



BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

01 | 2011

02 | 2011

03 | 2011

04 | 2011

05 | 2011

06 | 2011

07 | 2011

08 | 2011

09 | 2011

10 | 2011

11 | 2011

12 | 2011

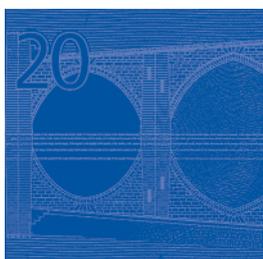
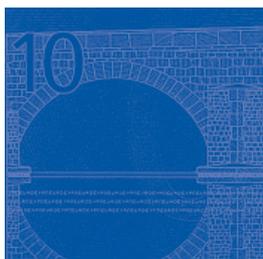
BOLETÍN MENSUAL AGOSTO





BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA



BOLETÍN MENSUAL AGOSTO 2011

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

Traducción provisional realizada por el Banco de España. La publicación impresa definitiva del Boletín Mensual del BCE en español puede diferenciarse ligeramente de esta versión, al incluir modificaciones (por ejemplo, tipográficas y ortográficas) que, en cualquier caso, no afectarán al contenido del documento.

© Banco Central Europeo, 2011

© De la traducción: Banco de España,
Madrid, 2011

Dirección

Kaiserstrasse 29
60311 Fráncfort del Meno, Alemania

Apartado de Correos

Postfach 16 03 19
60066 Fráncfort del Meno, Alemania

Teléfono

+49 69 13440

Internet

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

Fax

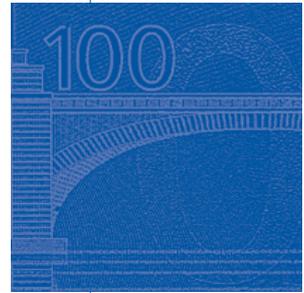
+49 69 13446000

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

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

La recepción de información estadística para elaborar este Boletín se ha cerrado el 3 de agosto de 2011.

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



ÍNDICE

EDITORIAL	5
EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA	
Entorno exterior de la zona del euro	11
Evolución monetaria y financiera	19
Precios y costes	48
Producto, demanda y mercado de trabajo	58
Recuadros	
1 Comunicado del presidente del BCE del 7 de agosto de 2011	8
2 Resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de julio de 2011	24
3 Cuentas integradas de la zona del euro del primer trimestre de 2011	42
4 Resultados de la encuesta del BCE a expertos en previsión económica correspondientes al tercer trimestre de 2011	53
5 La actual recuperación desde una perspectiva histórica	59
ARTÍCULOS	
El mantenimiento de la adecuación de uso de las estadísticas monetarias y financieras del BCE	71
ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO	SI
ANEXOS	
Cronología de medidas de política monetaria del Eurosistema	I
Publicaciones del Banco Central Europeo	V
Glosario	VII

ABREVIATURAS

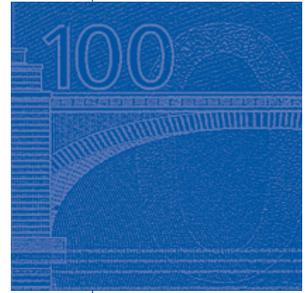
PAÍSES

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

OTRAS

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

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



EDITORIAL

En su reunión celebrada el 4 de agosto de 2011, el Consejo de Gobierno del BCE decidió, sobre la base de su análisis económico y monetario periódico, mantener sin variación los tipos de interés oficiales del BCE, tras la subida de 25 puntos básicos del 7 de julio de 2011. La información disponible a partir de esa fecha corrobora la valoración de que era necesario un ajuste de la orientación acomodaticia de la política monetaria, en vista de los riesgos alcistas para la estabilidad de precios. Si bien el análisis monetario indica que el ritmo subyacente de la expansión monetaria sigue siendo moderado, la liquidez monetaria continúa siendo amplia y puede facilitar la acomodación de las presiones sobre los precios. Según lo esperado, los datos económicos recientes indican una desaceleración del ritmo de crecimiento de la economía en los últimos meses, tras la fuerte tasa de crecimiento registrada en el primer trimestre. En el período que sigue, se espera que tenga lugar una expansión moderada. No obstante, la incertidumbre es particularmente elevada. Para la política monetaria resulta esencial que la evolución reciente de los precios no dé lugar a presiones inflacionistas generalizadas. Las expectativas de inflación para la zona del euro deben seguir firmemente ancladas en línea con el objetivo del Consejo de Gobierno de mantener las tasas de inflación en un nivel inferior, aunque próximo, al 2% a medio plazo. Dicho anclaje constituye un requisito indispensable para que la política monetaria pueda seguir contribuyendo al crecimiento económico y a la creación de empleo en la zona del euro. Al mismo tiempo, los tipos de interés a corto plazo siguen siendo bajos y las condiciones de financiación son favorables. En consecuencia, la orientación de la política monetaria sigue siendo acomodaticia. El Consejo de Gobierno continuará realizando un seguimiento muy atento de todos los factores que pudieran representar riesgos al alza para la estabilidad de precios.

Habida cuenta de las nuevas tensiones en algunos mercados financieros de la zona del euro, en su reunión del 4 de agosto, el Consejo de Gobierno decidió también llevar cabo una operación de financiación a plazo más largo (OFPML) complementaria con vencimiento de aproximadamente seis meses. La operación se realizará mediante un

procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena. El tipo de interés de esta operación estará fijado en la media de los tipos de las operaciones principales de financiación (OPF) a lo largo de la OFPML complementaria. La operación se anunciará el 9 de agosto de 2011, se adjudicará el 10 de agosto de 2011, se liquidará el 11 de agosto de 2011 y vencerá el 1 de marzo de 2012.

Asimismo, el Consejo de Gobierno ha decidido seguir realizando sus OPF mediante procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena, mientras sea necesario y al menos hasta que finalice el último período de mantenimiento de 2011, el 17 de enero de 2012. Este procedimiento de subasta seguirá utilizándose también en las operaciones de financiación especiales con plazo de un período de mantenimiento del Euro-sistema, que continuarán efectuándose mientras sea necesario y al menos hasta que finalice el cuarto trimestre de 2011. El tipo fijo de estas operaciones de financiación especiales será el mismo que el aplicado a las OPF en ese período. Además, el Consejo de Gobierno ha decidido llevar cabo las OFPML a tres meses que se adjudicarán el 26 de octubre, el 30 de noviembre y el 21 de diciembre de 2011 mediante procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena. Los tipos de estas operaciones a tres meses estarán fijados en la media de los tipos de las OPF a lo largo de las respectivas OFPML.

Como se ha mencionado en anteriores ocasiones, la provisión de liquidez y las modalidades de adjudicación para las operaciones de financiación se ajustarán cuando resulte apropiado, teniendo en cuenta que todas las medidas no convencionales adoptadas durante el período de agudas tensiones en los mercados financieros son, por su propio diseño, de naturaleza temporal.

Comenzando con el análisis económico, el PIB real de la zona del euro registró un fuerte incremento intertrimestral del 0,8% en el primer trimestre de 2011. Los datos y los resultados de las encuestas referidos al segundo trimestre indican que ha continuado el crecimiento del PIB real, aunque, como se esperaba, a un ritmo más lento. Esta moderación

refleja también el hecho de que el fuerte crecimiento del primer trimestre se debió en parte a factores especiales. Se mantiene el impulso positivo subyacente del crecimiento económico de la zona del euro y se espera que en los próximos meses siga expandiéndose a ritmo moderado. Las exportaciones de la zona del euro deberían seguir apoyándose en la actual expansión de la economía mundial. Por otra parte, el nivel actual de la confianza de consumidores y empresas de la zona del euro supone un soporte para la demanda interna del sector privado. Sin embargo, el dinamismo del crecimiento está actualmente debilitado por diversos factores que contribuyen a la incertidumbre, y se espera que la actividad quede en alguna medida atenuada por el proceso de ajuste de los balances que se está produciendo en diversos sectores y regiones.

De acuerdo con la valoración realizada por el Consejo de Gobierno, los riesgos para estas perspectivas económicas para la zona del euro siguen estando, en general, equilibrados, en un contexto de incertidumbre particularmente elevada. Por una parte, la confianza empresarial y la de los consumidores, junto con las mejoras de las condiciones en los mercados de trabajo, podrían seguir sustentando la actividad económica interna de la zona del euro. Por otra parte, los riesgos a la baja pueden haberse intensificado. Estos riesgos están relacionados con las tensiones existentes en algunos segmentos de los mercados financieros de la zona del euro y con la evolución a nivel mundial, así como con la posibilidad de contagio de estas presiones a la economía real de la zona del euro. Los riesgos a la baja también están asociados con incrementos adicionales de los precios de la energía, con las presiones proteccionistas y con la posibilidad de una corrección desordenada de los desequilibrios mundiales.

En lo que concierne a la evolución de los precios, la tasa de inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se situó en julio de 2011 en el 2,5 %, frente al 2,7 % registrado en junio. Las tasas relativamente elevadas de inflación registradas en los últimos meses reflejan en gran medida el incremento de los precios de la energía y de otras materias primas. En los próximos meses, es probable que las tasas de inflación se mantengan claramente

por encima del 2 %. La presión al alza sobre la inflación, procedente fundamentalmente de los precios de la energía y de otras materias primas, también puede apreciarse aún en las primeras etapas del proceso de producción. Sigue siendo de suma importancia que el alza de la inflación medida por el IAPC no genere efectos de segunda vuelta en el proceso de fijación de precios y salarios ni dé lugar a presiones inflacionistas generalizadas. Las expectativas de inflación deben seguir firmemente ancladas en línea con el objetivo del Consejo de Gobierno de mantener las tasas de inflación en un nivel inferior, aunque próximo, al 2 % a medio plazo.

Los riesgos para las perspectivas a medio plazo de los precios siguen siendo al alza y están relacionados, en particular, con incrementos de los precios de la energía mayores de lo esperado. Además, los impuestos indirectos y los precios administrados podrían registrar aumentos superiores a lo previsto actualmente, debido a la necesidad de sanear las finanzas públicas en los próximos años. Por último, los riesgos al alza pueden provenir de unas presiones internas de precios en la zona del euro mayores de lo que se espera.

Por lo que respecta al análisis monetario, la tasa de crecimiento interanual de M3 descendió hasta el 2,1 % en junio de 2011, desde el 2,5 % registrado en mayo. Haciendo abstracción de la volatilidad intermensual observada recientemente, el crecimiento de M3 se ha estabilizado en gran medida durante los últimos meses, tras el incremento mostrado hasta el primer trimestre de 2011. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado descendió hasta el 2,5 % en junio, desde el 2,7 % de mayo. En conjunto, el ritmo de expansión monetaria subyacente sigue siendo moderado. Al mismo tiempo, la liquidez monetaria acumulada con anterioridad al período de tensiones en los mercados financieros sigue siendo abundante y puede facilitar la acomodación de las presiones sobre los precios en la zona del euro.

Atendiendo a los componentes de M3, la tasa de crecimiento interanual de M1 se mantuvo sin variación en el 1,2 %, mientras que en el caso de otros depósitos a corto plazo descendió hasta el

3,7%. Los diferenciales de crecimiento siguen reflejando en parte el aumento gradual de la remuneración de los depósitos a corto plazo y de los depósitos de ahorro en los últimos meses. Al mismo tiempo, la pendiente relativamente marcada que sigue mostrando la curva de rendimientos implica un efecto de amortiguación en el crecimiento general de M3, puesto que reduce el atractivo de los activos monetarios en comparación con instrumentos a más largo plazo que están mejor remunerados y no incluidos en M3. Sin embargo, este impacto podría estar remitiendo. Por lo que se refiere a las contrapartidas, el crecimiento interanual de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras ha seguido aumentando, desde el 0,9% registrado en mayo hasta el 1,5% en junio, mientras que el crecimiento interanual de los préstamos concedidos a hogares se ha movido en torno a tasas algo superiores al 3% durante los últimos meses.

El tamaño total de los balances de las instituciones financieras monetarias ha permanecido prácticamente sin variación en los últimos meses. En tanto sea preciso disponer de la capacidad adecuada para aumentar la provisión de crédito al sector privado, es imprescindible que las entidades de crédito no distribuyan beneficios, que recurran al mercado para reforzar sus bases de capital y que aprovechen plenamente las medidas gubernamentales adoptadas para favorecer la recapitalización. En particular, las entidades que actualmente tienen un acceso limitado a la financiación en los mercados necesitan con urgencia ampliar su capital y mejorar su eficiencia. A este respecto, el Consejo de Gobierno del BCE acoge con satisfacción las pruebas de estrés realizadas en los países de la UE, que fueron preparadas por la Autoridad Bancaria Europea y los supervisores nacionales, en estrecha cooperación con el BCE. El Consejo de Gobierno también valora positivamente el compromiso adquirido por las autoridades nacionales de proporcionar mecanismos de respaldo a las entidades de crédito en aquellos casos en los que los recursos del sector privado resulten insuficientes.

En síntesis, el Consejo de Gobierno del BCE decidió, sobre la base de su análisis económico y mo-

netario periódico, mantener sin variación los tipos de interés oficiales del BCE, tras la subida de 25 puntos básicos del 7 de julio de 2011. La información disponible a partir de esa fecha corrobora la valoración de que era necesario un ajuste de la orientación acomodaticia de la política monetaria, en vista de los riesgos alcistas para la estabilidad de precios. Al realizar el contraste con las señales procedentes del análisis monetario se observa que, si bien el ritmo subyacente de la expansión monetaria sigue siendo moderado, la liquidez monetaria continúa siendo amplia y puede facilitar la acomodación de las presiones sobre los precios. Según lo esperado, los datos económicos recientes indican una desaceleración del ritmo de crecimiento de la economía en los últimos meses, tras la fuerte tasa de crecimiento registrada en el primer trimestre. En el período que sigue, se espera que tenga lugar una expansión moderada. No obstante, la incertidumbre es particularmente elevada. Para la política monetaria resulta esencial que la evolución reciente de los precios no dé lugar a presiones inflacionistas generalizadas. Las expectativas de inflación para la zona del euro deben seguir firmemente ancladas en línea con el objetivo del Consejo de Gobierno de mantener las tasas de inflación en un nivel inferior, aunque próximo, al 2% a medio plazo. Dicho anclaje constituye un requisito indispensable para que la política monetaria pueda seguir contribuyendo al crecimiento económico y a la creación de empleo en la zona del euro. Al mismo tiempo, los tipos de interés a corto plazo siguen siendo bajos y las condiciones de financiación son favorables. En consecuencia, la orientación de la política monetaria sigue siendo acomodaticia. El Consejo de Gobierno continuará realizando un seguimiento muy atento de todos los factores que pudieran representar riesgos al alza para la estabilidad de precios.

En lo que se refiere a las políticas fiscales, el Consejo de Gobierno subraya la necesidad de la aplicación estricta y puntual de los programas de ajuste del FMI y la UE en Grecia, Irlanda y Portugal. Asimismo, destaca la importancia del compromiso reafirmado de todos los jefes de Estado y de Gobierno de la zona del euro con el cumplimiento estricto de los objetivos fiscales acorda-

dos. En algunos países, esto requiere el anuncio y la aplicación de nuevas medidas de ajuste fiscal con más antelación. Aquellos países que muestran una evolución económica y presupuestaria mejor de lo previsto deben aprovechar al máximo este margen de maniobra para lograr una reducción más rápida del déficit y de la deuda. El objetivo común debería ser que las ratios de deuda pública y las finanzas públicas retomen una senda sostenible tan pronto como sea posible. Como han aseverado los jefes de Estado y de Gobierno de la zona del euro, la determinación absoluta de todos los países de la zona del euro de cumplir plenamente sus respectivos compromisos en relación con su deuda soberana es un elemento decisivo para garantizar la estabilidad financiera de la zona del euro en su conjunto.

El Consejo de Gobierno también acoge con satisfacción el compromiso renovado de todos los Esta-

dos miembros respecto a mejorar la competitividad y resolver los desequilibrios macroeconómicos. Para reforzar la flexibilidad de sus economías y su potencial de crecimiento a largo plazo, resulta esencial que en los países de la zona del euro se apliquen reformas estructurales sustanciales y ambiciosas. La eliminación de las rigideces de los mercados laborales y la aplicación de medidas que mejoren la flexibilidad salarial, particularmente la eliminación de la indiciación automática de los salarios, revisten una importancia fundamental.

La presente edición del Boletín Mensual contiene un artículo en el que se describen las mejoras principales que contribuyen a mantener la adecuación de uso de las estadísticas monetarias y financieras del BCE.

El comunicado del presidente del BCE del 7 de agosto de 2011 se reproduce en el siguiente recuadro.

Recuadro I

COMUNICADO DEL PRESIDENTE DEL BCE, 7 DE AGOSTO DE 2011

1. El Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo (BCE) acoge con satisfacción los anuncios de los Gobiernos de Italia y España en relación con la introducción de nuevas medidas y reformas en las áreas de política fiscal y de políticas estructurales. El Consejo de Gobierno considera que una aplicación enérgica y rápida de estas medidas y reformas por parte de los dos Gobiernos es esencial para lograr una mejora sustancial de la competitividad y de la flexibilidad de sus economías, así como para reducir con rapidez los déficits públicos.
2. El Consejo de Gobierno subraya la importancia del compromiso de todos los Jefes de Estado o de Gobierno de adherirse estrictamente a los objetivos fiscales acordados, como se reafirmó en la cumbre de la zona del euro celebrada el 21 de julio de 2011. Asimismo, un elemento clave es la mejora del potencial de crecimiento de la economía.
3. El Consejo de Gobierno considera fundamental una rápida aplicación de todas las decisiones adoptadas en la cumbre de la zona del euro. En este contexto, el Consejo de Gobierno expresa su satisfacción por el comunicado conjunto emitido hoy por Alemania y Francia.
4. El Consejo de Gobierno concede una importancia decisiva a la declaración de los Jefes de Estado o de Gobierno de la zona del euro en lo que respecta a su firme determinación de cumplir íntegramente sus respectivos compromisos en relación con su deuda soberana como un elemento clave para asegurar la estabilidad financiera de la zona del euro en su conjunto.

5. De igual modo, considera fundamental que los Gobiernos estén preparados para activar la Facilidad Europea de Estabilización Financiera (EFSF, en sus siglas en inglés) en el mercado secundario, sobre la base de un análisis del BCE, reconociendo las excepcionales circunstancias de los mercados financieros y la existencia de riesgos para la estabilidad financiera, una vez esté operativo este mecanismo.

6. Sobre la base de las valoraciones anteriores, el BCE aplicará activamente su Programa para los mercados de valores. Este programa se ha diseñado para ayudar a restablecer una transmisión mejor de las decisiones de política monetaria, teniendo en cuenta la existencia de segmentos de mercado disfuncionales, y, por consiguiente, asegurar la estabilidad financiera de la zona del euro.

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

La actividad económica mundial ha perdido impulso en los últimos meses, como lo demuestra la caída de los índices de clima económico. Factores transitorios, como las distorsiones de las cadenas de producción tras el gran terremoto que asoló la región oriental de Japón, así como los elevados precios de las materias primas, parecen haber contribuido a la moderación de la actividad a escala mundial. Además, la necesidad de sanear los balances en muchas economías avanzadas continúa siendo un lastre para las perspectivas de crecimiento a medio plazo en comparación con las anteriores recuperaciones que siguieron a una recesión. Esta situación contrasta con el sólido crecimiento sostenido en la mayoría de las economías emergentes. La inflación general se ha estabilizado en las economías avanzadas, mientras que, en las economías emergentes, se han intensificado las presiones inflacionistas.

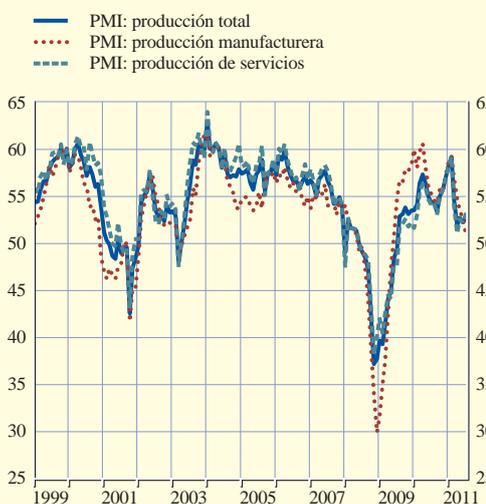
I.1 EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

La actividad económica mundial ha perdido impulso en los últimos meses, como lo demuestra la caída de los índices de clima económico. Aunque el índice PMI global de producción de manufacturas y servicios aumentó ligeramente en julio hasta 52,6, desde 52,3 en el mes anterior, todavía se sitúa muy por debajo del máximo de 57,3 registrado en el primer trimestre de este año. Por sectores, el índice PMI global de producción manufacturera se redujo a 51,0 en julio, desde el nivel de 52,6 observado en junio, mientras que en el sector servicios aumentó hasta 53,1, desde 52,2 en junio (véase gráfico 1). En conjunto, los niveles actuales del índice PMI global se mantienen por encima del umbral teórico de 50 que separa la expansión de la contracción, lo que sugiere que la economía mundial continúa su expansión, aunque a un ritmo más bien moderado, especialmente en el sector manufacturero. En consonancia con esta evolución de la actividad mundial, los datos más recientes sobre el comercio internacional y el índice PMI de nuevos pedidos de exportación también apuntan a una desaceleración del crecimiento del comercio mundial. En cifras trimestrales, el crecimiento del comercio mundial de bienes (excluida la zona del euro) se moderó hasta situarse por debajo del 1 % en mayo, desde el 3 % registrado en el primer trimestre del año.

Algunos factores transitorios han contribuido a la reciente moderación de la actividad económica mundial. El gran terremoto que asoló la región oriental de Japón tuvo un notable impacto adverso sobre la economía japonesa y las cadenas de producción mundiales. Sin embargo, más recientemente, la economía japonesa ha dado señales de recuperación, y las distorsiones que afectaron a las cadenas de producción se han ido reduciendo. Así pues, un factor que ha limitado el crecimiento económico mundial está desapareciendo gradualmente, como puede observarse en la reducción de los plazos de entrega de los proveedores con respecto a los máximos alcanzados en abril. Además, el descenso de los precios de los alimentos y los combustibles en comparación con los máximos anteriores también podría haber aliviado, en cierta medida, la erosión de las rentas reales registrada previamente durante el año. Al mismo tiempo, los datos recientes sobre flujos, especialmente en Estados

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)

— Precios de consumo OCDE (todos los componentes)
 Precios de consumo OCDE (todos los componentes, excl. energía y alimentos)



Fuente: OCDE.

Unidos, han sido decepcionantes, lo que ha planteado la posibilidad de que el debilitamiento registrado en el segundo trimestre pueda haberse contagiado, en parte, al tercer trimestre.

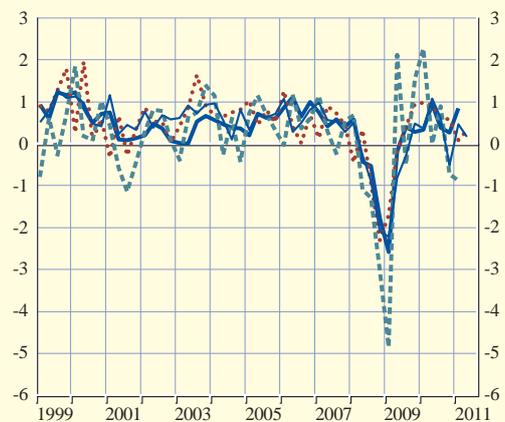
A medio plazo, circunstancias desfavorables de carácter estructural, relacionadas principalmente con la necesidad de sanear los balances del sector privado y del sector público, así como la persistente debilidad de los mercados de trabajo y de la vivienda de algunas de las principales economías avanzadas, siguen empañando las perspectivas de crecimiento mundial. Por el contrario, la mayoría de las economías emergentes siguen registrando un sólido crecimiento, como lo demuestran, por ejemplo, los favorables datos sobre la actividad económica en China durante el segundo trimestre del año, que han disipado algunas inquietudes respecto a la desaceleración del crecimiento mundial, al tiempo que han suscitado otras en relación con los riesgos de recalentamiento.

