecta a las referencias al SEC 95. La sección 6.3 presenta las variaciones de la deuda de las Administraciones Públicas. La diferencia entre las variaciones de la deuda y el déficit —el ajuste entre déficit y deuda— se explica, fundamentalmente, por las operaciones de las Administraciones Públicas con activos financieros y por los efectos de tipo de cambio. En la sección 6.4 se presentan los datos trimestrales sobre los recursos y los empleos de las Administraciones Públicas, basados en las definiciones establecidas en el Reglamento (CE) n° 1221/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 10 de junio de 2002, sobre cuentas no financieras trimestrales de las Administraciones Públicas<sup>14</sup>. En la sección 6.5 se presentan datos trimestrales sobre la deuda pública bruta consolidada, el ajuste entre déficit y deuda y la necesidad de financiación del Estado. Estas cifras se han recopilado a partir de datos facilitados por los Estados miembros, de conformidad con el Reglamento (CE) n° 501/2004 y el Reglamento (CE) n° 1222/2004, y de datos proporcionados por los BCN.

## TRANSACCIONES Y POSICIONES FRENTA AL EXTERIOR

Los conceptos y definiciones utilizados en las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional (PII) (secciones 7.1 a 7.4) se ajustan, en general, a lo establecido en la quinta edición del Manual de Balanza de Pagos del FMI (octubre de 1993), así como a la Orientación del BCE de 16 de julio de 2004 sobre las exigencias de información estadística del BCE (BCE/2004/15)<sup>15</sup>, modificada por la Orientación del BCE de 31 de mayo de 2007 (BCE/2007/3)<sup>16</sup>. En la publicación del BCE titulada «European Union balance of payments/international investment position statistical methods» (mayo de 2007), y en los informes de los grupos de trabajo sobre sistemas de recopilación

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](http://www.cmfb.org)) se puede consultar un informe del grupo de trabajo del BCE y la Comisión Europea (Eurostat) sobre la calidad de las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional (junio de 2004). En la dirección del BCE en Internet puede consultarse el informe anual sobre la calidad de las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional de la zona del euro, elaborado de conformidad con las recomendaciones del grupo de trabajo y con los principios básicos del «ECB Statistics Quality Framework», publicado en abril de 2008.

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)<sup>17</sup>. 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 industria-les 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. El tipo de cambio más reciente de la corona islandesa es de 290 coronas por euro y corresponde al 3 de diciembre de 2008.

#### **EVOLUCIÓN FUERA DE LA ZONA DEL EURO**

Las estadísticas correspondientes a otros Estados miembros de la UE (sección 9.1) se basan en los mismos principios que los datos relativos a la zona del euro. Como resultado, los datos sobre las cuentas corriente y de capital y sobre la deuda externa bruta incluyen los fondos de titulización. Los datos de Estados Unidos y Japón que figuran en la sección 9.2 se obtienen de fuentes nacionales.

## ANEXOS

# CRONOLOGÍA DE MEDIDAS DE POLÍTICA MONETARIA DEL EUROSISTEMA<sup>1</sup>



### 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

<sup>1</sup> 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.

#### 6 DE JUNIO 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. 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 15 de enero de 2013; en concreto, continuar aplicando procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena.

#### 5 DE JULIO DE 2012

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 0,75 %, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 11 de julio de 2012. 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 1,50 % y el 0,00 %, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 11 de julio de 2012.





## PUBLICACIONES DEL BANCO CENTRAL EUROPEO

El BCE publica distintos documentos que proporcionan información sobre sus principales actividades: política monetaria, estadísticas, sistemas de pago y de liquidación de valores, estabilidad y supervisión financieras, cooperación internacional y europea y asuntos jurídicos.