De hecho, aunque la inflación interanual se estabilizó en las economías avanzadas, las presiones inflacionistas siguen siendo más intensas en las economías emergentes, como lo demuestra el aumento sostenido de las tasas de inflación en junio, hasta el 6,4 % en China y el 6,7 % en Brasil. Esta situación refleja un aumento de las restricciones de la capacidad productiva en varias economías emergentes, así como el mayor peso específico de los precios de las materias primas en las cestas de consumo de

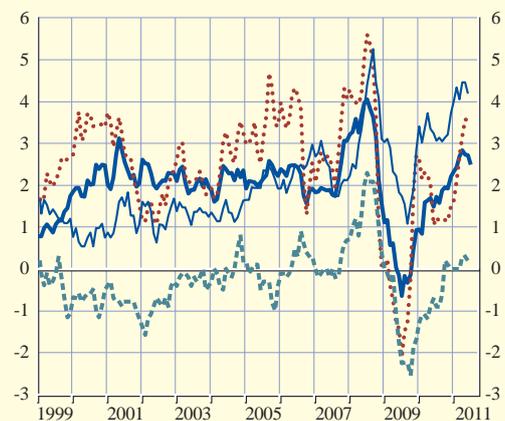
Gráfico 3 Evolución del producto y de la inflación en las principales economías industrializadas

— Zona del euro - - - - - Japón
 Estados Unidos — Reino Unido

Crecimiento del producto¹⁾
 (tasas de variación intertrimestral; datos trimestrales)



Tasas de inflación²⁾
 (precios de consumo; tasas de variación interanual; datos mensuales)



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.

estas economías. Por el contrario, en los países de la OCDE, la inflación interanual se redujo ligeramente, hasta el 3,1 %, en junio de 2011, desde el 3,2 % registrado el mes anterior (véase gráfico 2). La inflación, excluidos la energía y los alimentos, se mantuvo estable, en el 1,7 %, en los países de la OCDE en junio. La evolución más reciente del índice PMI global de precios de los bienes intermedios también sugiere una cierta moderación adicional de la tasa de inflación de estos precios, lo que refleja un menor dinamismo de la actividad económica mundial y una corrección de los precios de algunas materias primas.

ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos, la economía prosiguió su recuperación en el primer semestre de 2011, aunque a un ritmo más lento que a lo largo de 2010. Según la estimación de avance publicada por la oficina de análisis económico (Bureau of Economic Analysis), el PIB real de Estados Unidos creció a una tasa interanual del 1,3 % en el segundo trimestre de 2011 (es decir, un 0,3 % en tasa intertrimestral), frente a una tasa anualizada del 0,4 % en el primer trimestre del año, que se revisó significativamente a la baja con respecto a estimaciones anteriores, que cifraban el crecimiento en el 1,9 %. La débil evolución económica en el segundo trimestre refleja una desaceleración del gasto en consumo personal, en la medida en que los precios más elevados de la energía afectaron a la renta disponible, mientras que las compras de bienes de consumo duradero, especialmente los automóviles, se redujeron, en parte, como resultado de las distorsiones en la oferta provocadas por el gran terremoto que asoló la región oriental de Japón. Por el contrario, el crecimiento de la inversión privada en capital fijo experimentó una recuperación como consecuencia de un repunte de la actividad en la construcción, que se había reducido anteriormente en 2011, debido, en parte, a las severas condiciones climatológicas de los meses de invierno. La demanda exterior neta respaldó el crecimiento del PIB real. El gasto público, en particular el de las Administraciones estatales y locales, restó dinamismo al crecimiento. De cara al futuro, el impacto decreciente de algunos factores transitorios que afectaron al crecimiento en el primer semestre de 2011 podría favorecer la recuperación en el segundo semestre del año. Al mismo tiempo, la débil evolución de los mercados de trabajo y de la vivienda, la caída de la confianza y el aumento de la incertidumbre respecto a las perspectivas fiscales de Estados Unidos podrían tener un impacto más duradero, haciendo que la moderación del ritmo de crecimiento se extendiera al segundo semestre del año.

Por lo que respecta a la evolución de los precios, la inflación interanual, medida por el IPC, se mantuvo en el 3,6 % en junio, sin variación con respecto a mayo. El aumento de la inflación general desde el comienzo del año sigue reflejando la fuerte subida interanual de los precios de la energía, del 20,1 %. Excluida la energía, la inflación interanual ascendió hasta el 2 % en junio, desde el 1,8 % de mayo. La presión al alza de los precios de la energía sobre la inflación general medida por el IPC se ha atenuado un poco recientemente, dado que dichos precios descendieron tanto en mayo como en junio en relación con el mes anterior. Al mismo tiempo, el incremento actual de la inflación subyacente sugiere que la transmisión de los costes continuará impulsando al alza los precios a medida que avance la recuperación económica.

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

En el ámbito fiscal, el acuerdo alcanzado a principios de agosto se basa en un enfoque de dos etapas. La primera parte incluye recortes del gasto público por importe de 0,9 billones de dólares estadounidenses durante los próximos diez años, que se distribuirán entre defensa y otras partidas. La segunda parte del acuerdo contempla la formación de una comisión bipartidista del Congreso que se encargará de recomendar medidas para reducir el déficit en otros 1,5 billones de dólares, mediante reducciones del gasto e incrementos de los impuestos, también en este caso aplicados durante un horizonte de diez años. La comisión presentará sus recomendaciones antes de final de año, y, si estas no fuesen aprobadas, se adoptarían automáticamente reducciones del gasto en partidas clave (incluidas la educación, la defensa y el programa de asistencia «Medicare»). El acuerdo en materia fiscal permitirá elevar el techo de deuda hasta un máximo de 2,4 billones de dólares en tres etapas: un incremento inmediato de 0,4 billones, un incremento de otros 0,5 millones más adelante durante este año, y un incremento final de 1,5 billones después de que la comisión presente sus recomendaciones.

JAPÓN

La economía japonesa ha seguido dando señales de recuperación, habiéndose observado una moderación de las restricciones de oferta provocadas por el gran terremoto que asoló la región oriental del país. La producción industrial aumentó un 3,9 % en junio, tras registrar un crecimiento del 6,2 % en el mes anterior, lo que significa que, hasta ahora, se ha recuperado casi en un 66 % de las pérdidas ocasionadas por el terremoto. La recuperación de la producción manufacturera también ha dado lugar a un repunte de las exportaciones, aunque con cierto desfase. Las exportaciones reales de bienes crecieron un 8,6 % en junio, tras aumentar un 4,6 % en el mes anterior. Al mismo tiempo, el consumo continuó fortaleciéndose en junio, como lo demuestra el incremento de las ventas del comercio al por menor y del gasto de los hogares. El clima empresarial y la confianza de los consumidores también siguieron mejorando, aunque partiendo de niveles relativamente bajos.

La tasa interanual de inflación general medida por el IPC se redujo ligeramente en junio, hasta el 0,2 % (desde el 0,3 % de mayo). La inflación interanual medida por el IPC (excluidos los alimentos frescos) también descendió hasta el 0,4 % en junio (en comparación con el 0,6 % registrado en el mes anterior), mientras que la inflación subyacente medida por el IPC (excluidos la energía y los alimentos frescos) se mantuvo en el 0,1 % en tasa interanual. En la reunión celebrada el 12 de julio de 2011, el Banco de Japón decidió mantener sin variación, entre el 0,0 % y el 0,1 %, el objetivo fijado para los tipos de interés de los préstamos a un día sin garantía.

REINO UNIDO

En el Reino Unido, según las estimaciones provisionales de la oficina nacional de estadística (Office for National Statistics), el crecimiento del PIB se redujo, en tasa intertrimestral, hasta el 0,2 % en el segundo trimestre, desde el 0,5 % registrado en el trimestre anterior. La tasa de crecimiento se vio arrastrada a la baja por factores extraordinarios, como la celebración de un día festivo adicional. De cara al futuro, los indicadores mensuales procedentes de las encuestas sugieren que el repunte del crecimiento probablemente seguirá siendo moderado a corto plazo, aunque los estímulos monetarios deberían respaldar la actividad económica. A más largo plazo, todavía se prevé que el crecimiento de la demanda interna seguirá estando limitado por las restrictivas condiciones de concesión de crédito, el ajuste de los balances de los hogares y las sustanciales restricciones presupuestarias.

La inflación interanual medida por el IPC ha sido elevada en los últimos meses. No obstante, experimentó una ralentización, pasando del 4,5 % de mayo de 2011 hasta el 4,2 % en junio. Se produjo una desaceleración generalizada de la inflación en los servicios y en los bienes no energéticos, y la inflación subyacente (inflación medida por el IPC, excluidos la energía y los alimentos no elaborados) se redujo

hasta el 3,5 % en junio, desde el 3,9 % del mes anterior. De cara al futuro, la gradual desaparición de determinados factores transitorios (alza de precios de las materias primas, efectos retardados de la depreciación de la libra esterlina y aumento del tipo impositivo del IVA en enero de 2011), así como la existencia de capacidad productiva sin utilizar, contribuirán a atenuar las presiones inflacionistas. En los últimos trimestres, el Comité de Política Monetaria del Bank of England ha mantenido en el 0,5 % el tipo de interés oficial al que se remuneran las reservas de las entidades de crédito. El Comité también ha seguido votando a favor de mantener el volumen de compras de activos financiadas mediante la emisión de reservas del banco central en 200 mm de libras esterlinas.

CHINA

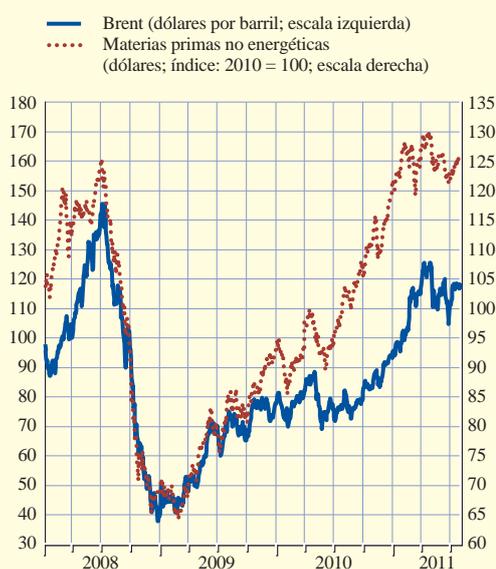
En China, la economía siguió creciendo a un ritmo vigoroso, a pesar de la aplicación de una política monetaria más restrictiva. En el segundo trimestre de 2011, el PIB real creció a una tasa interanual del 9,5 %, ligeramente inferior al 9,7 % registrado en el primer trimestre. La inversión ha seguido siendo la principal fuente de crecimiento, mientras que la contribución del consumo se ha reducido en cierta medida en comparación con el trimestre anterior. El superávit comercial se elevó hasta 22,3 mm de dólares estadounidenses en junio, desde 13,1 mm de dólares estadounidenses en mayo, principalmente como resultado de un menor crecimiento de las importaciones. La inflación interanual, medida por el IPC, aumentó hasta el 6,4 % en junio, desde el 5,5 % registrado en mayo. El aumento de la inflación, medida por el IPC, tuvo su origen, principalmente, en efectos de base y en una subida de los precios de los alimentos (especialmente la carne de porcino), mientras que la inflación medida por el IPC, excluidos los alimentos, se redujo ligeramente. El crecimiento de los préstamos bancarios siguió disminuyendo en junio, y el crecimiento de la oferta monetaria total se sitúa actualmente en un nivel próximo al objetivo fijado por las autoridades. El Banco Central de la República Popular China siguió endureciendo la política monetaria, elevando los principales tipos de interés oficiales por quinta vez desde octubre del año pasado. Con efectos a partir del 7 de julio, los tipos de referencia a un año de los préstamos y de los depósitos se incrementaron en 25 puntos básicos, hasta el 6,56 % y el 3,50 %, respectivamente.

1.2 MERCADOS DE MATERIAS PRIMAS

Los precios del petróleo aumentaron en julio. El precio del barril de Brent se situaba el 3 de agosto en 116,4 dólares estadounidenses, un 24,9 % por encima del nivel de comienzos de año y un 3,8 % por encima del observado a principios de julio (véase gráfico 4). De cara al futuro, los participantes en los mercados prevén precios más bajos en el medio plazo; los futuros con entrega en diciembre de 2012 se negocian actualmente en torno a 111,8 dólares estadounidenses el barril.

La subida de los precios se produjo en un contexto de persistente fortaleza de la demanda. La Agencia Internacional de la Energía (AIE) ha publicado sus primeras proyecciones de demanda para 2012, que muestran un sólido aumento de la demanda

Gráfico 4 Evolución de los precios de las materias primas



Fuentes: Bloomberg y HWWI.

mundial. Por el lado de la oferta, los datos de junio indican un fuerte incremento de la producción de Arabia Saudita. No obstante, la decisión de la AIE de suspender la liberación de reservas estratégicas iniciada en junio podría haber intensificado la presión alcista sobre los precios.

Los precios de las materias primas no energéticas aumentaron moderadamente durante el mes de julio. Los precios de los alimentos registraron algún aumento, como resultado de las adversas condiciones meteorológicas. Los precios de los metales también experimentaron un ligero incremento, impulsados, en particular, por los precios del cobre. En cifras agregadas, el índice de precios de las materias primas no energéticas (denominado en dólares estadounidenses) se situaba, hacia finales de julio, un 2,1 % por encima del nivel observado a comienzos de año.

1.3 TIPOS DE CAMBIO

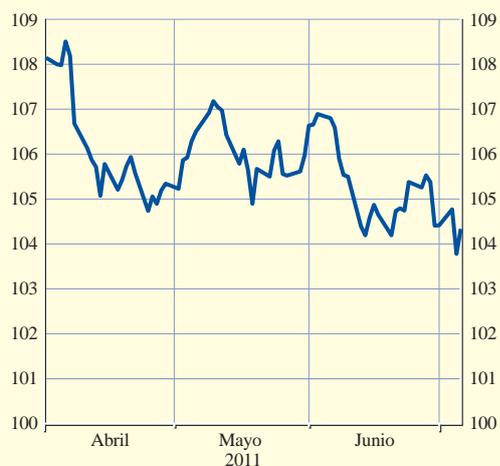
Desde mayo hasta comienzos de agosto, el tipo de cambio efectivo nominal del euro, medido frente a las monedas de 20 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro, mostró cierta volatilidad, pero, en general, registró una depreciación más bien acusada. El 3 de agosto, el tipo de cambio efectivo nominal del euro se situaba un 3,5 % por debajo del nivel observado a finales de abril de 2011, y un 0,4 % por debajo de la media de 2010 (véase gráfico 5).

En términos bilaterales, en los tres últimos meses la depreciación del euro ha sido generalizada. Entre el 29 de abril y el 3 de agosto de 2011, el euro se depreció frente al franco suizo (un 14,3 %), el yen

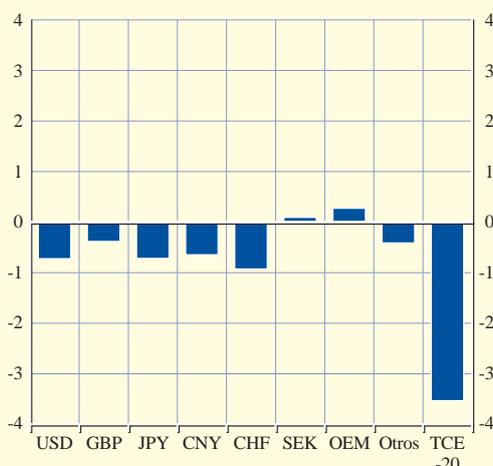
Gráfico 5 Tipo de cambio efectivo del euro (TCE-20) y sus componentes¹⁾

(datos diarios)

Índice: I 1999 = 100



Contribuciones a las variaciones del TCE-20²⁾
Del 29 de abril al 3 de agosto de 2011
(en puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

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

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

Cuadro 1 Evolución del tipo de cambio del euro¹⁾

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

	Ponderación en el TCE-20	Nivel a 3 de agosto de 2011	Apreciación (+)/depreciación (-) del euro a 3 de agosto de 2011			
			desde:		en comparación con: media de 2010	
			29 de abril de 2011	1 de enero de 2010		
Dólar estadounidense	19,4	1,430	-3,8	-0,6	7,9	
Libra esterlina	17,8	0,873	-2,1	-2,1	1,7	
Renminbi chino	13,6	9,201	-4,6	-6,3	2,6	
Yen japonés	8,3	110,2	-8,7	-17,5	-5,2	
Franco suizo	6,4	1,102	-14,3	-25,9	-20,2	
Zloty polaco	4,9	4,028	2,3	-1,8	0,8	
Corona sueca	4,9	9,088	1,9	-10,8	-4,7	
Corona checa	4,1	24,29	0,3	-7,6	-3,9	
Won coreano	3,9	1.515	-4,6	-8,9	-1,1	
Forint húngaro	3,1	272,4	3,0	0,9	-1,1	
TCEN ²⁾		104,3	-3,5	-6,7	-0,4	

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).

japonés (un 8,7%), el renminbi chino (un 4,6%) y el dólar estadounidense (un 3,8%). La moneda única se apreció frente a algunas otras monedas europeas: la corona sueca, el zloty polaco y el forint húngaro (véase cuadro 1). La volatilidad de los mercados, medida a partir de los precios de las opciones sobre tipos de cambio, aumentó significativamente durante el período considerado en el par de monedas EUR/CHF, mientras que, en el caso de los pares EUR/USD y EUR/JPY, la volatilidad experimentó oscilaciones más bien amplias, aunque se mantuvo siempre por encima de las medias de largo plazo.

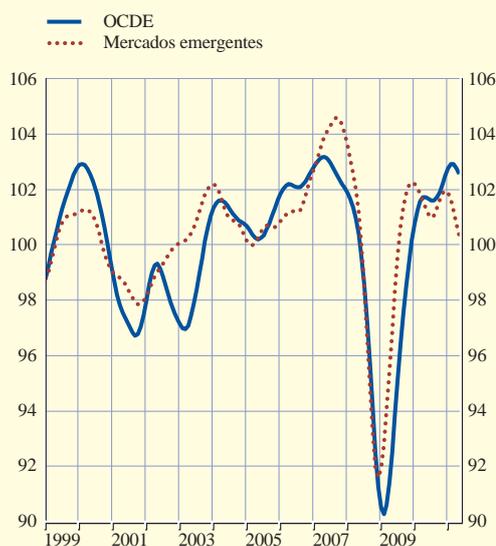
Entre el 29 de abril y el 3 de agosto de 2011, las monedas que participan en el MTC II se mantuvieron, en general, estables frente al euro, cotizando al tipo de cambio correspondiente a las respectivas paridades centrales o en torno a dichas paridades. El lats letón cotizó en niveles próximos a la zona débil de la banda de fluctuación de $\pm 1\%$, establecida unilateralmente.

I.4 PERSPECTIVAS DEL ENTORNO EXTERIOR

De cara al futuro, la gradual desaparición prevista de algunos factores transitorios adversos debería respaldar la actividad económica mundial en el segundo semestre del año. Al mismo tiempo, circunstancias desfavorables de carácter estructural en las principales economías avanzadas siguen limitando el ritmo de la recuperación económica. La necesidad de asegurar trayectorias sostenibles para la situación presupuestaria podría también enturbiar las perspectivas de crecimiento económico, especialmente en esas economías. En mayo, el indicador sintético adelantado de la OCDE —que tiene

Gráfico 6 Indicadores sintéticos adelantados de la OCDE

(datos mensuales; ajustados a la amplitud del ciclo)



Fuente: OCDE.

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

por objeto anticipar los puntos de giro de la actividad económica en relación con la tendencia— ha registrado un moderado descenso, lo que sugiere que las perspectivas de crecimiento industrial a escala mundial, pese al debilitamiento experimentado, siguen siendo resistentes en general (véase gráfico 6). En las economías emergentes, las perspectivas de crecimiento continúan siendo dinámicas, a pesar de los esfuerzos por controlar las presiones de recalentamiento, en un entorno de endurecimiento de las políticas monetarias y fiscales.

Los riesgos para estas perspectivas económicas siguen estando, en general, equilibrados, en un clima de incertidumbre especialmente elevada.

2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

2.1 DINERO Y CRÉDITO DE LAS IFM

Las tasas de crecimiento interanual de M3 y de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado disminuyeron en junio de 2011, manteniéndose en niveles moderados. En la actualidad, las presiones inflacionistas derivadas del crecimiento monetario están contenidas. Al mismo tiempo, la liquidez monetaria acumulada antes del período de tensiones financieras continúa siendo abundante, pese a ciertos ajustes adicionales durante el primer semestre de 2011. La reversión de esta liquidez puede contribuir a acomodar las presiones inflacionistas sobre los precios de los activos y los precios de consumo en la zona del euro.

EL AGREGADO MONETARIO AMPLIO M3

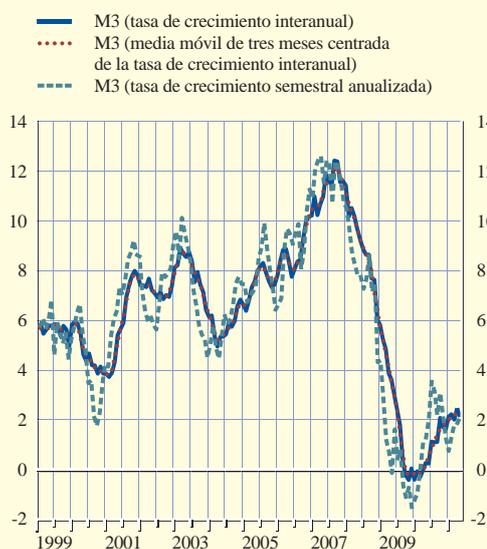
La tasa de crecimiento interanual de M3 se redujo hasta situarse en el 2,1 % en junio, desde el 2,5 % registrado en mayo (véase gráfico 7). Esta evolución refleja un descenso de la tasa de crecimiento intermensual de M3, que se situó en cero en junio, tras el 0,5 % del mes precedente. Las operaciones de las IFM con entidades de contrapartida central (ECC), que en buena parte reflejan operaciones interbancarias de préstamos con garantías realizadas a través de entidades que forman parte del sector tenedor de dinero, no afectaron a la evolución monetaria de un modo tan intenso en junio como en el mes anterior. La valoración general de que el crecimiento monetario se mantiene moderado continúa siendo válida. Al mismo tiempo, la liquidez monetaria acumulada antes del período de tensiones en los mercados financieros continúa siendo abundante, pese a algunos nuevos ajustes, y puede contribuir a acomodar las presiones sobre los precios.

Por lo que respecta a los componentes, la tasa de crecimiento interanual de M1 se mantuvo sin cambios en junio, mientras que la de los otros depósitos a corto plazo (es decir, M2 menos M1) se redujo levemente, viéndose esta última principalmente afectada por las operaciones de los intermediarios financieros no monetarios distintos de las empresas de seguros y fondos de pensiones (OIF). Los instrumentos negociables (es decir, M3 menos M2) registraron sustanciales flujos de salida, como consecuencia de las cancelaciones experimentadas tanto por las cesiones temporales como por las participaciones en fondos del mercado monetario.

En cuanto a las contrapartidas, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado (ajustados del impacto de las ventas de préstamos y de las operaciones de titulación) descendió hasta el 2,7 % en junio, tras el aumento hasta el 3 % registrado el mes anterior. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos a los hogares disminuyó, confirmando la estabilización del crecimiento de los préstamos a este sector observada en los últimos trimestres, mientras aumentaba sensiblemente la de los préstamos otorgados a las sociedades no financieras.

Gráfico 7 Crecimiento de M3

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



Fuente: BCE.

El resto de los principales activos mantenidos por las IFM de la zona del euro (excluido el Eurosistema) sufrió un retroceso en junio, tras haber aumentado durante el mes precedente, como reflejo de la disminución registrada por la mayoría de sus componentes, particularmente por los valores distintos de acciones y, si bien en menor medida, por los préstamos concedidos a las Administraciones Públicas de la zona del euro. Si se considera el período comprendido entre abril y junio en su conjunto, la evolución de los principales activos de las IFM (excluido el Eurosistema) se tornó ligeramente menos negativa que en los tres meses transcurridos hasta mayo.

PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

La tasa de crecimiento interanual del agregado monetario estrecho M1 se mantuvo estable en junio, mientras que la de los otros depósitos a corto plazo se redujo levemente, y la de los instrumentos negociables disminuyó considerablemente, tras haber experimentado un pronunciado incremento en mayo. La disminución del crecimiento interanual de M3 observada en junio obedeció en gran medida a una acusada caída de la contribución de los instrumentos negociables, que principalmente reflejó la evolución de las cesiones temporales. Los depósitos a corto plazo (distintos de los depósitos a la vista) continuaron representando la principal aportación positiva a la tasa de crecimiento interanual de M3 en junio.

La tasa de crecimiento interanual de M1 se situó en el 1,2% en junio, sin cambios con respecto a mayo, pese a un sustancial flujo de entrada registrado en los depósitos a la vista durante ese mes. La contribución de las sociedades no financieras, del sector de otras Administraciones Públicas y de los hogares a este flujo de entrada resultó relativamente equilibrada, mientras que se estancaban los depósitos realizados por los intermediarios financieros no monetarios.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista se redujo ligeramente y se situó en el 3,7% en junio, desde el 3,9% registrado durante el mes anterior. Este descenso se debió básicamente a las considerables retiradas de depósitos a corto plazo (es decir, depósitos a plazo hasta dos años) por parte de los OIF, que se caracterizan por un alto grado de volatilidad. En cuanto al sector privado no financiero, continuaron las reasignaciones de cartera dentro de M3 en favor de activos fuera de M1, alentadas en buena medida por una nueva ampliación del diferencial entre la remuneración de los depósitos a la vista y la de otros depósitos a corto plazo.

La tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables disminuyó considerablemente en junio y se situó en el 0,5%, tras haberse incrementado sustancialmente, hasta el 2,9%, el mes anterior, principalmente como resultado de un flujo de salida registrado en las cesiones temporales. Las cesiones temporales arrojaron flujos mensuales negativos en junio, ya que las operaciones canalizadas a través de ECC se redujeron visiblemente con respecto al mes anterior. El flujo mensual de valores distintos de acciones a corto plazo (es decir, los valores distintos de acciones a un plazo de hasta dos años) aumentó, ya que los fondos del mercado monetario vendieron valores de las IFM al sector tenedor de dinero en un contexto de continuas cancelaciones de participaciones en fondos del mercado monetario.

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, disminuyó hasta situarse en el 2,7% en junio, desde el 3,4% registrado en mayo. Esta evolución obedece en buena medida a la reducción en junio de las tenencias de depósitos de M3 por parte de los OIF. En cambio, para los demás sectores, las entradas mensuales en los depósitos de M3 fueron positivas durante el mes de junio.

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 redujo hasta el 2,6 % en junio, desde el 3,1 % registrado en mayo (véase cuadro 2). Esta evolución fue resultado de una nueva y significativa disminución del crecimiento del crédito concedido a las Administraciones Públicas y de un ligero descenso del crédito otorgado al sector privado.

La reducción del crédito concedido a las Administraciones Públicas obedeció a nuevas contracciones de los préstamos otorgados a este sector. Al mismo tiempo, las IFM continuaron aumentando sus tenencias de valores emitidos por las Administraciones Públicas, si bien la tasa de crecimiento interanual de sus compras se redujo levemente en junio. No obstante, la tasa de crecimiento interanual del crédito concedido a las Administraciones Públicas continúa siendo elevada, reflejando, en gran medida, el impacto de la financiación de anteriores transferencias de activos a estructuras de bancos malos clasificadas como parte del sector público, que seguirá siendo evidente en las tasas de crecimiento interanual hasta septiembre de 2011.

La tasa de crecimiento interanual del crédito otorgado al sector privado de la zona del euro disminuyó hasta el 2,2 % en junio, desde el 2,5 % registrado el mes anterior. Esta evolución reflejó una significativa contracción de los valores distintos de acciones emitidos por el sector privado en junio, aunque sin ser generalizada por países o entidades de crédito, y un moderado descenso de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos al sector privado. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos al sector privado disminuyó ligeramente en junio, hasta el 2,5 %, nivel en torno al que ha estado oscilando desde principios de año. El flujo mensual de préstamos concedidos al sector privado en junio se vio negativamente afectado por una sustancial contracción de los préstamos otorgados a los OIF.

Cuadro 2 Cuadro resumen de variables monetarias

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

	Saldo vivo en porcentaje de M3 ¹⁾	Tasas de crecimiento interanual					
		2010 III	2010 IV	2011 I	2011 II	2011 May	2011 Jun
M1	48,8	7,9	4,9	3,2	1,6	1,2	1,2
Efectivo en circulación	8,4	6,5	5,6	4,9	4,2	4,3	4,1
Depósitos a la vista	40,3	8,1	4,8	2,9	1,1	0,6	0,7
M2 - M1 (= otros depósitos a corto plazo)	39,2	-5,1	-1,1	1,3	3,4	3,9	3,7
Depósitos a plazo hasta dos años	19,1	-16,2	-8,7	2,7	2,3	3,2	3,1
Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses	20,1	8,4	7,2	5,4	4,5	4,6	4,3
M2	88,0	1,8	2,2	2,4	2,4	2,4	2,3
M3 - M2 (= instrumentos negociables)	12,0	-6,5	-3,0	-1,7	0,6	2,9	0,5
M3	100,0	0,7	1,5	1,9	2,2	2,5	2,1
Crédito a residentes en la zona del euro		2,1	3,3	3,7	3,1	3,1	2,6
Crédito a las Administraciones Públicas		7,8	11,8	10,9	6,5	5,7	4,6
Préstamos a las Administraciones Públicas		6,5	15,5	17,8	10,7	9,0	6,7
Crédito al sector privado		0,8	1,5	2,0	2,3	2,5	2,2
Préstamos al sector privado		0,9	1,7	2,4	2,6	2,7	2,5
Préstamos al sector privado ajustados de ventas y titulaciones ²⁾		1,2	2,2	2,8	2,9	3,0	2,7
Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas)		2,6	2,7	2,8	3,4	3,6	4,2

Fuente: BCE.

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

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

Cuadro 3 Préstamos de las IFM al sector privado

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

	Saldo vivo en porcentaje del total ¹⁾	Tasas de crecimiento interanual					
		2010 III	2010 IV	2011 I	2011 II	2011 May	2011 Jun
Sociedades no financieras	42,3	-1,3	-0,4	0,5	1,0	0,9	1,5
<i>Ajustados de préstamos y titulizaciones</i> ²⁾	-	-0,7	0,6	1,5	1,9	1,8	2,3
Hasta un año	24,8	-8,3	-5,0	-1,6	1,2	0,9	4,0
De uno a cinco años	18,3	-3,5	-2,1	-1,9	-2,5	-2,1	-3,7
Más de cinco años	56,9	2,9	2,4	2,3	2,1	1,9	2,1
Hogares ³⁾	47,0	2,8	2,8	3,1	3,4	3,4	3,2
<i>Ajustados de préstamos y titulizaciones</i> ²⁾	-	2,9	3,0	3,1	3,0	3,1	2,9
Crédito al consumo ⁴⁾	12,0	-0,5	-0,7	-0,7	-0,7	-0,5	-1,6
Préstamos para adquisición de vivienda ⁴⁾	72,2	3,4	3,5	4,0	4,4	4,4	4,3
Otras finalidades	15,8	2,9	2,5	2,4	2,0	2,1	2,5
Empresas de seguros y fondos de pensiones	0,8	-1,0	7,7	7,6	3,2	3,0	5,6
Otros intermediarios financieros no monetarios	10,0	2,5	4,7	7,0	6,0	7,3	3,4

Fuente: BCE.

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

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

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

3) Según la definición del SEC 95.

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

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras ajustados de ventas y titulizaciones de préstamos aumentó de nuevo en junio, hasta el 2,3 %, desde el 1,8 % registrado en mayo. Las ventas y titulizaciones de préstamos fueron insignificantes en junio, ya que los préstamos dados de baja en algunos países se compensaron con las transferencias de préstamos previamente dados de baja que volvieron a incluirse en los balances de las IFM de otros países. No obstante, la brecha entre la tasa de crecimiento interanual de los préstamos ajustados de ventas y titulizaciones de préstamos y la de los préstamos retenidos en los balances todavía es significativa. Actualmente, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos retenidos en los balances sigue lastrada por las considerables transferencias de préstamos a bancos malos en el segundo semestre de 2010. En cuanto al detalle por plazos de vencimiento, el aumento observado en junio de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM a las sociedades no financieras obedeció básicamente a fuertes incrementos de los préstamos a corto plazo durante ese mes. En cambio, los préstamos con plazos de uno a cinco años continuaron reduciéndose. Una elevada proporción del flujo mensual de préstamos concedidos a las sociedades no financieras se registró en forma de préstamos renovables. La heterogeneidad evidente en los distintos países en la evolución de los préstamos sigue siendo significativa, en consonancia con la desigual recuperación de la actividad económica, con las diferencias actualmente patentes en las necesidades de financiación externa de los sectores industriales individuales de los diversos países de la zona del euro, así como con los variados niveles de endeudamiento de las sociedades no financieras en los diferentes países.

Las tasas de crecimiento interanual de i) los préstamos concedidos por las IFM a los hogares ajustados de ventas y titulizaciones de préstamos, y ii) los préstamos otorgados a dicho sector retenidos en los balances de las IFM disminuyeron alrededor de 0,2 puntos porcentuales, situándose en el 2,9 % y el 3,2 %, respectivamente, en junio. La leve desaceleración del endeudamiento de los hogares obedeció a un ligero descenso de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos para adquisición de vivienda y a un fuerte retroceso de la tasa de crecimiento interanual del crédito al consumo. La debilidad del crédito al consumo refleja, en cierta medida, una falta de disposición a realizar compras «importantes»,

resultante del hecho de que el crecimiento de la renta real disponible sigue siendo moderado y de los elevados niveles de endeudamiento de los hogares. Un análisis más amplio del ahorro, la inversión y la financiación desglosados por sector institucional se presenta en el recuadro titulado «Cuentas integradas de la zona del euro del primer trimestre de 2011», incluido en la sección 2.6. La tasa de crecimiento interanual del crédito para otras finalidades, que incluye el crédito otorgado a empresarios individuales y a sociedades sin personalidad jurídica, continuó aumentando. En general, los datos de junio confirmaron una estabilización del crecimiento del crédito a los hogares durante el primer semestre de 2011, en un nivel próximo al 3 %.

Para más detalles de la evolución de la demanda de préstamos por parte de las empresas y los hogares de la zona del euro y de los criterios de concesión de crédito de las entidades bancarias, véase el recuadro titulado «Resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de julio de 2011».

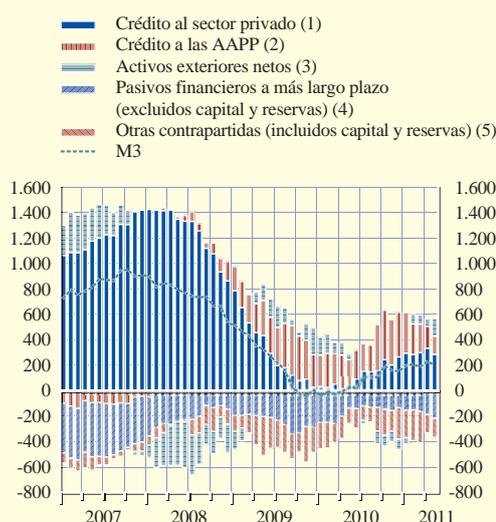
Entre las demás contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM (excluidos capital y reservas) se elevó hasta el 4,2 % en junio, desde el 3,6 % de mayo. Esta evolución obedeció a un nuevo fortalecimiento de las tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a más largo plazo de las IFM y de los depósitos a largo plazo. No obstante, los flujos mensuales de entrada observados en valores distintos de acciones emitidos y en depósitos a largo plazo resultaron moderados en junio. Durante este mes, se registraron débiles flujos mensuales de entrada en capital y reservas, tras las cuantiosas entradas contabilizadas el mes anterior.

Los flujos interanuales de entrada registrados en la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM aumentaron hasta situarse en 134 mm de euros en junio, frente a los 54 mm de euros de mayo (véase gráfico 8), como resultado de una considerable entrada mensual de 42 mm de euros en junio. La evolución de estos flujos continúa reflejando el hecho de que el descenso acumulado de los pasivos exteriores (principalmente en forma de depósitos de no residentes) viene superando la disminución acumulada de los activos exteriores (principalmente en forma de créditos a no residentes).

En general, los datos más recientes son coherentes con la valoración de que la evolución monetaria subyacente es moderada. Al mismo tiempo, la liquidez monetaria acumulada antes del período de tensiones en los mercados financieros, pese a ciertas correcciones adicionales a la baja en el primer semestre de 2011, continúa siendo abundante, y puede contribuir a acomodar las presiones sobre los precios.

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.

Recuadro 2

RESULTADOS DE LA ENCUESTA SOBRE PRÉSTAMOS BANCARIOS EN LA ZONA DEL EURO DE JULIO DE 2011

En este recuadro, se presentan los principales resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de julio de 2011, que realiza el Eurosistema y que se llevó a cabo entre el 17 de junio y el 1 de julio de 2011¹. En conjunto, las entidades de crédito de la zona del euro señalaron que, en general, el endurecimiento neto de los criterios de aprobación aplicados a los préstamos había disminuido ligeramente, en comparación con el primer trimestre de 2011. Esta evolución se observó para los préstamos concedidos a las sociedades no financieras y para los préstamos para adquisición de vivienda otorgados a los hogares. En cuanto al crédito al consumo, las entidades indicaron que, en líneas generales, el ligero endurecimiento neto de los criterios no había experimentado variaciones. Por lo que refiere a la demanda de préstamos, las entidades participantes en la encuesta manifestaron que la demanda neta de préstamos por parte de las empresas había aumentado en menor medida que en el trimestre anterior. Para los préstamos para adquisición de vivienda, por el contrario, las entidades observaron que el ritmo de descenso había sido más lento que en el trimestre precedente, mientras que la demanda de crédito al consumo había disminuido con algo más de intensidad.

Préstamos y líneas de crédito a empresas

Criterios de aprobación del crédito: En el segundo trimestre de 2011, el porcentaje neto² de entidades que señalaron que los criterios aplicados para la concesión de préstamos y líneas de crédito a empresas habían registrado un endurecimiento disminuyó ligeramente, hasta el 2 % (en comparación con el 4 % del trimestre precedente), lo que indica que los citados criterios prácticamente no se modificaron (véase gráfico A). Esta evolución también fue acorde, en general, con las expectativas de las entidades encuestadas tres meses antes (el 3 %). En términos de plazos de vencimiento, los criterios aplicados para la aprobación de préstamos a corto plazo continuaron relajándose ligeramente (el -3 %, en comparación con el -2 % de la encuesta anterior), mientras que los aplicados a los préstamos a largo plazo se endurecieron algo más (el 8 %, en comparación con el 4 % de la encuesta anterior).

Si se consideran los factores determinantes de la evolución general de los criterios de aprobación, los relacionados con la percepción de riesgos —en particular, las expectativas sobre la actividad económica general y las perspectivas relativas al sector o a sociedades concretas— contribuyeron en mayor medida al endurecimiento de los criterios (el 11 % y el 10 %, respectivamente, desde el 5 % del primer trimestre), según las entidades encuestadas. Al mismo tiempo, la contribución de los costes de financiación y disponibilidad de fondos de las entidades prácticamente no se modificó, mientras que los costes relacionados con el nivel de capital (el 6 %, desde el 3 %) y la situación de liquidez de las entidades (el 9 %, desde el 7 %) adquirieron algo más de importancia. En cambio, como factores compensatorios, se indicó que la presión de la competencia de otras entidades había contribuido de manera creciente a una relajación de los criterios (el -9 %, frente al -7 %).

- 1 La fecha límite para la recepción de los datos de las entidades participantes fue el 1 de julio de 2011. El 28 de julio de 2011, se publicó una valoración exhaustiva de los resultados, que se puede consultar en la dirección del BCE en Internet.
- 2 El porcentaje neto se refiere a la diferencia entre el porcentaje de entidades que han indicado que los criterios de concesión de los préstamos se han endurecido y el de las que han señalado que se han relajado. Un porcentaje neto positivo indica que las entidades participantes han tendido a endurecer los criterios de aprobación («se han endurecido en términos netos»), mientras que un porcentaje neto negativo es indicativo de que las entidades han tendido a relajar los citados criterios («se han relajado en términos netos»).

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

(porcentaje neto)



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

Entretanto, según señalaron las entidades de crédito de la zona del euro participantes en la encuesta, las condiciones establecidas para la concesión de préstamos y créditos no registraron cambios ostensibles en el segundo trimestre de 2011, en comparación con el trimestre anterior (véase gráfico B). La ampliación de los márgenes de los préstamos de mayor riesgo parece haber continuado (el 23 %, desde el 20 %), mientras que los márgenes aplicados a los préstamos ordinarios no se modificaron,

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

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



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

tras la ligera reducción indicada el trimestre anterior (el 0 %, en comparación con el -3 % del primer trimestre de 2011). Las condiciones no relacionadas con el precio (por ejemplo, los gastos, excluidos intereses, la cuantía y el plazo de vencimiento del préstamo o de la línea de crédito, y las garantías requeridas) solo variaron ligeramente, en niveles, en general, marginales.

De cara al futuro, las entidades de crédito de la zona del euro esperan que, en general, el endurecimiento neto de los criterios aplicados para la aprobación de préstamos a empresas registre un leve aumento en el tercer trimestre de 2011 (hasta el 6 %, en términos netos), y que esta evolución afecte principalmente a las grandes empresas, así como a los préstamos a largo plazo.

Demanda de préstamos: En el segundo trimestre de 2011, la demanda neta de préstamos por parte de empresas se incrementó considerablemente menos que en el primer trimestre (el 4 %, desde el 19 % del trimestre anterior; véase gráfico C). Esta evolución fue algo más perceptible en el caso de los préstamos concedidos a grandes empresas (el 0 %, desde el 16 % de la encuesta anterior) que en el de los préstamos a pequeñas y medianas empresas (el 6 %, desde el 13 % de la encuesta anterior). En cuanto a los plazos de vencimiento, el aumento de la demanda neta fue más limitado para los préstamos a largo plazo (el 7 %, desde el 18 %) que para los préstamos a corto plazo (el 9 %, frente al 14 %).

Según las entidades encuestadas, el aumento menos pronunciado de la demanda neta pareció estar determinado, principalmente, por las menores necesidades de financiación de inversiones en capital fijo (el 7 %, desde el 12 %), así como de existencias y de capital circulante, aunque solo de forma muy limitada en este último caso (el 16 %, desde el 18 % del trimestre anterior). Además, las entidades señalaron que la emisión de valores de renta fija había provocado una ligera reducción de la demanda de préstamos (el -3 %, desde el -1 %).

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

(porcentaje neto)



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

De cara al futuro, las entidades de crédito esperan que la demanda de préstamos por parte de empresas aumente a mayor ritmo que en el segundo trimestre de 2011 (el 8 %, en términos netos), pero con más moderación que en trimestres anteriores. Esto sería aplicable tanto a las pequeñas y medianas empresas como a las grandes empresas. En cuanto a los plazos de vencimiento, el incremento afectará algo más a los préstamos a corto plazo.

Préstamos a hogares para adquisición de vivienda

Criterios de aprobación del crédito: En el segundo trimestre de 2011, el porcentaje neto de entidades que señaló que se había producido un endurecimiento de los criterios aplicados para la aprobación de préstamos a hogares para adquisición de vivienda se redujo ligeramente, hasta el 9 %, desde el 13 % del trimestre anterior (véase gráfico D). La disminución del endurecimiento neto estuvo relacionada, principalmente, con unas expectativas menos negativas sobre la actividad económica general (el 4 %, desde el 9 % del primer trimestre de 2011). En cambio, los costes de financiación y disponibilidad de fondos continuaron siendo los factores que más contribuyeron al nivel general de endurecimiento neto observado, que se mantuvo invariable, en el 13 %.

En consonancia con unas expectativas menos negativas sobre la actividad económica general, las entidades participantes señalaron que, en términos netos, se había producido una disminución marginal del endurecimiento de las condiciones relacionadas con el riesgo (como los márgenes de los préstamos de mayor riesgo, las garantías requeridas, los plazos de vencimiento, la relación entre el principal y el valor de la garantía, etc.), en comparación con la encuesta anterior, aunque indicaron que se había registrado un ligero aumento de los márgenes de los préstamos ordinarios, así como un incremento de los gastos, excluidos intereses.

De cara al futuro, para el tercer trimestre de 2011, el 9 % de las entidades espera que el endurecimiento neto de los criterios aplicados para la aprobación de préstamos para adquisición de vivienda no se modifique.

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

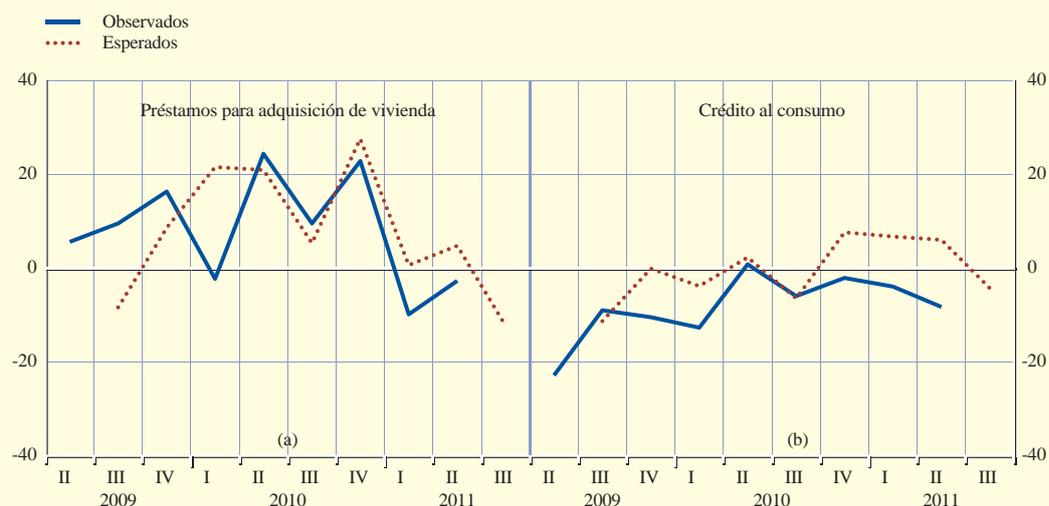
(porcentaje neto)



Nota: Véanse las notas del gráfico A.

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

(porcentaje neto)



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

Demanda de préstamos: Tras la contracción de la demanda de préstamos indicada el trimestre anterior, las entidades de crédito de la zona del euro señalaron que el ritmo de descenso de la demanda de préstamos para adquisición de vivienda había sido menor en el segundo trimestre de 2011 (el -3 %, en términos netos, desde el -10 % del trimestre anterior; véase gráfico E). Esta evolución parece haber estado relacionada, principalmente, con unas perspectivas considerablemente menos negativas, relativas al mercado de la vivienda.

No obstante, de cara al futuro, las entidades esperan un nuevo descenso de la demanda de préstamos para adquisición de vivienda (el -12 %, en términos netos) en el tercer trimestre del año.

Crédito al consumo y otros préstamos a hogares

Criterios de aprobación del crédito: En general, en consonancia con las expectativas, las entidades de crédito de la zona del euro indicaron que el leve endurecimiento de los criterios de aprobación del crédito al consumo y otros préstamos a hogares no se había modificado (el 7 %) en el segundo trimestre de 2011 (véase gráfico F). La contribución a este endurecimiento neto volvió a proceder de una combinación de factores relacionados con la oferta de crédito y de la percepción de los riesgos. Las condiciones relacionadas con el precio establecidas para la concesión de crédito al consumo (principalmente, los márgenes que aplican las entidades a los préstamos ordinarios y a los de mayor riesgo) volvieron a endurecerse, mientras que otras condiciones no relacionadas con el precio prácticamente no se modificaron.

De cara al futuro, en términos netos, el 6 % de las entidades esperan un nuevo endurecimiento de los criterios de aprobación del crédito al consumo y otros préstamos a hogares en el tercer trimestre de 2011.

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

(porcentaje neto)



Nota: Véanse las notas del gráfico A.

Demanda de préstamos: En el segundo trimestre de 2011, las entidades encuestadas indicaron que la disminución de la demanda de crédito al consumo se intensificó (el -8 %, en términos netos, desde el -4 % del último trimestre de 2010; véase gráfico E), principalmente como consecuencia del menor gasto en bienes de consumo duradero.

De cara al futuro, las entidades participantes en la encuesta esperan que el descenso de la demanda de crédito al consumo se modere en el tercer trimestre de 2011 (hasta el -4 %, en términos netos).

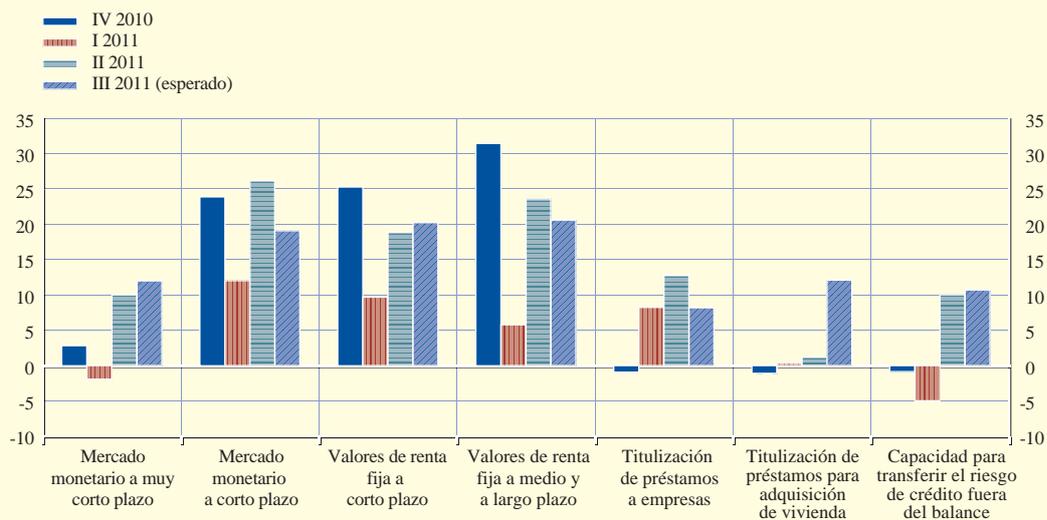
Preguntas ad hoc sobre el impacto de las turbulencias en los mercados financieros

Al igual que en encuestas anteriores, en la de julio de 2011 también se planteó una pregunta ad hoc con el objeto de conocer la medida en que las tensiones registradas en los mercados financieros habían afectado al acceso de las entidades de crédito a la financiación en los mercados mayoristas en el segundo trimestre de 2011, así como hasta qué punto podrían seguir influyendo en el tercer trimestre del año.