### PUBLICACIONES ESTATUTARIAS

- Informe Anual
- Informe de Convergencia
- Boletín Mensual

### DOCUMENTOS DE INVESTIGACIÓN

- Legal Working Paper Series
- Occasional Paper Series
- Research Bulletin
- Working Paper Series

### PUBLICACIONES RELACIONADAS CON LAS FUNCIONES DEL BCE Y OTRAS PUBLICACIONES

- Enhancing monetary analysis
- Financial integration in Europe
- Financial Stability Review
- Statistics Pocket Book
- El Banco Central Europeo: historia, papel y funciones
- The international role of the euro
- La aplicación de la política monetaria en la zona del euro («Documentación General»)
- La política monetaria del BCE
- The payment system

El BCE también publica folletos e información sobre distintos temas, como billetes y monedas en euros, así como actas de seminarios y conferencias.

La lista completa de documentos (en formato pdf) publicados por el BCE y por el Instituto Monetario Europeo, el precursor del BCE de 1994 a 1998, se encuentra en el sitio web del BCE <http://www.ecb.europa.eu/pub/>. Los códigos de idioma indican en qué lengua está disponible cada publicación.

Salvo indicación en contrario, para realizar suscripciones o recibir gratuitamente copia impresa de las publicaciones, siempre que haya existencias, se ruega ponerse en contacto con [info@ecb.europa.eu](mailto:info@ecb.europa.eu).





## GLOSARIO

En este glosario se ofrece la definición de algunas de las expresiones que se utilizan con frecuencia en el Boletín Mensual. Puede consultarse un glosario más completo y detallado en la dirección del BCE en Internet ([www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/index.en.html](http://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/index.en.html)).

**Activos de garantía:** Activos pignorados o transferidos de algún modo como garantía de devolución de los préstamos, así como activos vendidos como parte de las cesiones temporales. Los activos de garantía utilizados en las operaciones temporales del Eurosistema deben cumplir determinados criterios de selección.

**Activos exteriores netos de las IFM:** Activos exteriores del sector de las IFM de la zona del euro (como oro, billetes y monedas en moneda extranjera, valores emitidos por no residentes en la zona del euro y préstamos concedidos a no residentes en la zona) menos pasivos exteriores del sector de las IFM de la zona del euro (como depósitos y cesiones temporales de los no residentes en la zona del euro, así como sus participaciones en fondos del mercado monetario y valores distintos de acciones emitidos por las IFM hasta dos años).

**Administraciones Públicas:** Según la definición del SEC 95, este sector comprende las unidades residentes que se dedican principalmente a la producción de bienes y servicios no de mercado que se destinan al consumo individual o colectivo y/o que efectúan operaciones de redistribución de la renta y de la riqueza nacional. Incluye las Administraciones central, regional y local, así como las Administraciones de Seguridad Social, quedando excluidas las entidades de titularidad pública que lleven a cabo operaciones comerciales, como las empresas públicas.

**Ajuste entre déficit y deuda (Administraciones Públicas):** La diferencia entre el déficit público y las variaciones en la deuda de las Administraciones Públicas.

**Apoyo reforzado al crédito:** Medidas no convencionales adoptadas por el BCE/Eurosistema durante la crisis financiera para sostener las condiciones de financiación y los flujos de crédito en mayor medida de lo que podría lograrse solamente con la reducción de los tipos de interés oficiales del BCE.

**Balance consolidado del sector de las IFM:** Obtenido mediante la exclusión de las posiciones cruzadas entre las IFM que figuran en su balance agregado (como, por ejemplo, los préstamos recíprocos entre IFM). Ofrece información estadística sobre los activos y pasivos del sector de las IFM frente a residentes en la zona del euro que no pertenecen a este sector (es decir, las Administraciones Públicas y otros residentes) y frente a los no residentes. El balance consolidado constituye la principal fuente de información estadística para el cálculo de los agregados monetarios y es la base del análisis periódico de las contrapartidas de M3.

**Balanza de pagos:** Información estadística que resume las transacciones económicas de una economía con el resto del mundo en un período determinado.

**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.