En general, las entidades de la zona del euro participantes en la encuesta señalaron un deterioro del acceso a los mercados monetarios, tanto a muy corto plazo (menos de una semana) como a aquellos con plazos de vencimiento superiores a una semana (véase gráfico G). Al mismo tiempo, las entidades de la zona siguieron indicando, en términos netos, un deterioro general de su capacidad para acceder a los mercados de valores de renta fija, que fue más pronunciado que el señalado en la encuesta anterior. Por último, también en términos netos, las condiciones de acceso a la titulización se mantuvieron prácticamente invariables en el caso de los préstamos a hogares, pero volvieron a deteriorarse en el de los préstamos a empresas. De igual modo, se consideró que la capacidad para transferir el riesgo de crédito fuera del balance de las entidades se había deteriorado, tras la mejora indicada en el trimestre anterior.

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

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



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

De cara al futuro, las entidades de crédito de la zona del euro esperan que el acceso a los mercados monetarios experimente un deterioro algo menos pronunciado en el tercer trimestre del año. En cambio, se espera que la emisión de valores de renta fija, así como el acceso a la titulización de préstamos, sigan siendo limitados.

Preguntas ad hoc sobre el impacto de Basilea III y de otros cambios en la regulación bancaria

En la encuesta de julio de 2011 también se incluyeron dos nuevas preguntas ad hoc con el objeto de conocer la medida en que los nuevos requerimientos de capital regulatorio fijados en «Basilea III»³ (o en cualquier otra normativa nacional específica relativa al capital de las entidades de crédito que se haya aprobado recientemente o que esté previsto aprobar en un futuro próximo) afectan a las políticas crediticias de las entidades de crédito a través del posible impacto en su nivel de capital y en los criterios que aplican para la aprobación de préstamos.

Según las respuestas de las entidades encuestadas, en términos netos⁴, el 20% indicó que se había producido una disminución de sus activos ponderados por el riesgo en los seis meses precedentes y que esperaba un nuevo descenso en los seis meses siguientes, como consecuencia del cumplimiento de los requerimientos de capital establecidos en «Basilea III» (o en cualquier otra normativa nacional específica relativa al capital de las entidades de crédito que se haya aprobado recientemente o que esté previsto aprobar en un futuro próximo). Se esperaba y se espera que esta reducción siga centrada en los préstamos de mayor riesgo, en contraposición a los préstamos ordinarios. Para 2012, un porcentaje neto del 13% de las entidades espera actualmente una nueva reducción de sus activos

3 Véase el documento del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, *Basilea III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems*, Banco de Pagos Internacionales, 16 de diciembre de 2010 (disponible en: <http://www.bis.org/publ/bcbs189.pdf>).

4 Los resultados presentados se calculan en porcentaje del número de entidades que no respondieron «no es aplicable a mi entidad».

ponderados por el riesgo, concentrada aún en mayor medida en los préstamos de mayor riesgo. En cuanto al efecto en su nivel de capital, en términos netos, el 40 % de las entidades señaló un aumento de dicho nivel en los seis meses anteriores, el 32 % espera que se produzca un incremento en los seis próximos meses y el 37 % en 2012. En los seis últimos meses, el aumento de los niveles de capital de las entidades se consiguió fundamentalmente a través de los beneficios no distribuidos y, aunque en menor medida, a través de la emisión de nuevas acciones. Se espera que la utilización por parte de las entidades de los beneficios no distribuidos para acumular capital siga incrementándose en los seis meses siguientes, así como en 2012.

Las entidades de crédito encuestadas indicaron que los criterios que aplican para la aprobación de préstamos a grandes empresas, en particular, se endurecieron debido a los ajustes aplicados como consecuencia de los nuevos requerimientos de capital fijados en «Basilea III» (o en cualquier otra normativa nacional específica relativa al capital de las entidades de crédito que se haya aprobado recientemente o que esté previsto aprobar en un futuro próximo) en los seis meses precedentes (el 22 % en términos netos). En cambio, los criterios aplicados para la concesión de préstamos a pequeñas y medianas empresas y de préstamos para adquisición de vivienda o crédito al consumo solo se vieron afectados ligeramente. De cara al futuro, en los seis próximos meses, así como en 2012 en su conjunto, las entidades esperan que los efectos continúen siendo más pronunciados para los préstamos a grandes empresas (el 18 % y el 35 %, respectivamente, en términos netos), aunque también prevén que otras categorías de préstamos, en particular los préstamos a las pequeñas y medianas empresas, resulten afectados de manera creciente.

2.2 EMISIONES DE VALORES

El crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por los residentes en la zona del euro aumentó hasta el 3,6 % en mayo de 2011, como reflejo de las persistentes y elevadas necesidades de financiación del sector público y de la consolidación adicional de los balances de las IFM, así como de un repunte de la emisión de valores distintos de acciones por parte de las sociedades no financieras. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones cotizadas se mantuvo sin cambios en el 1,4 %.

VALORES DISTINTOS DE ACCIONES

En mayo de 2011, la tasa de crecimiento anualizada de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro se elevó hasta el 3,6 %, en comparación con el 3,2 % registrado el mes anterior (véase cuadro 4). Este aumento de la emisión de valores distintos de acciones estuvo impulsado por un menor ritmo de contracción de la emisión a corto plazo, mientras se aceleraba el crecimiento de la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo. Si se consideran las tendencias a corto plazo, la tasa de crecimiento semestral anualizada y desestacionalizada de los valores distintos de acciones emitidos continuó descendiendo con rapidez en mayo de 2011, hasta el 1,1 %, desde el 5 % de enero y el 3 % de marzo y abril (véase gráfico 9). Este descenso obedeció básicamente a una acusada caída de la emisión de este tipo de valores por parte de las instituciones financieras distintas de las IFM y a una desaceleración de la tasa de crecimiento de la emisión de estos valores por parte del sector público.

Desde principios de 2010, el retroceso de las emisiones de valores a corto plazo se ha visto compensado con creces por el crecimiento de las emisiones de valores distintos de acciones a largo plazo y a tipo de interés fijo. Esta tendencia continuó en mayo de 2011. Aunque el segmento a largo plazo y a tipo de interés variable del mercado mostró señales de moderada recuperación en los últimos meses de 2010 y a

Cuadro 4 Valores emitidos por residentes en la zona del euro

Sector emisor	Saldo vivo (mm de euros) Mayo 2011	Tasas de crecimiento interanual ¹⁾					
		2010	2010	2010	2011	2011	2011
		II	III	IV	I	Abr	May
Valores distintos de acciones:	16.203	4,7	3,4	3,6	3,8	3,2	3,6
IFM	5.394	0,5	-0,6	-0,1	0,7	0,4	1,7
Instituciones financieras no monetarias	3.268	3,0	1,0	1,3	1,8	1,2	0,3
Sociedades no financieras	839	15,3	10,4	8,4	6,3	3,4	4,2
Administraciones Públicas	6.703	8,3	7,6	7,5	7,3	6,7	7,0
<i>De las cuales:</i>							
Administración Central	6.119	8,3	7,3	7,1	6,7	6,0	6,1
Otras Administraciones Públicas	584	8,2	10,9	12,3	13,0	14,6	17,4
Acciones cotizadas:	4.777	2,5	1,8	1,7	1,3	1,4	1,4
IFM	476	6,6	5,2	6,6	6,4	6,8	7,4
Instituciones financieras no monetarias	356	5,2	4,3	3,3	1,8	2,5	2,5
Sociedades no financieras	3.945	1,5	1,0	0,8	0,6	0,6	0,5

Fuente: BCE.

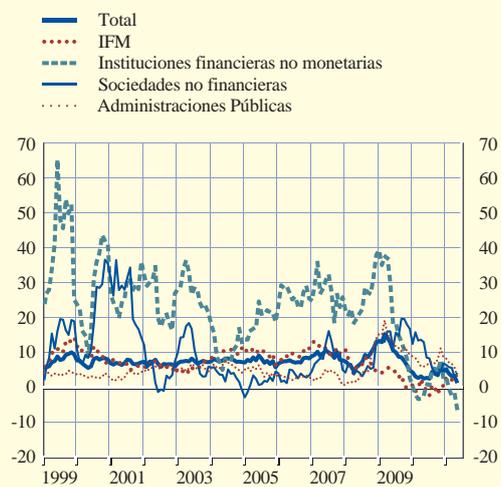
1) Para más información, véanse las notas técnicas relativas a las secciones 4.3 y 4.4 de las «Estadísticas de la zona del euro».

comienzos de 2011, esa evolución no se mantuvo durante el segundo trimestre de 2011. En mayo de 2011, las emisiones de valores distintos de acciones a largo plazo y a tipo de interés variable se contrajeron levemente, tras el pequeño aumento registrado en el mes precedente.

El mayor ritmo de crecimiento interanual de las emisiones de valores distintos de acciones registrado en mayo fue generalizado en los distintos sectores, salvo en el caso de las instituciones financieras distintas de las IFM. La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las Administraciones Públicas aumentó ligeramente, hasta el 7%, en mayo de 2011, frente al 6,7% de abril, como reflejo de las persistentes y relativamente elevadas necesidades de financiación del sector público de la zona del euro. Tras haber disminuido durante más de un año, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las sociedades no financieras aumentó hasta el 4,2% en mayo de 2011, desde el 3,4% de abril. Este mayor crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por el sector empresas puede explicarse, en parte, por unos criterios de concesión de crédito bancario relativamente estrictos en un momento en el que las condiciones financieras en los mercados de deuda resultaban favorables para las sociedades no financieras. Al mismo tiempo, la actividad emisora del sector empresas siguió estando muy por debajo de las cotas máximas alcanzadas en 2009 y 2010, reflejando por tanto un sostenido proceso de normalización, tanto del recurso a la financiación en los mercados como de la demanda de préstamos bancarios por parte de las empresas. La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las IFM se elevó hasta el 1,7% en mayo de 2011, desde el 0,4% de abril. Este aumento confirma la recuperación gradual de

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.

la emisión de este tipo de valores por el sector de IFM, que había experimentado una contracción en el segundo semestre de 2010. Los nuevos requerimientos reguladores pueden explicar, en cierta medida, el reciente repunte de la emisión de valores distintos de acciones y, en particular, de bonos garantizados por parte de las IFM de la zona del euro, que podrían estar tratando de mejorar su posición de liquidez a corto plazo. Por otra parte, las emisiones de las instituciones financieras distintas de las IFM volvieron a caer, hasta el 0,3 % en mayo, en comparación con el 1,1 % de abril.

ACCIONES COTIZADAS

La tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones cotizadas por parte de residentes en la zona del euro se mantuvo estable, en el 1,4 %, en mayo de 2011, debido principalmente a la mayor actividad emisora de las IFM. La tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones por el citado sector se elevó hasta el 7,4 % en mayo de 2011, desde el 6,8 % de abril (véase gráfico 10). La emisión de acciones por parte de las IFM de la zona del euro continuó viéndose favorecida por los esfuerzos que vienen realizando encaminados a reforzar los balances y fortalecer las bases de capital. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por las instituciones financieras distintas de las IFM se mantuvo sin cambios, en el 2,5 %, ligeramente por encima de las tasas de crecimiento registradas durante el primer trimestre del año. El crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras retrocedió ligeramente, hasta el 0,5 %, en mayo de 2011, desde el 0,6 % de abril.

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

(tasas de crecimiento interanual)



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

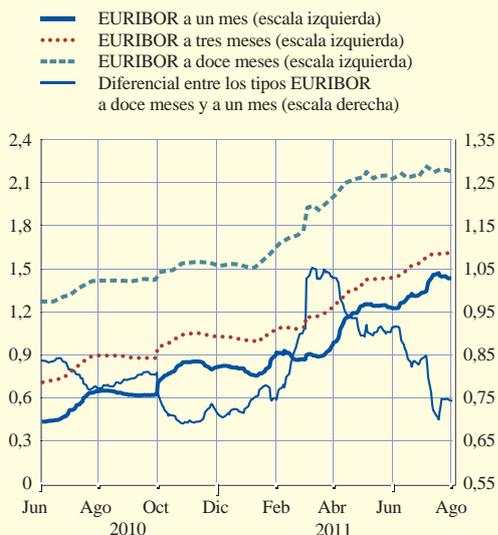
2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

Los tipos de interés del mercado monetario se mantuvieron básicamente estables entre principios de julio y comienzos de agosto de 2011. En el séptimo período de mantenimiento de 2011, que comenzó el 13 de julio, el EONIA se mantuvo relativamente estable durante la primera semana, en una posición relativamente próxima al tipo de interés de las operaciones principales de financiación, antes de descender gradualmente en la semana siguiente.

Los tipos de interés del mercado monetario sin garantías se mantuvieron básicamente estables entre principios de julio y comienzos de agosto de 2011. El 3 de agosto, los tipos EURIBOR a un mes, a tres meses, a seis meses y a doce meses se situaban en el 1,43 %, el 1,60 %, el 1,81 % y el 2,17 %, respectivamente, es decir, 9 y 3 puntos básicos por encima, iguales y 2 puntos básicos por debajo de los niveles observados el 6 de julio. En consecuencia, el diferencial entre el EURIBOR a doce meses y a un mes, un indicador de la pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario, se redujo en 11 puntos básicos, hasta situarse en 74 puntos básicos el 3 de agosto (véase gráfico 11).

Gráfico 11 Tipos de interés del mercado monetario

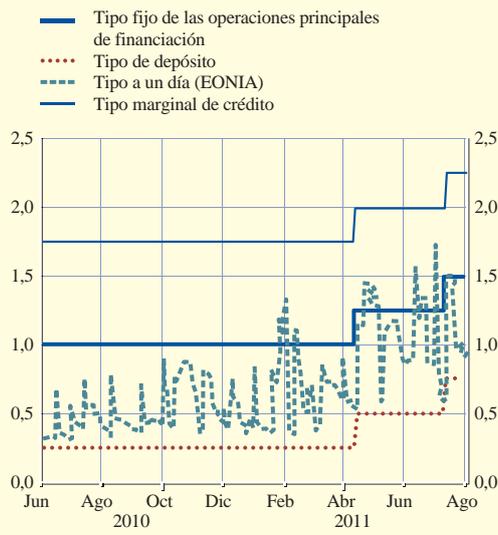
(porcentajes; diferencial en puntos porcentuales; datos diarios)



Fuentes: BCE y Thomson Reuters.

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

(porcentajes; datos diarios)



Fuentes: BCE y Thomson Reuters.

El tipo *swap* del EONIA a tres meses se situó en el 1,18% el 3 de agosto, 5 puntos básicos por debajo del nivel observado el 6 de julio. El tipo sin garantías correspondiente se elevó 3 puntos básicos, hasta el 1,6%, el 3 de agosto, de modo que el diferencial entre el EURIBOR a tres meses sin garantías y el tipo *swap* del EONIA con garantías al mismo plazo se amplió en 18 puntos básicos, hasta los 42 puntos básicos.

El 3 de agosto, los tipos de interés implícitos en los precios de los futuros del EURIBOR a tres meses con vencimiento en septiembre y diciembre de 2011 y en marzo y junio de 2012 se situaron en el 1,6%, el 1,58%, el 1,58% y el 1,58%, respectivamente, lo que representa unos descensos de 17 y 33 puntos básicos para los contratos con vencimiento en septiembre y diciembre de 2011, y de 41 y 48 puntos básicos para los contratos con vencimiento en marzo y junio de 2012, respectivamente, en comparación con los niveles observados el 6 de julio. Estos descensos implican un desplazamiento a la baja de la curva de rendimientos del mercado monetario.

Entre el 6 de julio y el 12 de julio, último día del sexto período de mantenimiento, el EONIA permaneció estable en torno al 0,6%, en un contexto de persistente exceso de liquidez. Durante el resto de julio, el EONIA fue ligeramente volátil, continuando el patrón observado desde principios del año. El 13 de julio, el EONIA se situaba en el 1,48%, iniciando el séptimo período de mantenimiento del año en una posición relativamente cercana al nuevo nivel del tipo de interés de la operación principal de financiación efectuada al principio de ese período de mantenimiento. El EONIA se mantuvo relativamente próximo a ese tipo durante la primera semana del período de mantenimiento, como reflejo de un equilibrio, en términos agregados, entre el deseo de las entidades de crédito de cumplir las exigencias de reservas al comienzo del período de mantenimiento y el nivel general de exceso de liquidez. Posteriormente, el EONIA comenzó a descender durante la semana siguiente, como consecuencia de la fuerte demanda de las entidades de crédito manifestada en la segunda operación principal de financiación y en la posterior operación de financiación a plazo más largo. El 3 de agosto, el EONIA se situaba en el 0,86%.

El Eurosistema llevó a cabo varias operaciones de financiación entre el 6 de julio y el 3 de agosto. El 12 de julio efectuó una operación de ajuste en la que se absorbieron 74,8 mm de euros, con el fin de contrarrestar el superávit de liquidez que se originó al final del sexto período de mantenimiento de 2011. En las operaciones principales de financiación del séptimo período de mantenimiento, realizadas los días 12, 19 y 26 de julio y 3 de agosto, el Eurosistema adjudicó 153,6 mm de euros, 197,1 mm de euros, 164,2 mm de euros y 172 mm de euros, respectivamente. El Eurosistema también llevó a cabo dos operaciones de financiación a plazo más largo en julio, en las que aplicó un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena: una operación de financiación a plazo especial efectuada el 12 de julio con plazo de vencimiento de un período de mantenimiento (en la que se adjudicaron 67,8 mm de euros) y una operación de financiación a plazo más largo a tres meses el 27 de julio (en la que se adjudicaron 85 mm de euros). El Eurosistema también realizó cuatro operaciones de absorción de liquidez a una semana los días 12, 19 y 26 de julio y 2 de agosto, aplicando un procedimiento de subasta a tipo de interés variable con un tipo máximo de puja del 1,5 %. Con estas operaciones, el Eurosistema absorbió totalmente la liquidez proporcionada mediante las adquisiciones efectuadas en el marco del programa para los mercados de valores.

El séptimo período de mantenimiento del año, que comenzó el 13 de julio, se caracterizó por unos niveles de exceso de liquidez durante la primera semana superiores a los observados en el período de mantenimiento previo, con un recurso medio diario a la facilidad de depósito inferior a los 15 mm de euros. Con posterioridad, este recurso aumentó de forma constante, situándose el 3 de agosto en una media diaria de 39 mm de euros para todo el período de mantenimiento.

2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

En julio y a principios de agosto, los rendimientos de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA de la zona del euro experimentaron un descenso considerable, al igual que los de la deuda pública correspondiente de Estados Unidos. Sorpresas negativas en lo que respecta a la fortaleza futura de la recuperación económica, así como la intensificación de las tensiones en los mercados de deuda soberana de la zona del euro y las negociaciones sobre el techo de deuda y sus consecuencias para la calificación de la deuda pública en Estados Unidos, afectaron al clima de los mercados. En este contexto, la incertidumbre acerca de la evolución futura de los mercados de renta fija, medida por la volatilidad implícita de estos mercados, aumentó en la zona del euro, mientras que prácticamente no se modificó en Estados Unidos. Los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana de la zona del euro se ampliaron aún más en algunos países, especialmente en el caso de Italia y España. Al mismo tiempo, los datos sobre las tasas de inflación implícitas a largo plazo de la zona a principios de agosto continuaban indicando que las expectativas de inflación permanecen firmemente ancladas.

Entre finales de junio y el 3 de agosto, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA de la zona del euro se redujo 40 puntos básicos, hasta situarse en el 2,9 % al final del período de referencia. En Estados Unidos, el rendimiento de los bonos a largo plazo disminuyó 55 puntos básicos, y el 3 de agosto se situó en el 2,6 % (véase gráfico 13). Por consiguiente, el diferencial de tipos de interés nominales entre el rendimiento de la deuda pública a diez años de Estados Unidos y el de la zona del euro aumentó durante el período analizado. Entre finales de junio y principios de agosto, la volatilidad implícita de los mercados de renta fija se incrementó en la zona del euro, mientras que en Estados Unidos se mantuvo prácticamente invariable. En Japón, el rendimiento de la deuda pública a diez años experimentó un descenso de 12 puntos básicos durante el período considerado, situándose en el 1 % el 3 de agosto.

Gráfico 13 Rendimiento de la deuda pública a largo plazo

(porcentajes; datos diarios)



Fuentes: Bloomberg y Thomson Reuters.

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

La evolución del rendimiento de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA de la zona del euro y de Estados Unidos estuvo determinada principalmente por unas perspectivas más sombrías en lo que respecta a la fortaleza de la recuperación económica mundial, así como por las tensiones en los mercados de deuda soberana de la zona del euro, que han provocado un aumento de la aversión al riesgo y desplazamientos hacia activos más seguros. Ambos factores influyeron considerablemente en el clima de los mercados de deuda soberana y, hasta cierto punto, también quedaron reflejados en los precios de los valores de renta variable y de los valores de renta fija privada. En cuanto a la valoración de las perspectivas relativas a la actividad económica, los mercados tuvieron que afrontar la publicación de datos económicos peores de lo esperado, especialmente en Estados Unidos. Como consecuencia de esta evolución, los analistas también han tendido recientemente a revisar a la baja sus expectativas de crecimiento a corto plazo del PIB para algunas de las economías más importantes. Además, las tensiones en los mercados de deuda soberana de la zona del euro siguieron siendo

fuertes, lo que hizo aumentar sensiblemente la demanda de deuda pública de elevada calificación y liquidez. En los últimos días de julio, tras el acuerdo alcanzado en la cumbre europea, estas tensiones remitieron temporalmente y la aversión al riesgo disminuyó ligeramente en los mercados, aunque posteriormente estas disminuciones revirtieron de nuevo. Por otra parte, la incertidumbre asociada a las negociaciones sobre el techo de deuda en Estados Unidos y sus consecuencias para la calificación de la deuda de ese país contribuyeron a socavar la confianza de los mercados.

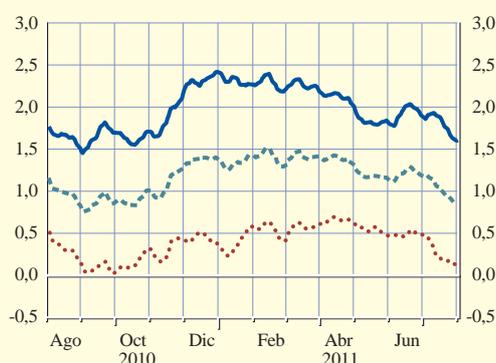
Los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana frente a Alemania aumentaron de nuevo en algunos países de la zona del euro durante el período analizado. Al mismo tiempo, los desplazamientos hacia activos más seguros continuaron intensificándose en julio. Esta evolución estuvo determinada, principalmente, por los debates y la incertidumbre respecto a la manera de seguir proporcionando apoyo a Grecia, así como por una serie de rebajas de la calificación de la deuda soberana. A finales de julio, tras la adopción de la decisión sobre la continuación del apoyo a Grecia en la cumbre europea, las tensiones relacionadas con la crisis de deuda soberana disminuyeron en cierta medida, y los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana de la zona del euro se redujeron de manera significativa, especialmente en el caso de los países cubiertos por los programas de apoyo. No obstante, los persistentes temores de que la crisis se propague a otros países de la zona del euro continuaron afectando al clima de los mercados. De hecho, al final del período de referencia, los diferenciales de la deuda soberana de Italia y España, en particular, se situaban en niveles considerablemente superiores a los observados a finales de junio.

El rendimiento de la deuda pública indicida con la inflación a diez años de la zona del euro se redujo 28 puntos básicos durante el período analizado, mientras que, en el caso de los bonos indicidos con la inflación a cinco años, el rendimiento descendió 38 puntos básicos (véase gráfico 14). El 3 de agosto, el rendimiento real *spot* a cinco y diez años era del 0,1 % y del 0,9 %, respectivamente. Es muy probable

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

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

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

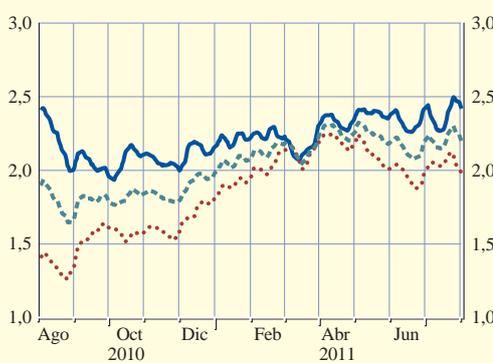


Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

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

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

- Tasa de inflación implícita a cinco años dentro de cinco años
- Tasa de inflación implícita a cinco años
- - - Tasa de inflación implícita a diez años



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

que la reciente disminución del rendimiento de los bonos indicados con la inflación refleje unas perspectivas más sombrías en relación con la actividad económica. Al mismo tiempo, las tasas de inflación implícitas *forward* (a cinco años dentro de cinco años) de la zona del euro disminuyeron unos 13 puntos básicos, hasta situarse en el 2,4% el 3 de agosto (véase gráfico 15). Las correspondientes tasas de inflación derivadas de los *swaps* prácticamente no experimentaron variación, situándose en torno al 2,4% en la misma fecha. Si se comparan con las señales recibidas de los mercados de *swaps* indicados con la inflación, que se han mantenido relativamente estables, las estimaciones de las expectativas implícitas de inflación calculadas a partir de las tasas de inflación implícitas fueron un tanto volátiles en julio y a principios de agosto, posiblemente como consecuencia del aumento de la volatilidad de los rendimientos nominales y reales de los bonos, así como del hecho de que la curva de rendimientos nominales haya reaccionado con más rapidez a los recientes episodios de búsqueda de activos más seguros que la curva de rendimientos reales. En conjunto, los indicadores basados en los mercados sugieren que las expectativas de inflación de los participantes en los mercados siguen estando firmemente ancladas.

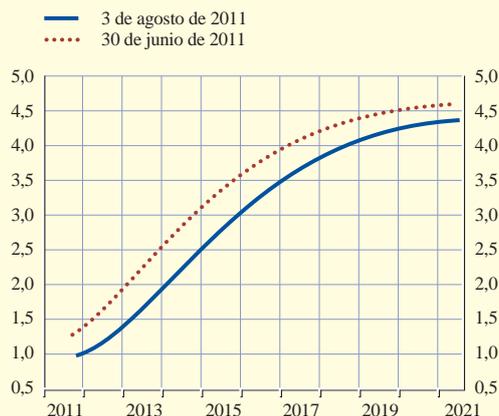
El patrón general de rendimiento de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro puede descomponerse en variaciones de las expectativas de tipos de interés (y de las primas de riesgo asociadas) en distintos horizontes (véase gráfico 16). En comparación con finales de junio, la estructura temporal de los tipos *forward* a corto plazo para todos los vencimientos se ha desplazado a la baja de 25 a 55 puntos básicos aproximadamente, como consecuencia de los ajustes de las expectativas de rendimientos, en un contexto de perspectivas económicas más moderadas para la actividad, así como de los ajustes de las primas de riesgo durante el período analizado.

Durante el período considerado, los diferenciales de los valores de renta fija privada con grado de inversión emitidos por las sociedades no financieras se ampliaron ligeramente, especialmente en las calificaciones más bajas. Estos indicadores parecen ser acordes con las probabilidades de incumplimiento

esperadas de las sociedades no financieras, manteniéndose en niveles próximos a las medias históricas y muy por debajo de los altos valores registrados durante la crisis financiera. Los diferenciales de los valores de renta fija privada con grado de inversión emitidos por las instituciones financieras se incrementaron más que los de las sociedades no financieras, especialmente en el caso de los valores con calificación más baja. La mayor incertidumbre acerca de las perspectivas de crecimiento económico mundial, así como el aumento de la aversión al riesgo relacionada con las turbulencias en los mercados de deuda soberana, que afectaron negativamente a los precios de las acciones de los sectores financieros, también fue claramente evidente en los precios de la deuda emitida por las instituciones financieras. No obstante, el rendimiento de la renta fija privada emitida por dichas instituciones siguió siendo bastante inferior al registrado durante el período posterior a la quiebra de Lehman Brothers y próximo a los niveles observados a comienzos de este año.

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

(porcentajes; datos diarios)



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

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

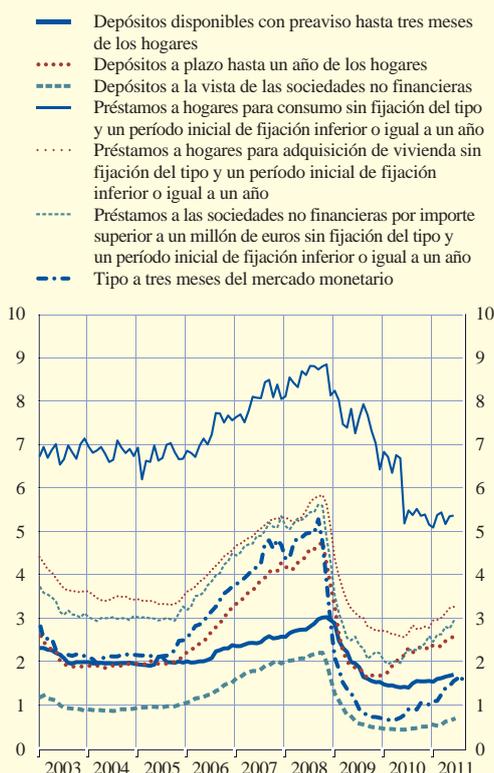
2.5 TIPOS DE INTERÉS DE LOS PRÉSTAMOS Y DE LOS DEPÓSITOS

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

En junio de 2011, la mayor parte de los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM tendieron a aumentar. Los tipos de interés de los depósitos a corto plazo de los hogares se incrementaron ligeramente (entre 3 y 6 puntos básicos) en comparación con el mes anterior, mientras que los tipos de los depósitos de las sociedades no financieras se elevaron entre 4 y 12 puntos básicos (véase gráfico 17). Por otra parte, los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a corto plazo concedidos a los hogares prácticamente no se modificaron, tras los perceptibles ascensos registrados en los últimos meses. Los tipos de interés de los préstamos a corto plazo para adquisición de vivienda se situaron en el 3,3%, 3 puntos básicos por encima del nivel del mes precedente, y los del crédito al consumo en el 5,4%, 2 puntos básicos por encima de los niveles de mayo. Los tipos de interés de los descubiertos subieron 10 puntos básicos en el caso de las sociedades no financieras y 7 puntos básicos en el de los hogares. Los tipos de interés de los préstamos por importes reducidos (es decir, préstamos hasta un millón de euros) otorgados a empresas experimentaron un ligero ascenso, de 4 puntos básicos, mientras que los correspondientes a los préstamos por importes elevados (es decir, de más de un millón de euros) con período de fijación del tipo hasta un año aumentaron 18 puntos básicos, situándose en el 2,93% en junio de 2011 (en comparación con el 2,75% de mayo). Como el EURIBOR registró una subida de 11 puntos básicos en junio, el diferencial con respecto a los tipos aplicados por las IFM a los préstamos a corto plazo a los hogares se redujo, mientras que, en promedio, el diferencial frente a las sociedades no financieras se incrementó (véase gráfico 18).

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

(porcentajes; tipos de interés de las nuevas operaciones)



Fuente: BCE.

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

Desde una perspectiva de más largo plazo, durante el ciclo más reciente de relajación de la política monetaria se produjo una transmisión significativa de las variaciones de los tipos de interés de mercado a los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a los préstamos y créditos. Entre octubre de 2008 y marzo de 2010, el EURIBOR a tres meses registró un descenso de más de 400 puntos básicos. Los tipos de interés a corto plazo, tanto los de los créditos a hogares para adquisición de vivienda como los de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras, disminuyeron alrededor de 300 puntos básicos en ese mismo período. El aumento de unos 90 puntos básicos del EURIBOR a tres meses desde marzo de 2010 ha quedado reflejado, en cierta medida, en los tipos aplicados por las entidades de crédito a los préstamos a corto plazo otorgados a las sociedades no financieras y a los hogares para adquisición de vivienda, mientras que los tipos de interés del crédito al consumo a hogares se han mantenido estables, en general (si no se tiene en cuenta la reclasificación estadística de junio de 2010).

En el caso de los vencimientos a más largo plazo, la evolución de los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a hogares y a los préstamos a sociedades no financieras ha sido dispar. Más concretamente, los tipos de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda a más de cinco años y hasta diez años de fijación del tipo inicial se mantuvieron prácticamente invariables, mientras que los aplicados al crédito al consumo a más de cinco años

de fijación del tipo inicial registraron un descenso de 11 puntos básicos. Los tipos de interés medios aplicados a los préstamos por importe reducido con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años experimentaron un aumento de 4 puntos básicos. No obstante, al mismo tiempo, los tipos de interés aplicados a los préstamos por importes elevados y con un plazo de vencimiento similar se redujeron otros 57 puntos básicos, situándose en el 3,2% en junio de 2011, compensando con creces el incremento registrado en abril.

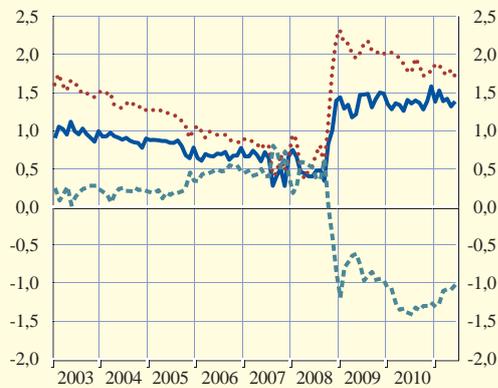
En junio de 2011, el diferencial entre los tipos de interés de los préstamos a largo plazo concedidos a los hogares y el rendimiento de la deuda pública a siete años con calificación AAA repuntó en torno a 15 puntos básicos, hasta situarse en unos 145 puntos básicos, impulsado principalmente por el menor rendimiento de los bonos, mientras que los tipos de interés de los préstamos prácticamente no se modificaron. En el caso de las sociedades no financieras, el diferencial correspondiente frente a los préstamos por importes elevados se redujo de manera significativa y se situó en 43 puntos básicos, mientras que el diferencial frente a los préstamos por importes reducidos se incrementó hasta alcanzar los 156 puntos básicos.

Desde una perspectiva de largo plazo, las entidades de crédito de la zona del euro han ajustado los tipos de interés de los préstamos a largo plazo por importes elevados concedidos a las sociedades no financieras

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

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

- Préstamos a las sociedades no financieras por importe superior a un millón de euros sin fijación del tipo y un período inicial de fijación inferior o igual a un año
- Préstamos a hogares para adquisición de vivienda sin fijación del tipo y un período inicial de fijación inferior o igual a un año
- - - - Depósitos hasta un año de los hogares



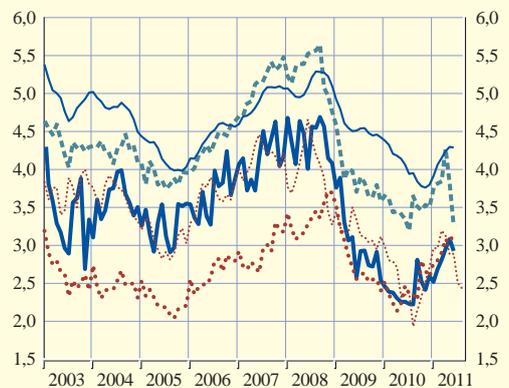
Fuente: BCE.

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

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

(porcentajes; tipos de interés de las nuevas operaciones)

- Depósitos a plazo a más de dos años de las sociedades no financieras
- Depósitos a plazo a más de dos años de los hogares
- - - - Préstamos a las sociedades no financieras por importe superior a un millón de euros con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años
- Préstamos a hogares para adquisición de vivienda con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años y hasta diez años
- 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 los que se modifica el Reglamento BCE/2001/18).

prácticamente en línea con las variaciones observadas en los rendimientos de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA. Por el contrario, los tipos de interés de los préstamos largo plazo concedidos a los hogares y de los préstamos por importe reducido otorgados a las sociedades no financieras han mostrado, en general, una transmisión algo más incompleta y lenta.

2.6 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

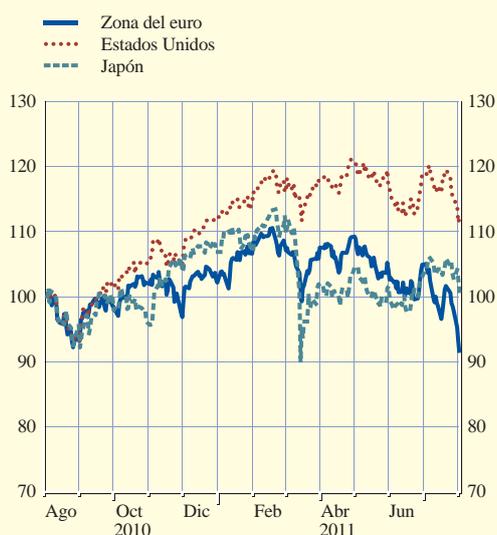
Entre finales de junio y el 3 de agosto, las cotizaciones bursátiles experimentaron un descenso, tanto en la zona del euro como en Estados Unidos. Esta evolución estuvo impulsada por unas expectativas menos favorables acerca de las perspectivas económicas mundiales, por un lado, y por la persistencia de las tensiones relacionadas con la crisis de la deuda soberana de la zona del euro, por otro. Cuando estas tensiones remitieron tras la cumbre europea celebrada el 21 de julio, las cotizaciones se recuperaron ligeramente de manera transitoria, pero volvieron a retroceder hacia el final del período, ya que la incertidumbre asociada a la publicación de datos económicos decepcionantes, las negociaciones sobre el techo de deuda en Estados Unidos y el recrudecimiento de las tensiones en los mercados de deuda soberana de la zona del euro afectaron al clima de los mercados. La incertidumbre de los mercados bursátiles, medida por la volatilidad implícita, aumentó a ambos lados del Atlántico.

Las cotizaciones bursátiles de la zona del euro y de Estados Unidos descendieron considerablemente en julio y a principios de agosto. En conjunto, las cotizaciones bursátiles de la zona del euro, medidas por el índice amplio Dow Jones EURO STOXX, disminuyeron un 12,2 % entre finales de junio y el 3 de agosto. En Estados Unidos, el índice Standard & Poor's 500 se redujo un 4,6 % (véase gráfico 20). Durante el mismo período, las cotizaciones bursátiles de Japón, medidas por el índice Nikkei 225, cayeron un 1,8 %.

El descenso de las cotizaciones bursátiles, especialmente en la primera quincena de julio, reflejaron, en parte, las tensiones relacionadas con la crisis de la deuda en la zona del euro, que fueron un factor de considerable incertidumbre, en particular en lo que respecta a las perspectivas del sector financiero. En la segunda quincena de julio, tras las decisiones anunciadas en la cumbre europea, la aversión al riesgo remitió temporalmente y las cotizaciones se recuperaron en cierta medida. Hacia el final del período analizado, la incertidumbre asociada a las negociaciones sobre el límite de la deuda en Estados Unidos también afectó al clima de los mercados. Además, unas expectativas menos favorables acerca de la fortaleza de la recuperación mundial, junto con la reciente publicación de datos decepcionantes sobre beneficios trimestrales de las empresas, continuaron reduciendo el apetito por el riesgo de los inversores, ejerciendo asimismo presiones al alza sobre las primas de riesgo. La mayor parte de los datos económicos publicados, especialmente en Estados Unidos, continuaron decepcionando a los mercados. En cuanto a los datos sobre beneficios de las empresas, el crecimiento efectivo anual de los beneficios de las empresas de la zona del euro que integran el índice Dow Jones EURO STOXX se redujo hasta el 26 % en julio, desde el 29 % de junio, mientras que la previsión de crecimiento de los beneficios por acción a 12 meses vista de los participantes en el mercado también disminuyó, hasta el 11 %, frente al 12 % de junio.

Gráfico 20 Índices bursátiles

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



Fuentes: Thomson Reuters.

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

Gráfico 21 Volatilidad implícita de los mercados de renta variable

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



Fuente: Bloomberg.

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

Tanto en la zona del euro como en Estados Unidos, el nivel de incertidumbre en los mercados de renta variable, medido por la volatilidad implícita, aumentó, en general, durante el período considerado (véase gráfico 21). Esta evolución reflejó, en gran medida, cambios en el clima de los mercados respecto a la crisis de la deuda soberana, así como una persistente incertidumbre en torno a las perspectivas de la actividad económica.

En general, los índices bursátiles de la zona del euro descendieron en todos los sectores en julio. En particular, las cotizaciones del sector financiero de la zona del euro registraron una fuerte caída por la evolución de los mercados de deuda soberana de la zona. Al final del período de referencia, las cotizaciones del sector financiero se situaban un 15,2% por debajo del nivel observado a finales de junio. Las cotizaciones del sector industrial también experimentaron acusados descensos, mientras que las de los sectores de atención sanitaria y de bienes de consumo siguieron viéndose relativamente menos afectadas. En Estados Unidos, las cotizaciones del sector industrial y del de atención sanitaria se situaron entre las que mostraron peores resultados, mientras que la reducción de las cotizaciones del sector tecnológico, así como las del sector de petróleo y gas, fue relativamente limitada.

Recuadro 3

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

Las cuentas integradas de la zona del euro hasta el primer trimestre de 2011, que se publicaron el 29 de julio de 2011, ofrecen información completa sobre las rentas, los gastos y las decisiones de financiación y de cartera de los sectores institucionales de la zona del euro. En un contexto de continua recuperación, los últimos datos apuntan a un reequilibrio progresivo de los déficits/superávits financieros en todos los sectores de la zona del euro. La tasa de ahorro de los hogares se mantuvo en el nivel más bajo observado desde 2000, por lo que el consumo privado registró cierta capacidad de resistencia frente a una perturbación fuerte y persistente de los precios de las materias primas. La inversión de las sociedades no financieras aumentó, al igual que su necesidad de financiación. Las Administraciones Públicas lograron recortar sus déficits significativamente en el primer trimestre de 2011. Además, el patrón de una pronunciada desintermediación financiera que se había observado desde el inicio de la crisis financiera parece estar retrocediendo.

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

La renta bruta disponible de la zona del euro, en términos nominales, creció con más rapidez en el primer trimestre de 2011, a una tasa de crecimiento interanual del 3,7%, beneficiando, en concreto, a las Administraciones Públicas y a los hogares (véase gráfico A).

El ahorro de la zona del euro registró un notable aumento, en tasa interanual, debido a que la expansión de la renta de la zona del euro fue más rápida que la del consumo total (marcado por un crecimiento del consumo público considerablemente menor), siendo el reducido desahorro de las Administraciones Públicas el que más contribuyó, mientras que el ahorro bruto de los hogares continuó descendiendo. La formación bruta de capital se recuperó con mucha más celeridad (11,9%, en tasa interanual), como consecuencia de una cierta acumulación de existencias, así como de un sólido crecimiento de la formación bruta de capital fijo, que reflejó en parte los considerables efectos de las favorables condiciones meteorológicas.

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

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

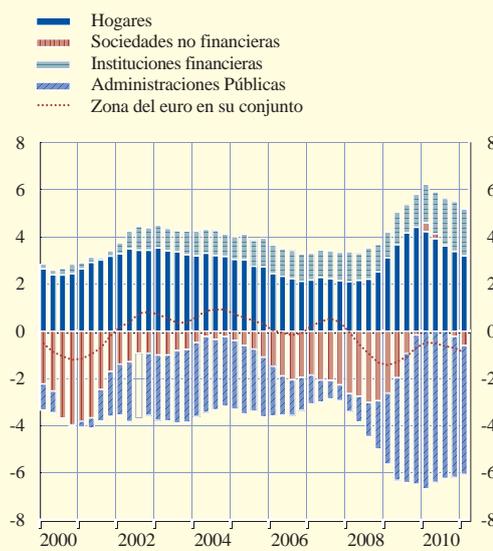
(tasa de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y BCE.

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

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



Fuentes: Eurostat y BCE.

Al crecer la inversión total de la zona del euro con más rapidez que el ahorro, la necesidad de financiación de la zona del euro aumentó (hasta el 0,9% del PIB, en términos acumulados de los cuatro últimos trimestres). Desde un punto de vista sectorial, este aumento ocultó un nuevo reequilibrio entre los sectores, con una reducción adicional de la necesidad de financiación de las Administraciones Públicas (su déficit cayó hasta el 5,5% del PIB en términos acumulados de los cuatro últimos trimestres, desde un máximo del 6,7% en el primer trimestre de 2010) y un nuevo descenso de la capacidad de financiación de los hogares, mientras que la necesidad de financiación de las sociedades no financieras se incrementó sustancialmente (véase gráfico B)².

Todo lo anterior puede observarse reflejado en las cuentas exteriores, donde el deterioro del saldo por cuenta corriente refleja el impacto adverso de la relación real de intercambio, que solo se vio compensado en parte por una contribución positiva de la demanda exterior neta en términos reales. Por el lado de la financiación, se incrementaron las operaciones transfronterizas por importe de 100 mm de euros al trimestre, lo que apunta a una normalización gradual. En cuanto a los recursos para hacer frente a las necesidades de financiación netas de la zona del euro, los flujos de entrada netos de acciones y participaciones continuaron sustituyendo gradualmente a los menores flujos de entrada netos de valores distintos de acciones.

Evolución de los sectores institucionales

La nueva aceleración del crecimiento de la renta nominal de los *hogares* (2,4%, en tasa interanual) en el primer trimestre de 2011 estuvo determinada por un aumento más rápido de los salarios, por

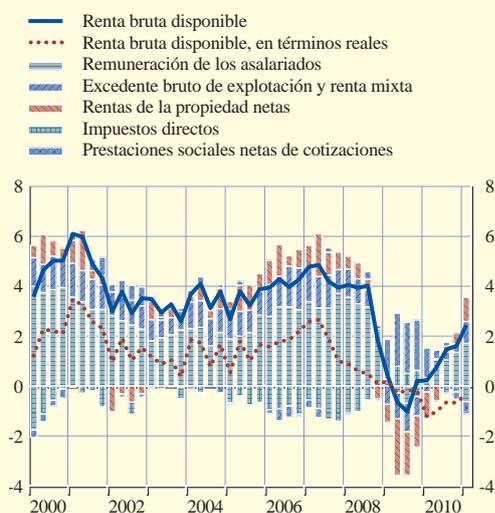
² La capacidad/necesidad de financiación de un sector es el saldo de su cuenta de capital, que mide el exceso de ahorro y de transferencias de capital netas recibidas con respecto a las inversiones de capital (capacidad de financiación), o viceversa (necesidad de financiación). Es también el saldo de las cuentas financieras lo que mide la diferencia entre las operaciones de activos financieros y las operaciones de pasivos.

las elevadas rentas mixtas y por el auge de las rentas de la propiedad recibidas (dividendos), mientras que el flujo de rentas procedente del sector Administraciones Públicas (transferencias sociales netas y pagos de impuestos) siguió constituyendo un lastre cada vez mayor. La renta de los hogares continuó disminuyendo en términos reales, aunque a un ritmo mucho más lento que en los cuatro trimestres anteriores, debido al aumento de la inflación, que tuvo su origen, principalmente, en el incremento de los precios de las materias primas (gráfico C). En este contexto, el crecimiento interanual del consumo privado fue de nuevo mayor que el crecimiento de la renta, ya que los hogares decidieron seguir recurriendo a los ahorros mantenidos por motivos de precaución. En términos desestacionalizados, su tasa de ahorro se mantuvo en el bajísimo nivel registrado en el trimestre anterior (13,3%) (véase gráfico D), que es coherente con un ligera mejora de las perspectivas de empleo, con una creciente riqueza de los hogares y con un repunte de algunos mercados de la vivienda. Al seguir contrayéndose los flujos de ahorro, en tasa interanual, y recuperarse la inversión en vivienda, la capacidad de financiación de los hogares cayó otra vez considerablemente, acercándose a niveles anteriores a la crisis. Se continuó registrando un crecimiento de los préstamos contraídos a un ritmo moderado, mientras que se desaceleró la acumulación de activos financieros y se observaron señales de una vuelta a la financiación intermediada por las entidades de crédito.

El excedente bruto de explotación de las *sociedades no financieras* volvió a crecer de forma acusada en el primer trimestre de 2011, debido al sólido incremento del valor añadido, a pesar de un nuevo aumento del crecimiento de la remuneración de los asalariados. Sin embargo, los impuestos directos pagados y los dividendos distribuidos, que fueron mucho más elevados, condujeron a una simple estabilización del ahorro de las sociedades no financieras en niveles altos, lo que, unido a una expansión más rápida de la inversión en capital fijo y a la acumulación de existencias, indujo a las sociedades no financieras a reducir su recurso a la financiación interna. Así pues, la necesidad de financiación se incrementó fuertemente en este trimestre (gráfico E). Este comportamiento expansivo de las sociedades no financieras no

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

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y BCE.

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

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

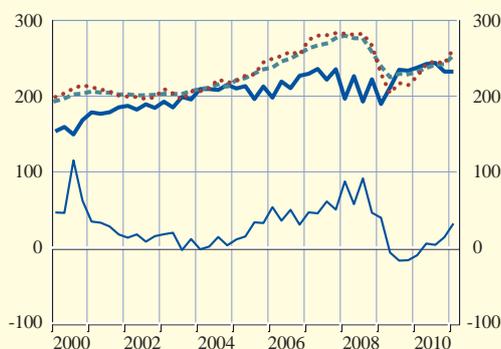


Fuentes: Eurostat y BCE.

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

(mm de euros; datos desestacionalizados)

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

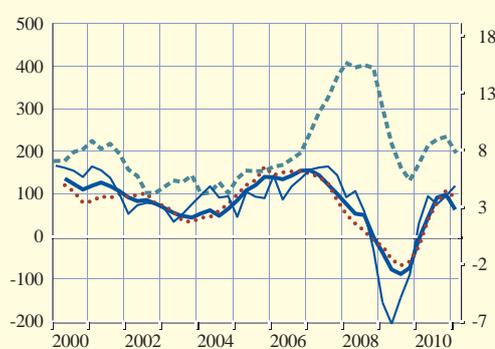


Fuentes: Eurostat y BCE.

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

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

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



Fuentes: Eurostat y BCE.

Nota: El BCE estima los créditos comerciales pendientes de cobro y pago utilizando información parcial.

se tradujo, sin embargo, en un mayor crecimiento de su financiación externa total, debido a señales de reintermediación: los préstamos de las instituciones financieras monetarias se recuperaron (pasando a ser positivos en el primer trimestre de 2011), mientras que la hasta entonces intensa financiación de mercado y el auge de los préstamos intrasectoriales (crédito comercial y financiación intragrupo) se moderaron. Tras la quiebra de Lehman Brothers, el crédito comercial se contrajo considerablemente menos que el valor añadido, lo que atenuó las restricciones del crédito bancario (sobre todo para las pequeñas y medianas empresas) y/o los problemas de acceso al mercado (véase gráfico F). Al mismo tiempo, las sociedades no financieras volvieron a aumentar sus reservas de liquidez (depósitos y, en particular, valores distintos de acciones), lo que indica que siguieron actuando con precaución.

En este contexto, los déficits de las *Administraciones Públicas* se redujeron de forma acusada en el primer trimestre de 2011, como consecuencia tanto de los estabilizadores automáticos en una economía en recuperación como del impacto de las importantes medidas de consolidación. Los impuestos y las cotizaciones sociales crecieron de forma sólida, mientras que el gasto total se contrajo, en términos interanuales, por primera vez desde el inicio de la Unión Monetaria. El crecimiento interanual de la remuneración de los empleados públicos también se mantuvo próximo a cero por tercer trimestre consecutivo. No obstante, la emisión de deuda siguió siendo elevada.

De nuevo, el aumento de la renta disponible de las *instituciones financieras* se debió, fundamentalmente, al hecho de que el crecimiento de los dividendos obtenidos fue más elevado que el de los dividendos pagados, mientras que el valor añadido y los intereses netos recibidos crecieron más lentamente. El elevado importe de los beneficios netos no distribuidos (40 mm de euros por trimestre) compensó las pérdidas de valor de los valores distintos de acciones mantenidos (derivadas de las turbulencias observadas en algunos mercados de deuda pública) y de los instrumentos denominados en

dólares estadounidenses (véase gráfico G). En el primer trimestre de 2011 se generaron escasas ganancias de capital en acciones y participaciones, en contraste con lo experimentado en seis de los siete trimestres anteriores. En un contexto de presiones a favor del desapalancamiento, el incremento de los balances de las instituciones financieras (excluido el préstamo interbancario) siguió siendo moderado, y ascendió, en promedio, a 200 mm de euros al trimestre, frente a una cifra cercana a 1 billón de euros en el anterior período de fuerte apalancamiento. Sin embargo, el patrón de acusada desintermediación financiera que se ha observado desde el inicio de la crisis financiera parece estar desapareciendo: los hogares prefieren la financiación intermediada y la financiación externa de las sociedades no financieras recurre menos a la financiación intrasectorial o a la financiación de mercado.

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

(flujos trimestrales; mm de euros)



Fuentes: Eurostat y BCE.

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

Mercados financieros

Por lo que se refiere al *mercado de valores distintos de acciones*, el sector Administraciones Públicas aumentó su número de emisiones de deuda en el primer trimestre de 2011 (un patrón estacional), mientras que las sociedades no financieras redujeron de nuevo su recurso a este mercado, en términos acumulados de cuatro trimestres, y las instituciones financieras monetarias reanudaron sus considerables emisiones de deuda (en parte, un patrón estacional). Las sociedades no financieras, los hogares, las empresas de seguros y los fondos de pensiones y otros intermediarios financieros no monetarios (denominados «otros intermediarios financieros») aumentaron su cartera de valores distintos de acciones, mientras que las instituciones financieras monetarias moderaron su actividad vendedora. El resto del mundo fue un importante comprador neto. En el *mercado de fondos de inversión*, la emisión de participaciones en fondos de inversión distintos de los fondos del mercado monetario, que partía de niveles elevados, se moderó en cierta medida (mientras que continuaron las amortizaciones de participaciones en fondos del mercado monetario), siendo las empresas de seguros y los no residentes los mayores compradores netos. En el *mercado de acciones cotizadas*, la emisión neta se moderó en el caso de las instituciones financieras monetarias, pero se aceleró ligeramente de nuevo en el caso de las sociedades no financieras. Estos dos sectores fueron vendedores de acciones cotizadas, mientras que los no residentes fueron importantes compradores netos. En el *mercado de préstamos*, las sociedades no financieras cesaron sus amortizaciones netas de préstamos de las instituciones financieras monetarias y reanudaron la contracción de préstamos, en particular en el segmento a corto plazo, mientras que el crecimiento de los pasivos de los hogares en forma de préstamos se mantuvo estable.

Evolución de los balances

En el primer trimestre de 2011, el patrimonio neto de los hogares continuó creciendo a una tasa interanual significativa, que, sin embargo, cayó hasta el 18% de su renta. Aparte de la positiva influencia

Gráfico H Variaciones del patrimonio neto de los hogares

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



Fuentes: Eurostat y BCE.

Notas: Los datos de activos no financieros son estimados por el BCE.

1) Principalmente, pérdidas y ganancias de capital de activos inmobiliarios y de suelo.

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

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

del ahorro neto (7,9% de la renta, que siguió descendiendo gradualmente a causa de la reducción observada en las tasas de ahorro), los hogares se beneficiaron de las ganancias de capital (10,2% de la renta) —pero menos que en los dos trimestres precedentes—, principalmente derivadas de los precios de la vivienda. Los precios de los inmuebles residenciales han estado subiendo, en tasa interanual, durante cinco trimestres consecutivos, tras cinco trimestres sucesivos de caídas (véase gráfico H).

3 PRECIOS Y COSTES

Según el avance de Eurostat, la inflación interanual de la zona del euro medida por el IAPC fue del 2,5% en julio de 2011, frente al 2,7% de junio. Las tasas relativamente elevadas registradas por la inflación en los últimos meses reflejan, en gran medida, la subida de los precios de la energía y de las materias primas. Sigue siendo de primordial importancia que el aumento de la inflación medida por el IAPC no provoque efectos de segunda vuelta en la fijación de precios y salario dando lugar a presiones inflacionistas generalizadas. Las expectativas de inflación deben permanecer firmemente ancladas, en consonancia con el objetivo del Consejo de Gobierno de mantener las tasas de inflación en un nivel inferior, aunque próximo, al 2% a medio plazo. Los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios a medio plazo siguen al alza.

3.1 PRECIOS DE CONSUMO

Según el avance de Eurostat, la inflación interanual de la zona del euro medida por el IAPC fue del 2,5% en julio de 2011, frente al 2,7% de mayo y junio (véase cuadro 5). Aunque todavía no se dispone de una desagregación detallada de los componentes del IAPC, es probable que la mayor parte de este descenso tenga su origen en cambios metodológicos que influyen en el cálculo de bienes estacionales en la elaboración del IAPC¹.

En junio, el último mes para el que se dispone de una desagregación oficial, la tasa de variación interanual de los precios de la energía se redujo ligeramente, hasta el 10,9%, desde el 11,1% de mayo, debido, en gran parte, al descenso intermensual de los precios de productos derivados del petróleo como los combustibles y lubricantes para vehículos privados.

La tasa de variación interanual de los precios de los alimentos no elaborados se redujo desde el 2,4% en mayo hasta el 2% en junio, principalmente como consecuencia de la disminución de la tasa de variación interanual del precio de la fruta, mientras que la correspondiente al precio de las verduras se mantuvo estable, en el 0,1%. La tasa de inflación interanual de los alimentos elaborados descendió ligeramente en junio, hasta el 3,1%, la primera caída desde marzo de 2010, pese a registrarse un aumento de las

¹ Para más detalles, véase el recuadro titulado «Cambios metodológicos en la elaboración del IAPC y su impacto sobre los datos más recientes», *Boletín Mensual*, BCE, abril de 2011.

Cuadro 5 Evolución de los precios

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

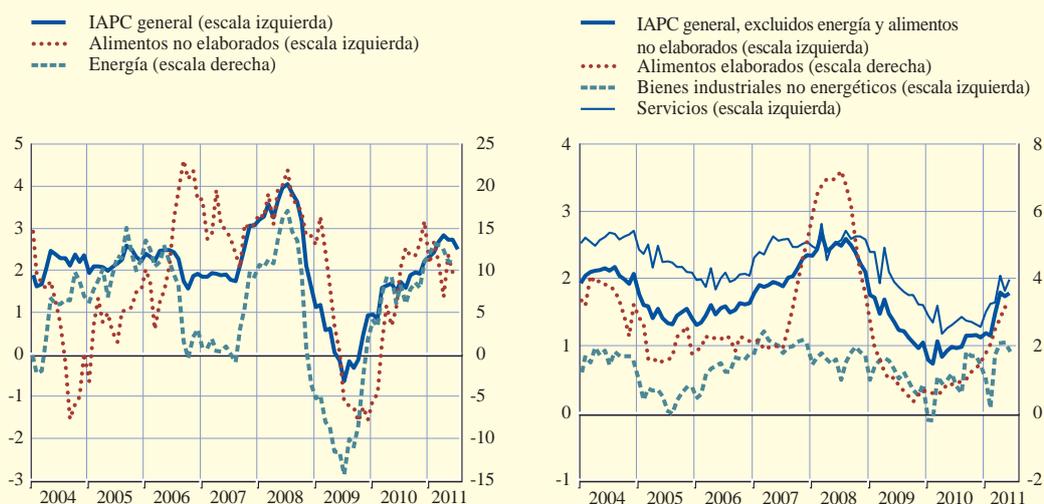
	2009	2010	2011 Feb	2011 Mar	2011 Abr	2011 May	2011 Jun	2011 Jul
IAPC y sus componentes								
Índice general ¹⁾	0,3	1,6	2,4	2,7	2,8	2,7	2,7	2,5
Energía	-8,1	7,4	13,1	13,0	12,5	11,1	10,9	.
Alimentos no elaborados	0,2	1,3	2,7	2,2	1,4	2,4	2,0	.
Alimentos elaborados	1,1	0,9	2,0	2,5	2,8	3,2	3,1	.
Bienes industriales no energéticos	0,6	0,5	0,1	0,9	1,0	1,0	0,9	.
Servicios	2,0	1,4	1,6	1,6	2,0	1,8	2,0	.
Otros indicadores de precios								
Precios industriales	-5,1	2,9	6,6	6,8	6,8	6,2	5,9	.
Precios del petróleo (euro/barril)	44,6	60,7	76,6	82,1	85,1	79,8	79,1	81,7
Precios de las materias primas no energéticas	-18,5	44,7	47,5	35,7	15,1	11,1	8,7	7,8

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

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

Gráfico 22 Desagregación del IAPC por principales componentes

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

tasas de variación interanual de los precios del pan y los cereales, así como de los productos lácteos. La tasa de variación interanual de los precios del tabaco continuó disminuyendo por tercer mes consecutivo.

Si se excluyen los alimentos y la energía, que representan cerca del 30% de la cesta del IAPC, la inflación interanual medida por el IAPC aumentó ligeramente, desde el 1,5% registrado en mayo hasta el 1,6% de junio. Esta partida agregada, que consta de dos componentes principales, —los bienes industriales no energéticos y los servicios—, ha estado creciendo en los últimos meses a tasas interanuales más elevadas que en el segundo semestre de 2010.

En junio, la tasa de variación interanual de los bienes industriales no energéticos se moderó hasta situarse en el 0,9%, como consecuencia, entre otros factores, de la disminución de las tasas de variación interanual de los precios de los artículos de vestir y del calzado. La inflación de precios de los servicios volvió a aumentar hasta el 2% en junio, reflejando el incremento de las tasas de variación interanual de los precios de los servicios recreativos y personales (sobre todo, las vacaciones organizadas), así como de los servicios de transporte.

3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

La inflación de los precios industriales (excluida la construcción) disminuyó hasta situarse en una tasa interanual del 5,9% en junio 2011, frente al 6,2% de mayo. Este descenso es atribuible, principalmente, a la caída de 1,1 puntos porcentuales del componente energético (véase gráfico 23). La inflación medida por el IPRI, excluidas la construcción y la energía, se mantuvo invariable en junio, en el 4,2%.

En fases posteriores de la cadena de producción, la inflación de los precios industriales en la rama de bienes de consumo se moderó desde el 3,5% registrado en mayo hasta el 3,4% de junio, debido a una ligera reducción en el componente de alimentos, que fue resultado, principalmente, de un efecto de

Gráfico 23 Desagregación de los precios industriales

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

(índices de difusión; datos mensuales)



Fuente: Markit.

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

base. La tasa de variación interanual del componente de alimentos del IPRI se mantiene por debajo de las tasas registradas en 2008 y sugiere una transmisión aún incompleta de las subidas de los precios de las materias primas alimenticias a los precios industriales y de consumo. La tasa de variación interanual de los bienes de consumo no alimenticio no se modificó y permaneció en el 1,5 %, el valor más alto observado desde 2001. El elevado nivel de la inflación de los precios industriales en la rama de bienes de consumo indica la existencia de continuas presiones latentes sobre la inflación subyacente de los precios de consumo a nivel interno, mientras que las presiones externas derivadas de los precios de importación han disminuido progresivamente desde diciembre de 2010, como consecuencia de la apreciación del euro.

De cara al futuro, la mayor parte de los indicadores procedentes de las encuestas sobre precios, que adelantan la evolución del IPRI, continuaron disminuyendo en julio de 2011, aunque se mantuvieron por encima de sus medias históricas (véase gráfico 24). Al igual que en junio, la información sobre precios obtenida del índice de directores de compras muestra una evolución opuesta de las manufacturas y de los servicios en julio. En las manufacturas, el índice de precios de venta descendió por cuarto mes consecutivo de 57,2 en junio a 54,3 en julio, situándose bastante por debajo del máximo de 61,5 registrado en marzo de 2011. Es muy probable que esta disminución esté relacionada con la nueva caída del índice de precios de los bienes intermedios en el sector manufacturero, que se redujo de 62,5 en junio a 58,2 en julio. Este es el nivel más bajo registrado desde enero de 2010, y apunta a una ligera relajación de las presiones sobre los precios en la cadena de producción. En el sector servicios, el índice de precios de venta se mantuvo en 52,4, el valor más elevado desde julio de 2008, mientras que el índice de precios de bienes intermedios se redujo de 57,3 en junio a 56,7 en julio.

En resumen, la disminución de la tasa de variación interanual de los precios industriales es consecuencia de cierta moderación del crecimiento de los precios de las materias primas. Sin embargo, la inflación de los precios industriales sigue siendo elevada, lo que indica que persisten las presiones latentes.

3.3 INDICADORES DE COSTES LABORALES

Los indicadores de costes laborales registraron un ligero avance en el primer trimestre de 2011, en consonancia con la mejora observada en la situación de los mercados de trabajo. La información preliminar sobre los salarios negociados correspondiente a mayo sugiere que el patrón de moderación del crecimiento de los salarios en 2010 ha continuado, en general, en 2011.

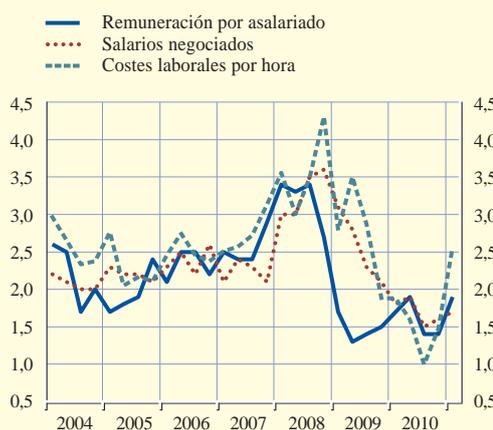
Los salarios negociados de la zona del euro crecieron un 1,7%, en tasa interanual, en el primer trimestre de 2011, tras el 1,6% del cuarto trimestre de 2010 (véanse cuadro 6 y gráfico 25). La tasa de crecimiento interanual de los costes laborales por hora aumentó de manera pronunciada, hasta el 2,6%, en el primer trimestre de 2011, tras una tasa de crecimiento, revisada a la baja, de hasta el 1,5% en el cuarto trimestre de 2010. Este aumento fue generalizado en todos los sectores (véase gráfico 26).

El crecimiento de los costes laborales por hora se aceleró en la mayoría de los países de la zona del euro, pero se moderó en unos pocos, mientras que únicamente Irlanda y Grecia informaron de caídas interanuales de los costes laborales por hora en el primer trimestre. En general, los costes no salariales siguieron creciendo con más rapidez que el componente de sueldos y salarios de los costes laborales por hora de la zona del euro.

La tasa de crecimiento interanual de la productividad del trabajo por persona ocupada aumentó hasta el 2,1% en el primer trimestre de 2011, desde el 1,7% del cuarto trimestre de 2010. Como esta tasa superó

Gráfico 25 Indicadores de costes laborales

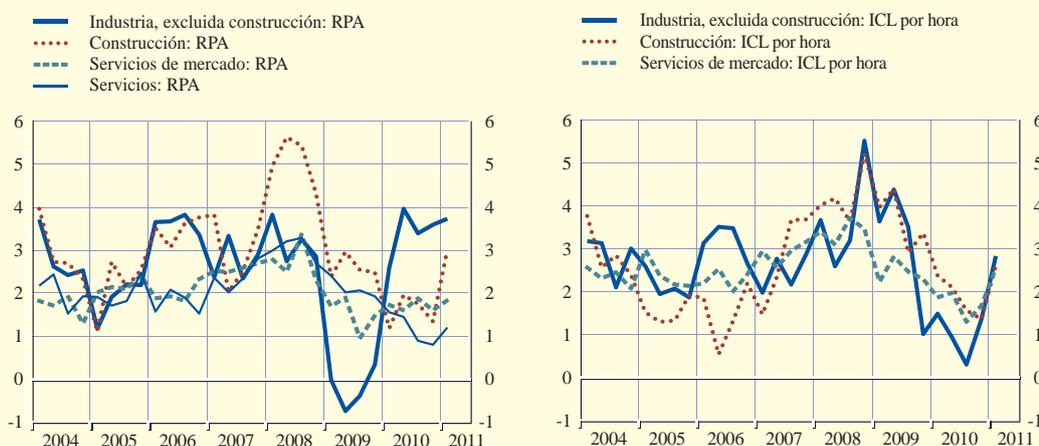
(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



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.

Cuadro 6 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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

Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

la de la remuneración por asalariado (el 1,9 % en el primer trimestre de 2011, tras el 1,4 % del cuarto trimestre de 2010), los costes laborales unitarios experimentaron un descenso interanual del 0,2 %, prácticamente similar al observado en el cuarto trimestre de 2010.

3.4 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

De cara al futuro, es probable que las tasas de inflación se mantengan claramente por encima del 2 % en los próximos meses. Las presiones al alza sobre la inflación, generadas fundamentalmente por los precios de la energía y de las materias primas, también son evidentes en las primeras fases del proceso de producción. Sigue siendo de primordial importancia que el aumento de la inflación medida por el IAPC no provoque efectos de segunda vuelta en la fijación de precios y salarios, dando lugar a presiones inflacionistas generalizadas. Las expectativas de inflación deben permanecer firmemente ancladas, en consonancia con el objetivo del Consejo de Gobierno de mantener las tasas de inflación en un nivel inferior, aunque próximo, al 2 % a medio plazo.

La última encuesta del BCE a expertos en previsión económica (véase recuadro 4) muestra, en relación con la encuesta anterior, que los encuestados han revisado ligeramente al alza sus perspectivas de inflación para 2011 y 2012, hasta el 2,6 % y el 2 %, respectivamente. Las expectativas para 2013 sitúan la inflación en el 1,9 %. Las expectativas de inflación de los encuestados para el período comprendido entre 2011 y 2013 se sitúan dentro de los intervalos indicados en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2011. Las expectativas de inflación a largo plazo (para 2016) se mantienen sin variación, en el 2 %.

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

Recuadro 4

RESULTADOS DE LA ENCUESTA DEL BCE A EXPERTOS EN PREVISIÓN ECONÓMICA CORRESPONDIENTES AL TERCER TRIMESTRE DE 2011

En este recuadro se presentan los resultados de la encuesta a expertos en previsión económica (EPE) correspondientes al tercer trimestre de 2011. La encuesta se realizó entre el 14 y el 19 de julio de 2011 y se recibieron 50 respuestas¹.

Los resultados suponen una ligera revisión al alza de las expectativas de inflación a más corto plazo para 2011 y 2012, debido principalmente al impacto de la evolución de los precios de las materias primas y del aumento de los impuestos indirectos. Las expectativas de crecimiento del PIB para 2011 se han revisado al alza, principalmente como consecuencia de un aumento de la actividad en la zona del euro mayor de lo esperado a comienzos del año, mientras que para 2012 se han revisado ligeramente a la baja. Por lo que respecta a las expectativas de inflación a más largo plazo (para 2016), la predicción puntual media se mantiene sin variación en el 2 %, al igual que la predicción mediana, que también se mantiene estable en el 2 %.

Ligera revisión al alza de las expectativas de inflación a más corto plazo tanto para 2011 como para 2012

Las expectativas de inflación de la EPE para 2011 y 2012 se sitúan en el 2,6 % y el 2 %, respectivamente, lo que supone una revisión al alza en comparación con la última encuesta de alrededor de 0,1 puntos porcentuales para ambos horizontes. Las expectativas para 2013 se sitúan en el 1,9 % (véase

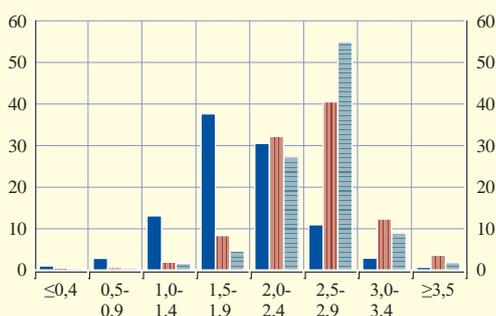
¹ La encuesta recopila información sobre las expectativas de inflación, crecimiento del PIB real y tasa de desempleo de la zona del euro, basadas en las predicciones de expertos de instituciones financieras y no financieras radicadas en la UE. Los datos se publican en la dirección del BCE en Internet: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

Gráfico A Distribución de probabilidad agregada para las expectativas de inflación media anual en 2011 y 2012 en las últimas encuestas EPE¹⁾

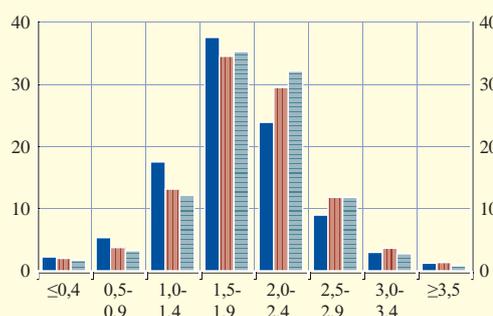
(probabilidad en porcentaje)

■ EPE I 2011
■ EPE II 2011
■ EPE III 2011

a) 2011



b) 2012



Fuente: BCE.

1) Corresponde a la media de las distribuciones de probabilidad individuales asignadas por los expertos en previsión económica.

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

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

Inflación medida por el IAPC	Horizonte de la encuesta			
	2011	2012	2013	A más largo plazo ²⁾
EPE III 2011	2,6	2,0	1,9	2,0
<i>EPE anterior (II 2011)</i>	2,5	1,9	-	2,0
Proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema	2,5-2,7	1,1-2,3	-	-
Consensus Economics (julio 2011)	2,6	1,9	1,7	2,3
Barómetro de la Zona del Euro (julio 2011)	2,6	1,9	1,9	2,1
Crecimiento del PIB real	2011	2012	2013	A más largo plazo ²⁾
EPE III 2011	1,9	1,6	1,8	1,9
<i>EPE anterior (II 2011)</i>	1,7	1,7	-	1,9
Proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema	1,5-2,3	0,6-2,8	-	-
Consensus Economics (julio 2011)	2,0	1,6	1,7	1,6
Barómetro de la Zona del Euro (julio 2011)	2,0	1,7	1,7	1,9
Tasa de desempleo ¹⁾	2011	2012	2013	A más largo plazo ²⁾
EPE III 2011	9,8	9,5	9,2	8,2
<i>EPE anterior (II 2011)</i>	9,8	9,5	-	8,2
Consensus Economics (julio 2011)	9,8	9,5	-	-
Barómetro de la Zona del Euro (julio 2011)	9,8	9,4	9,1	8,2

1) En porcentaje de la población activa.

2) Las expectativas de inflación a más largo plazo se refieren a 2015 en el Barómetro de la Zona del Euro y en la EPE anterior, y a 2016 en la EPE del tercer trimestre de 2011 y Consensus Economics. Las expectativas para 2013 y las expectativas a más largo plazo de Consensus Economics provienen de la publicación de abril de 2011.

cuadro). Las expectativas de inflación de la EPE para el período comprendido entre 2011 y 2013 son, en general, coherentes con las previsiones correspondientes de julio de 2011 de Consensus Economics y del Barómetro de la Zona del Euro.

Mientras que la previsión media para 2011 solo ha aumentado ligeramente, la distribución de probabilidad agregada se ha desplazado considerablemente hacia niveles más elevados. Para el intervalo comprendido entre el 2,5 % y el 2,9 %, la probabilidad se sitúa ahora en el 55 %. Para 2012 y 2013, las probabilidades más altas se asocian todavía a los intervalos comprendidos entre el 1,5 % y el 1,9 % y entre el 2 % y el 2,4 %, con algo más de un 30 % en cada caso (véase gráfico A).

La ligera revisión al alza de las previsiones puntuales para 2011 y 2012 se debe a la evolución de los precios de las materias primas, en particular de los precios del petróleo, que, a juicio de algunos encuestados, está afectando a la inflación subyacente. El escenario de referencia de los expertos incorpora también presiones al alza de los salarios, especialmente en los países con mayores tasas de crecimiento, y aumentos de los impuestos indirectos y de los precios administrados. No obstante, se estima que el impacto total de las medidas fiscales sobre las perspectivas de inflación es, en general, neutro, dado que se prevé que la consolidación fiscal tenga un efecto moderador sobre la demanda agregada. Los principales riesgos al alza para las perspectivas de inflación de referencia son que se produzcan nuevas subidas de los precios del petróleo y de los alimentos y los consiguientes efectos de segunda vuelta, así como un riesgo más general de presiones más pronunciadas como consecuencia de la transmisión de los incrementos de los costes laborales unitarios y de los impuestos a los precios de consumo. Como principal riesgo a la baja se menciona la posibilidad de que las perspectivas

económicas sean menos favorables de lo previsto. Basándose en las distribuciones de probabilidad individuales, los encuestados consideran que los riesgos para sus previsiones se inclinan ligeramente a la baja en todo el horizonte de predicción².

Las expectativas de inflación a más largo plazo se mantienen estables en el 2 %

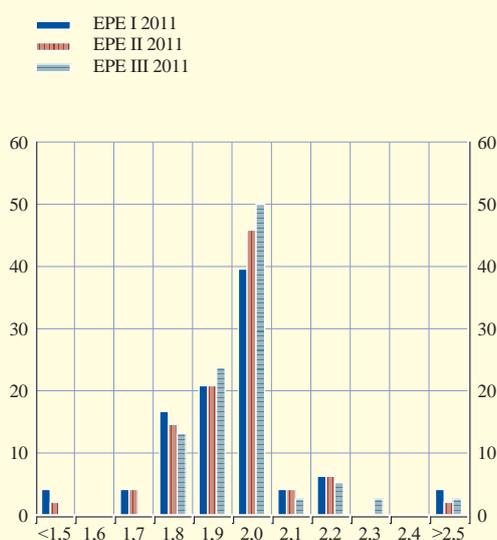
En promedio, las expectativas de inflación a más largo plazo se mantienen sin variación, en el 2 %, para 2016 (en el 2,01 % con dos decimales, lo que representa el segundo nivel más alto registrado después del tercer trimestre de 2008 y un aumento de 0,05 puntos porcentuales en comparación con la encuesta anterior). La mediana y la moda de las previsiones también se mantienen estables en el 2 %. La distribución se concentra todavía en el intervalo comprendido entre el 1,8 % y el 2 %; no obstante, el porcentaje de encuestados que se inclinan por una previsión del 2 % ha aumentado hasta el 50 % (la segunda cifra más alta registrada hasta ahora, tras el 57 % del segundo trimestre de 2008). En comparación con las previsiones a más largo plazo publicadas en abril de 2011 por Consensus Economics (para 2016) y en julio de 2011 en el Barómetro de la Zona del Euro (para 2015), las expectativas de inflación a más largo plazo de la EPE se sitúan 0,3 y 0,1 puntos porcentuales por debajo, respectivamente.

La distribución de probabilidad agregada se ha desplazado ligeramente hacia tasas más elevadas que en la encuesta anterior. De hecho, la probabilidad de que la inflación sea igual o superior al 2 % ha aumentado de nuevo, hasta el 52 %, desde el 50 % registrado en la encuesta anterior. Desde que se realiza la

2 Los riesgos se definen como alcistas (bajistas) cuando es menor el número de encuestados cuyas previsiones se sitúan por encima (por debajo) de la media de su distribución de probabilidad que el número de encuestados cuyas previsiones se encuentran por debajo (por encima) de dicha media.

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

(porcentaje de encuestados)



Fuente: BCE.

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

(en porcentaje)

— Desviación típica de las previsiones puntuales
 Incertidumbre agregada
 - - - Probabilidad de inflación igual o superior al 2% (escala derecha)



Fuente: BCE.

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

EPE, el umbral del 50% solo se había sobrepasado en el segundo semestre de 2008. Dado que hay un mayor número de encuestados con previsiones por encima de la mediana de su distribución de probabilidad, puede considerarse que los riesgos que rodean a la previsión puntual media son riesgos a la baja.

El desacuerdo entre los expertos en cuanto a sus expectativas de inflación a más largo plazo, medido por la desviación típica de sus previsiones, se mantiene, sin variación, en 0,2 puntos porcentuales. En términos agregados, la incertidumbre que rodea a dichas expectativas, medida por la desviación típica de la distribución de probabilidad agregada, se ha reducido con respecto al máximo histórico registrado en la EPE anterior (véase gráfico C)³.

Las expectativas de crecimiento del PIB se revisan al alza para 2011 y a la baja para 2012

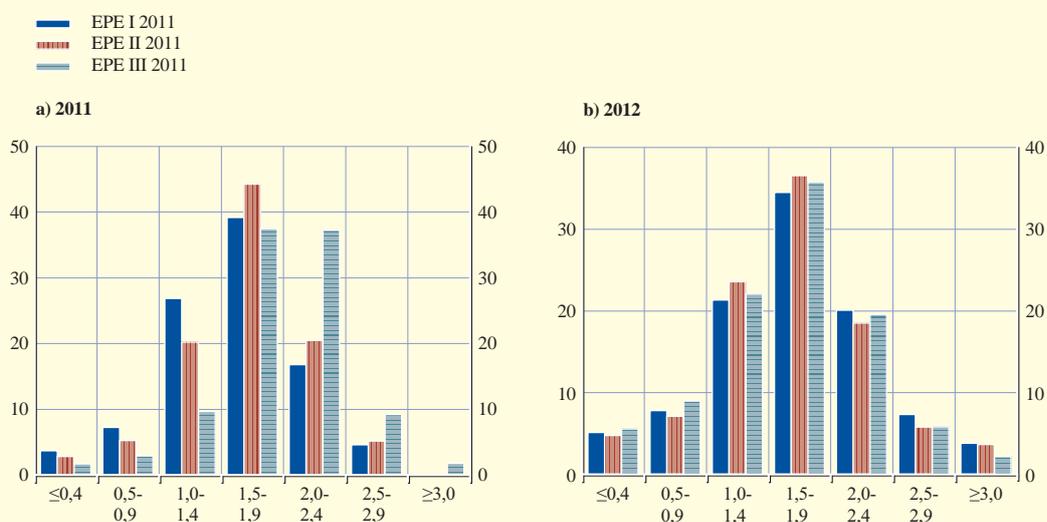
En promedio, las expectativas de crecimiento del PIB a más corto plazo se han revisado al alza para 2011 y ligeramente a la baja para 2012, y se sitúan ahora en el 1,9% (+0,2 puntos porcentuales) y en el 1,6 (-0,1 puntos porcentuales), respectivamente. Las expectativas para 2013 se sitúan en el 1,8%. La distribución de probabilidad agregada para 2011 se ha desplazado notablemente hacia mayores tasas: los encuestados asignan ahora una probabilidad de casi el 40% tanto al intervalo comprendido entre el 1,5% y el 1,9% como al comprendido entre el 2% y el 2,4%. Con respecto a 2012 y 2013, las distribuciones de probabilidad agregada se concentran de forma mucho más clara en el intervalo comprendido entre el 1,5% y el 1,9% (véase gráfico D).

En opinión de los encuestados, la revisión al alza de la predicción en 2011 refleja, principalmente, el crecimiento más sólido de lo esperado registrado a comienzos de año en la zona del euro. Se prevé

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

Gráfico D Distribución de probabilidad agregada de las expectativas de crecimiento del PIB en 2011 y 2012 en las últimas encuestas EPE¹⁾

(probabilidad en porcentaje)



Fuente: BCE.

1) Corresponde a la media de las distribuciones de probabilidad individuales asignadas por los expertos en previsión económica.

una desaceleración del crecimiento en la zona del euro en los trimestres restantes de 2011, debido a la moderada expansión de la demanda mundial, al impacto negativo del endurecimiento de la política fiscal y a los diversos efectos del alza de precios de las materias primas (por ejemplo, el aumento de los costes de producción y la reducción del poder adquisitivo real de los hogares). En conjunto, los encuestados consideran que los riesgos para las perspectivas de crecimiento se inclinan a la baja durante todo el horizonte de la predicción y estiman que los principales riesgos a la baja para las perspectivas de crecimiento se encuentran en: i) un impacto mayor de lo previsto de las medidas de austeridad y endurecimiento de la política fiscal, especialmente en los países de la zona del euro con dificultades fiscales; ii) las nuevas subidas de los precios del petróleo; iii) la desaceleración del crecimiento en las economías emergentes, así como en Estados Unidos, y iv) la posibilidad de que las condiciones de financiación se tornen más restrictivas.

Las expectativas de crecimiento a más largo plazo (para 2016) se sitúan en el 1,9%. Se estima que los riesgos para estas perspectivas de crecimiento a más largo plazo son bajistas. La distribución de probabilidad agregada se mantiene prácticamente estable en comparación con la EPE anterior. Los expertos todavía asignan una probabilidad de alrededor del 30% a un crecimiento del PIB real a más largo plazo situado en el intervalo comprendido entre el 1,5% y el 1,9%, mientras que la probabilidad de que se sitúe entre el 2% y el 2,4% se ha mantenido en niveles próximos al 25%.

Expectativas de que la tasa de desempleo no varíe en 2011 y 2012

Las expectativas respecto a la tasa de desempleo se han mantenido estables en el 9,8% para 2011 y en el 9,5% para 2012, y se sitúan en el 9,2% para 2013. Así pues, los expertos solo prevén un descenso gradual de la tasa de desempleo durante el horizonte de la predicción. El principal riesgo al alza para este escenario es una posible desaceleración de la actividad económica. Los riesgos a la baja guardan relación, sobre todo, con el éxito de las reformas en curso de los mercados laborales, que permitiría una mayor flexibilidad en estos mercados. Comparando las predicciones con las medias de las distribuciones de probabilidad, se estima que los riesgos son bajistas para 2011 y alcistas tanto para 2012 como para 2013.

Las expectativas respecto a la tasa de desempleo a más largo plazo (para 2016) se mantienen estables en el 8,2% y se considera que los riesgos son alcistas. La distribución de probabilidad agregada se ha desplazado ligeramente hacia porcentajes más elevados, asignándose todavía la probabilidad más alta (22%) al intervalo comprendido entre el 8% y el 8,4%.

Otras variables y supuestos condicionantes

Según otros datos facilitados por los encuestados, las predicciones se basan en los siguientes supuestos: se espera que los precios del petróleo se sitúen en torno a 113 dólares estadounidenses el barril en 2011 y 2012, y que, a partir de entonces, aumenten ligeramente; se prevé que el tipo de cambio entre el euro y el dólar se sitúe, en promedio, en 1,43 dólares por euro en el tercer trimestre de 2011 y que, después, se deprecie ligeramente; el tipo principal de financiación del BCE se incrementará de forma gradual hasta el 2,2%, en promedio, en 2012. Por último, se prevé que el crecimiento medio interanual de los salarios aumente gradualmente hasta el 2,2% en 2013.

4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

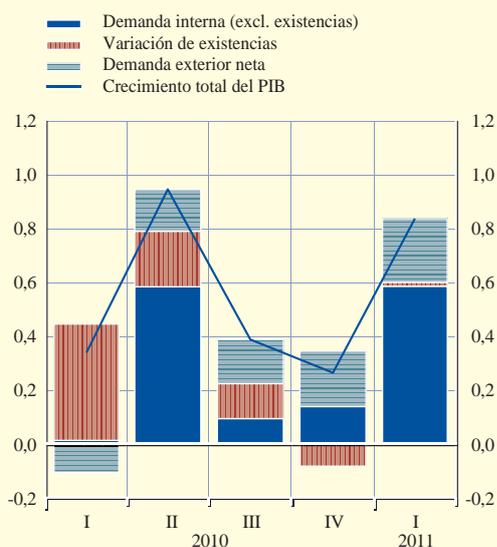
En el primer trimestre de 2011, el PIB real de la zona del euro registró un fuerte crecimiento intertrimestral, del 0,8%. Los datos y los indicadores de opinión del segundo trimestre apuntan a un crecimiento sostenido del PIB real, si bien, como se esperaba, a un ritmo más lento. Esta moderación refleja asimismo el hecho de que el acusado crecimiento observado en el primer trimestre se debió, en parte, a factores especiales. Se mantiene el positivo dinamismo subyacente de la actividad económica en la zona del euro, previéndose la continuidad de una expansión moderada en los próximos meses. La expansión en curso de la economía mundial debería seguir alentando las exportaciones de la zona del euro. Además, el actual nivel de confianza de consumidores y empresas en la zona del euro sustenta la demanda interna del sector privado. Sin embargo, en estos momentos, una serie de factores generadores de incertidumbre están lastrando la dinámica de crecimiento, y se espera que el proceso de ajuste de los balances que se está llevando a cabo en varios sectores y regiones modere, en cierta medida, la actividad. En un contexto de incertidumbre particularmente elevada, los riesgos para estas perspectivas económicas en la zona del euro siguen estando prácticamente equilibrados.

4.1 PIB REAL Y COMPONENTES DE LA DEMANDA

El PIB real de la zona del euro se elevó un 0,8%, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre de 2011 (véase gráfico 27). El crecimiento intertrimestral medio desde el mínimo cíclico más reciente, observado en el segundo trimestre de 2009, ha sido del 0,5%, ligeramente por encima del crecimiento medio registrado desde 1995. Pese a esta favorable evolución, el nivel del producto en el primer trimestre siguió situándose sustancialmente por debajo del máximo alcanzado en el primer trimestre de 2008.

Gráfico 27 Crecimiento del PIB real y contribuciones

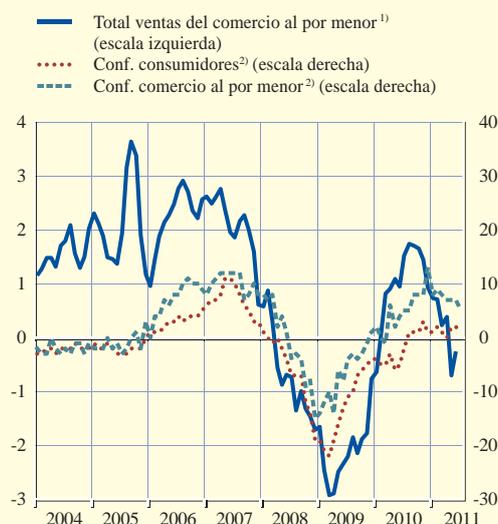
(tasa de crecimiento intertrimestral y contribuciones trimestrales en puntos porcentuales; datos desestacionalizados)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

(datos mensuales)



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

El recuadro 5 describe con mayor grado de detalle la actual recuperación de la zona del euro y de los cuatro países más importantes de la zona desde una perspectiva histórica.

En el primer trimestre del año, el consumo privado registró un avance del 0,2%, en términos intertrimestrales, tras un incremento del 0,3% en el último trimestre de 2010. A pesar de que el consumo ha mostrado tasas de crecimiento intertrimestrales positivas durante seis trimestres consecutivos, su ritmo de recuperación ha sido especialmente lento. Por lo que se refiere al segundo trimestre de 2011, la información sobre el consumo privado señala el mantenimiento de una débil evolución del gasto en consumo. Las ventas del comercio al por menor volvieron a contraerse durante el segundo trimestre en su conjunto (un -0,3%, tras un -0,2% en el primer trimestre), aunque en junio se recuperaron ligeramente. Al mismo tiempo, las matriculaciones de automóviles disminuyeron un 4% en el segundo trimestre, tras un aumento del 1,5% en el primero. Los datos de las encuestas de opinión relativos al comercio al por menor, disponibles para julio, apuntan a una persistente debilidad a comienzos del tercer trimestre (véase gráfico 28). Con arreglo a la encuesta de opinión de los consumidores de la Comisión Europea, el indicador de confianza de los consumidores disminuyó en julio, si bien se mantuvo próximo a su media de largo plazo, lo cual, a su vez, está en consonancia con un crecimiento continuo, aunque moderado, del gasto en consumo al inicio del tercer trimestre. En julio, el indicador de compras esperadas de bienes duraderos se mantuvo prácticamente sin cambios, en un nivel reducido, sugiriendo que los consumidores siguen comportándose con cautela a la hora de tomar decisiones relativas a la adquisición de bienes de consumo duradero.

Recuadro 5

LA ACTUAL RECUPERACIÓN DESDE UNA PERSPECTIVA HISTÓRICA

Dada la fuerte aceleración registrada por el PIB de la zona del euro en el primer trimestre de este año, la recuperación económica en curso, que hasta ahora se había retrasado con respecto a la observada en todos los episodios anteriores registrados desde 1970, ha ganado terreno, situándose a la par de las dos recuperaciones previas. El vigor de la recuperación actual, desde su inicio en el segundo trimestre de 2009 hasta el primer trimestre de 2011, es comparable al observado en los siete trimestres iniciales de las recuperaciones de principios de las décadas de los ochenta y de los noventa, pero no llega a alcanzar los niveles de la recuperación de mediados de los años setenta.

No obstante, en esta comparación no se ha tenido en cuenta el hecho de que la última recesión fue mucho más profunda que cualquiera de las producidas desde 1970, en la medida en que fue provocada por una crisis financiera mundial de grandes dimensiones. La experiencia del pasado indica que las economías tienden a recuperarse con lentitud de una crisis financiera, debido a la necesidad de proceder a un saneamiento de los balances y a un desapalancamiento de amplio alcance, así como al hecho de que el funcionamiento del sector bancario se ve afectado de manera prolongada, lo que, a su vez, dificulta la recuperación de la actividad industrial¹. De hecho, tras siete trimestres de recuperación, el PIB sigue registrando niveles significativamente más bajos que el máximo observado antes de la recesión (-2,1%), mientras que en anteriores episodios, llegados a este punto, ya había sobrepasado claramente ese nivel. A continuación se comparan los patrones de crecimiento de las recuperaciones en curso en la zona del euro y en las cuatro economías más grandes de la zona con los observados en las recuperaciones anteriores producidas desde 1970.

1 Véase el artículo titulado «La última recesión en la zona del euro en un contexto histórico», *Boletín Mensual*, BCE, noviembre de 2009.

Evolución de la zona del euro en su conjunto

El hecho de que el vigor de la recuperación en la zona del euro haya sido similar al observado en las dos recuperaciones anteriores oculta una evolución dispar tanto de la actividad en los distintos sectores como de los componentes de la demanda (véase gráfico A)². En lo que se refiere al valor añadido por sectores, el actual repunte del valor añadido en la industria desde el mínimo registrado por el PIB ha sido el más fuerte en términos históricos. No obstante, dicho valor también ha experimentado una caída mucho más acusada que en anteriores recesiones y se ha mantenido en torno a un 8 % por debajo del máximo observado antes de la recesión en el primer trimestre de 2011. El valor añadido en el sector servicios ha registrado la recuperación más débil de toda su historia. Lo mismo puede decirse del sector de la construcción, en el que la actividad ha sido especialmente floja, debido, principalmente, al estallido de la burbuja de la vivienda en algunos países de la zona del euro. Mientras que en el sector servicios el valor añadido ha recuperado de nuevo el nivel alcanzado antes de la crisis, en la construcción se sitúa todavía aproximadamente un 10 % por debajo del máximo anterior a la crisis.

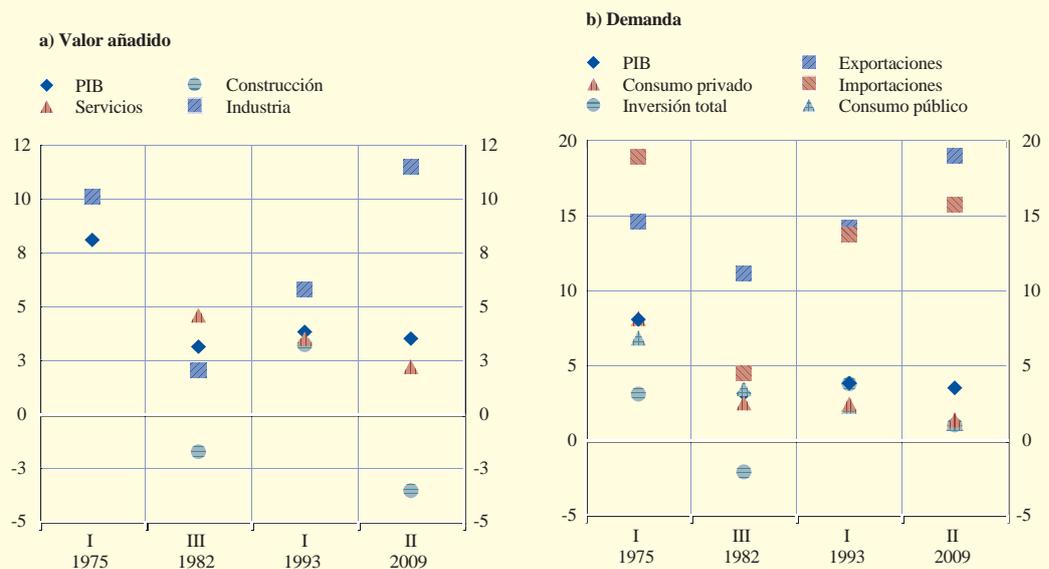
Por el lado de la demanda, el panorama es similar³. La actual recuperación ha mostrado el crecimiento más sólido de las exportaciones en términos históricos y el crecimiento de las importaciones también ha sido más robusto que en la mayoría de las anteriores recuperaciones. No obstante, también en este caso hay que tener en cuenta el hecho de que, durante la última recesión, el comercio

2 Véanse también el recuadro titulado «La actual recuperación de la zona del euro en los distintos sectores económicos desde una perspectiva histórica», *Boletín Mensual*, BCE, abril de 2010, y 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.

3 Las existencias también han contribuido notablemente a la recuperación en curso en la zona del euro. No obstante, dados el carácter residual de este componente y la incertidumbre particularmente elevada que rodea a los datos históricos, la comparación histórica de los componentes de demanda del PIB no incluye esta serie.

Gráfico A Recuperaciones del PIB de la zona del euro y sus componentes: variaciones acumuladas tras siete trimestres de recuperación

(tasas de variación)



Fuentes: Eurostat, OCDE y cálculos del BCE.

Nota: La última observación corresponde al primer trimestre de 2011. El momento en que el PIB registra mínimos tras las respectivas recesiones se indica en el eje de abscisas.

exterior de la zona del euro experimentó una contracción más acusada que en el pasado, en consonancia con la caída sin precedentes del comercio mundial⁴.

El sólido crecimiento de las exportaciones contrasta con un moderado repunte del consumo, tanto privado como público, que ha sido el más débil registrado desde 1970. El moderado crecimiento del gasto en consumo puede explicarse, en gran medida, por el aumento de la incertidumbre respecto a las consecuencias de la crisis, en particular en lo que se refiere al mercado de trabajo. El menor respaldo proporcionado actualmente por el consumo público parece guardar relación con los niveles más elevados de deuda y de déficit en el período inmediatamente anterior a la última recesión en comparación con el pasado, que obligaron a adoptar medidas de ajuste fiscal antes que en las recuperaciones anteriores. Por lo que respecta a la inversión total, la solidez del crecimiento en los siete trimestres transcurridos desde mediados de 2009 fue similar a la observada durante el mismo período en anteriores recuperaciones (en la recuperación en curso se mantuvo un 13 % por debajo del máximo registrado antes de la crisis hasta el primer trimestre de 2011). No obstante, esta evolución oculta divergencias entre sus componentes, es decir, una debilidad más acusada de la inversión en la construcción en los dos últimos años y un crecimiento más sólido de la inversión en otros sectores en comparación con anteriores recuperaciones.

Evolución en las cuatro economías más grandes de la zona del euro

Además de la evolución divergente entre los distintos sectores económicos y componentes de la demanda en el conjunto de la zona del euro, también entre las cuatro economías más grandes de la zona se observan diferencias significativas entre el dinamismo de la actual recuperación y el de anteriores recuperaciones⁵. Si bien la última recesión fue la más profunda para todos los países, la posterior recuperación del PIB ha resultado ser más débil que todas las anteriores registradas desde 1970 en Francia, Italia y España, pero más sólida que aquellas (salvo la de los años setenta) en Alemania⁶ (véase gráfico B).

Pese a las diferencias que se observan entre los distintos países en la fuerza relativa de la actual recuperación en términos históricos, las cuatro economías más grandes de la zona del euro comparten, en general, el mismo patrón de solidez relativa del crecimiento en los diferentes sectores de la economía y componentes de la demanda observado para el conjunto de la zona. En términos de valor añadido sectorial, y a semejanza de lo que ocurre con la zona en su conjunto, el valor añadido en los sectores de servicios y construcción de los distintos países ha sido, en general, moderado durante la recuperación actual en comparación con anteriores recuperaciones, mientras que la evolución del valor añadido en la construcción ha sido especialmente débil en Francia y España, pero más favorable en Alemania. En cambio, en la industria, el repunte actual del valor añadido ha sido intenso en comparación con los observados anteriormente en la mayoría de los países, especialmente en Alemania. La excepción la constituye Italia, que ha registrado en la industria una evolución más moderada del valor añadido que en todas las recuperaciones anteriores. Sin embargo, cabe señalar que, a pesar del vigoroso repunte, el valor añadido en la industria sigue siendo notablemente inferior a los respectivos máximos registrados antes de la recesión en todos los países, mientras que, en anteriores recuperaciones, había retornado, en general, a ese nivel en la misma etapa de la recuperación.

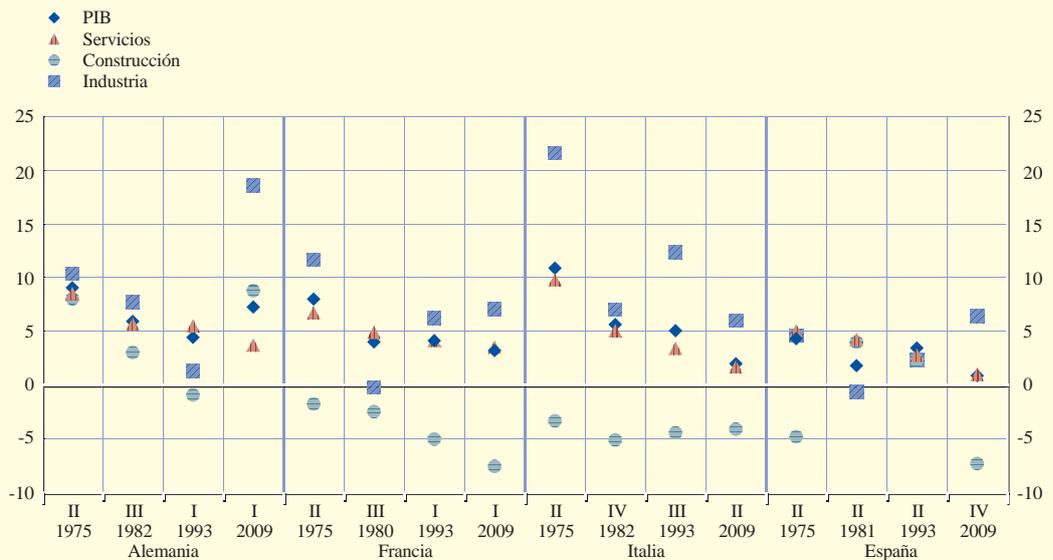
4 Véase el artículo titulado «Evolución reciente del comercio mundial y de la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, agosto de 2010.

5 Para facilitar la comparación, el análisis se refiere a períodos de recuperación específicos de cada país. Los períodos considerados abarcan ocho trimestres en Alemania y Francia, siete en Italia y cinco en España.

6 En el caso de Alemania, las comparaciones anteriores a 1991 se refieren a Alemania Occidental.

Gráfico B Recuperaciones del PIB y del valor añadido por sectores en las economías más grandes de la zona del euro: variaciones acumuladas desde los mínimos específicos de cada país registrados por el PIB

(tasas de variación)



Fuentes: Eurostat, OCDE y cálculos del BCE.

Nota: La última observación corresponde al primer trimestre de 2011. Los datos de Alemania anteriores a 1991 se refieren a Alemania Occidental. El momento en que el PIB registra mínimos tras las respectivas recesiones se indica en el eje de abscisas. Los períodos de recuperación considerados abarcan ocho trimestres en Alemania y Francia, siete en Italia y cinco en España.

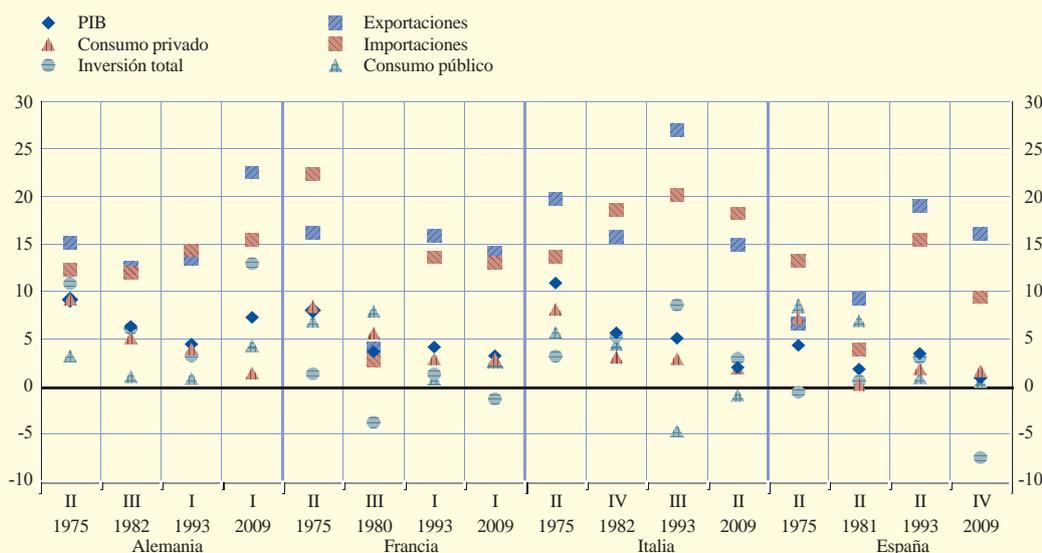
Por el lado de la demanda, en la mayoría de los países las variables del comercio exterior han registrado un crecimiento relativamente sólido en comparación con las recuperaciones anteriores. En este sentido, la recuperación del comercio exterior en Alemania ha sido particularmente fuerte, aunque las exportaciones italianas constituyen una excepción (véase gráfico C). Tras las notables caídas experimentadas durante la reciente recesión, las exportaciones han vuelto —o están a punto de volver—, a marcar los máximos registrados antes de la recesión en todos los países, salvo en Italia. Por el contrario, la recuperación en curso del consumo privado ha sido débil en los cuatro países, mientras que la del consumo público también ha sido moderada en términos históricos en todos los países, excepto en Alemania.

El panorama es algo más diverso en lo tocante a la inversión, una rúbrica en la que la recuperación actual ha sido, en general, comparable a las recuperaciones anteriores en Francia, pero más modesta en España y en Italia, al tiempo que en Alemania ha traído consigo el crecimiento más sólido registrado desde 1970. Por lo que respecta a los subcomponentes de la inversión, en Francia y en España la recuperación actual de la inversión en la construcción ha sido muy débil, como lo refleja también la evolución del valor añadido en este sector en los cuatro países considerados (véase gráfico B).

La similitud en los patrones de crecimiento de las cuatro economías más grandes de la zona del euro, en los componentes tanto de la oferta como de la demanda, refleja importantes factores determinantes de la actividad económica, además de factores específicos de cada país. En la mayoría de los países, la fortaleza de la demanda externa, que se ha traducido en un sólido crecimiento de las exportaciones, ha sido un determinante del crecimiento incluso más importante durante la recuperación actual que durante la mayoría de las anteriores recuperaciones, mientras que la demanda interna ha

Gráfico C Recuperaciones del PIB y de los componentes de la demanda en las economías más grandes de la zona del euro: variaciones acumuladas desde los mínimos específicos de cada país registrados por el PIB

(tasas de variación)



Fuentes: Eurostat, OCDE y cálculos del BCE.
Nota: Véase nota del gráfico B.

desempeñado, en general, un papel menos importante que en el pasado, como puede observarse, por ejemplo, en la moderada evolución del consumo privado. Además, dadas las interrelaciones, en general, estrechas, entre la actividad industrial y la demanda externa, y entre el valor añadido en el sector servicios y la demanda interna, estas influencias también son visibles en la evolución de la vertiente de la oferta de las economías.

Las diferencias en la intensidad del crecimiento del PIB durante la recuperación en curso entre las cuatro economías más grandes de la zona del euro son atribuibles, en parte, a diferencias en sus estructuras económicas. En el cuadro adjunto se indica que el auge de las exportaciones durante la recuperación actual representa un porcentaje del PIB mucho mayor en Alemania (46%) que en las otras tres grandes economías (25% a 27%) y, si bien lo mismo es de aplicación a las importaciones, Alemania es la única economía exportadora neta dentro de este grupo.

Por lo que respecta al valor añadido, el sector industrial (excluida la construcción) con un crecimiento más rápido durante la presente recuperación representa en Alemania un porcentaje del valor añadido mucho más elevado (24%) que en las otras grandes economías de la zona del euro (entre el 13% y el 19%). Otras diferencias relevantes entre las estructuras económicas generales de las cuatro economías más grandes de la zona son el mayor peso específico relativo en el valor añadido total del sector servicios, de más lento crecimiento, en Francia (80%) y del débil sector de la construcción en España (10%). Por el lado de la demanda, ello se refleja en un porcentaje más elevado del consumo público en el caso de Francia (25%) y de la inversión en el caso de España (22%). Estas características estructurales ponen de manifiesto la mayor dependencia, en estos países, de los componentes de la demanda interna relativamente menos dinámicos durante la actual recuperación, lo que implica, en general, un crecimiento del PIB más débil que en anteriores recuperaciones.

Participación de la zona del euro y de algunos países en el PIB y el valor añadido

(porcentajes)

	Zona del euro	Alemania	Francia	Italia	España
Componentes de la demanda					
Consumo privado	58	58	58	60	58
Consumo público	22	19	25	21	21
Inversión	19	18	19	19	22
Exportaciones	41	46	25	27	26
Importaciones	39	41	28	28	28
Ramas de actividad					
Agricultura	2	1	2	2	3
Industria	19	24	13	19	16
Construcción	6	4	6	6	10
Servicios	74	71	80	73	72

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Los datos corresponden a 2010.

No obstante, también se observan diferencias en la dinámica de crecimiento entre los países con respecto a los sectores económicos. Un ejemplo digno de mención es el crecimiento de la actividad industrial, mucho más sólido en Alemania que en las otras grandes economías durante la presente recuperación, que podría atribuirse también a la mayor especialización de Alemania en los sectores de bienes de capital e intermedios más cíclicos, que actualmente están creciendo mucho más rápidamente que los sectores de bienes de consumo y energéticos, menos cíclicos. Además, la acusada orientación a la exportación del sector industrial de Alemania está contribuyendo, en este país, al crecimiento más sólido de dicho sector.

Si bien las características de estas estructuras sectoriales generales pueden explicar, en gran medida, las recientes diferencias en el crecimiento registrado por las cuatro economías, las diferencias con respecto a otros determinantes también pueden ser importantes. Por ejemplo, pueden existir diferencias dignas de mención con respecto a las subestructuras incluso más detalladas de las principales ramas de actividad, a la especialización en productos concretos, a la competitividad de los países, a su grado de competencia con países con bajos costes de producción y a diferencias en los principales destinos de exportación. Esos factores, por ejemplo, podrían ser relevantes para entender la relativa debilidad de la recuperación en Italia, que no puede explicarse fácilmente en razón de las estructuras económicas generales del país.

En general, medido hasta el primer trimestre de 2011, el dinamismo de la actual recuperación del PIB de la zona del euro es coherente con el de las dos recuperaciones de los años ochenta y noventa, aunque se observan notables diferencias en la composición del crecimiento entre sectores económicos y componentes de la demanda. En particular, ello se debe al hecho de que la actual recuperación en la zona del euro ha venido determinada por la demanda externa en mayor medida que las recuperaciones anteriores, lo que ha beneficiado, en diverso grado, a las cuatro economías más grandes de la zona. En parte, ello es atribuible a diferencias en las estructuras económicas generales entre los distintos países, pero otros factores, como la necesidad de corregir anteriores desequilibrios y restablecer la competitividad de los países, podrían haber desempeñado también un papel importante.

La formación bruta de capital fijo registró un fuerte aumento intertrimestral, del 1,9%, en el primer trimestre de 2011, tras mostrar un crecimiento negativo en el tercero y cuarto trimestres de 2010. Esta fue la primera tasa de crecimiento positiva de la inversión total desde el primer trimestre de 2008, salvo un incremento transitorio en el segundo trimestre de 2010. Por lo que se refiere al detalle de la inversión

en el primer trimestre, se observó un avance tanto en la inversión, excluida la construcción, como en la inversión en construcción, este último debido, en parte, a una corrección efectuada tras las condiciones meteorológicas inusualmente frías que se registraron en diciembre. Los indicadores disponibles señalan un crecimiento positivo y sostenido de la inversión en la zona del euro en el segundo trimestre de 2011, aunque a un ritmo más lento. Más concretamente, la debilidad de la inversión a raíz de la recesión, junto con la creciente producción del sector industrial, ha dado lugar a que la ratio de inversión total en relación con el PIB de la zona del euro alcance niveles históricamente reducidos.

La producción industrial de bienes de equipo, un indicador de la inversión futura, excluida la construcción, se incrementó un 1,1 % en mayo. Durante los dos primeros meses del segundo trimestre se situó un 1,8 % por encima de su media del primer trimestre. Los resultados de las encuestas relativas a la producción industrial, excluida la construcción, tanto el índice de directores de compras (PMI) como el indicador de confianza industrial de la Comisión Europea, apuntan a un crecimiento positivo, pero en descenso, en el segundo trimestre. El indicador de confianza industrial retrocedió de nuevo en el primer mes del tercer trimestre, aunque se mantuvo por encima de su media histórica, mientras que el índice PMI de la producción se situó en julio ligeramente por encima de 50, su umbral teórico de no crecimiento. Además, la utilización de la capacidad productiva en el sector industrial se contrajo en julio, interrumpiendo su tendencia al alza de dos años de duración observada desde el mínimo cíclico de julio de 2009, y siguió situada ligeramente por debajo de su media de largo plazo.

En mayo de 2011, la producción de la construcción se redujo un 0,5 %, en tasa intermensual, tras el aumento del 1,2 % registrado el mes anterior. En los dos primeros meses del segundo trimestre se situó un 0,6 % por encima de la media del primer trimestre. Mientras tanto, el indicador de confianza de la construcción publicado por la Comisión Europea mostró una leve mejora entre el primero y el segundo trimestre de 2011, si bien se mantuvo aún por debajo de su media de largo plazo. Al mismo tiempo, el índice PMI de la construcción en la zona del euro se situó, en promedio, ligeramente por debajo de 50 en el segundo trimestre, lo que indica un crecimiento negativo en el conjunto del trimestre.

Por lo que respecta a los flujos comerciales, las importaciones y las exportaciones siguieron aumentando en el segundo trimestre de 2011. En mayo, las importaciones y las exportaciones de bienes en términos nominales a países no pertenecientes a la zona del euro crecieron a un ritmo más lento, mientras que el comercio de servicios se contrajo (en términos intertrimestrales), en comparación con el primer trimestre de 2011. La actividad mundial ha mostrado recientemente señales de desaceleración, por lo que cabe esperar una evolución similar a corto plazo del crecimiento de las exportaciones de la zona del euro. El índice PMI de nuevos pedidos exteriores del sector manufacturero de la zona del euro, disponible hasta julio de 2011, ha estado contrayéndose desde febrero de 2011, lo que indica una moderación en la dinámica exportadora de la zona del euro en el corto plazo.

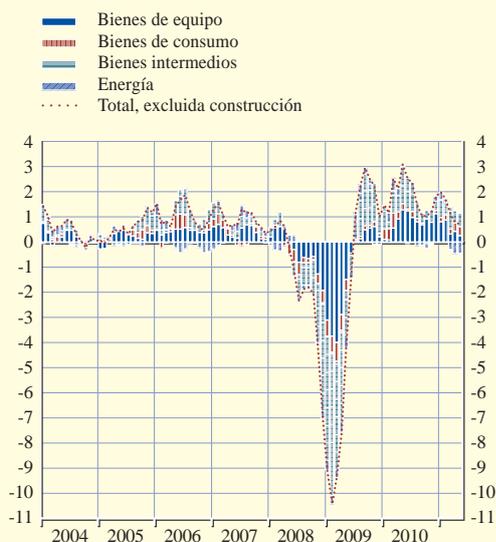
4.2 PRODUCTO, OFERTA Y MERCADO DE TRABAJO

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

Por lo que se refiere a la evolución en el segundo trimestre de 2011, la producción industrial (excluida la construcción) registró un aumento intermensual del 0,3 % en mayo, tras un incremento similar en el mes anterior. El nivel medio de producción durante los dos primeros meses del segundo trimestre superó en

Gráfico 29 Crecimiento de la producción industrial y contribuciones

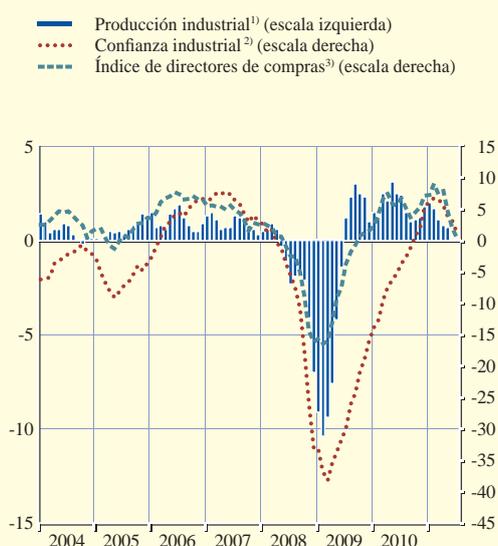
(tasa de crecimiento y contribuciones en puntos porcentuales; datos mensuales desestacionalizados)



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

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

(datos mensuales desestacionalizados)



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

un 0,6% al del primer trimestre, lo que apunta a una desaceleración del crecimiento de la producción, tras un avance intertrimestral del 1,1% en el primer trimestre. Mientras tanto, los nuevos pedidos industriales de la zona del euro (excluido el material de transporte pesado) aumentaron en mayo a una tasa intermensual del 2,5%. La tasa de crecimiento intertrimestral de los nuevos pedidos volvió a retroceder en mayo, hasta situarse en el 0,9%, todavía algo por encima de su media a largo plazo. Esta evolución, sumada a los indicadores de opinión, confirma un crecimiento industrial sostenido, pero en descenso, en el segundo trimestre. Además, las encuestas de opinión correspondientes a julio ofrecen algunas indicaciones preliminares de la evolución en el tercer trimestre. Por ejemplo, tanto el índice PMI de producción del sector manufacturero como el de actividad comercial en el sector servicios se contrajeron. No obstante, se siguen manteniendo en niveles superiores a 50, lo que sugiere un crecimiento sostenido, aunque a un ritmo más lento, a comienzos del tercer trimestre. Otras encuestas de opinión, como las de la Comisión Europea, están prácticamente en línea con la evolución del índice PMI.

MERCADO DE TRABAJO

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

Cuadro 7 Crecimiento del empleo

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

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

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

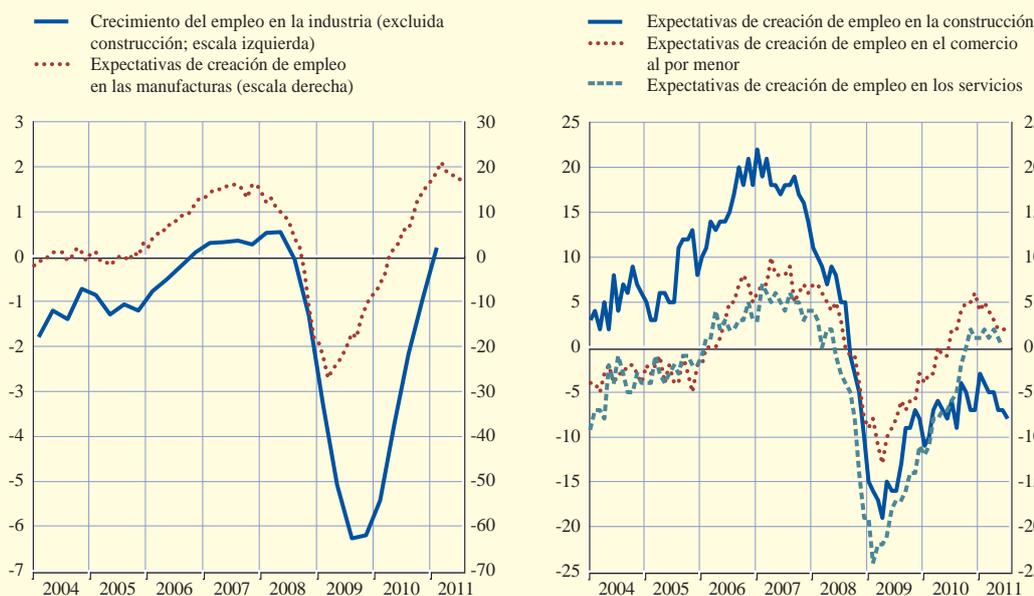
1) Incluye también educación, salud y otros servicios.

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

En relación con el fuerte crecimiento del PIB en el primer trimestre de 2011 y con la evolución más moderada del empleo, el crecimiento de la productividad repuntó en el primer trimestre, como consecuencia

Gráfico 31 Crecimiento del empleo y expectativas de creación de empleo

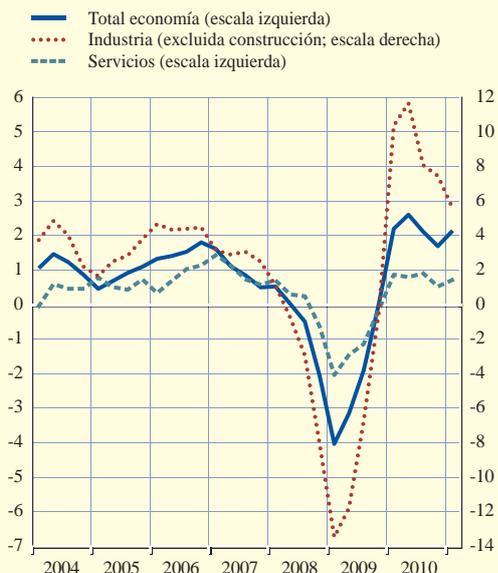
(tasas de variación interanual; saldos netos; datos desestacionalizados)



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

Gráfico 32 Productividad del trabajo

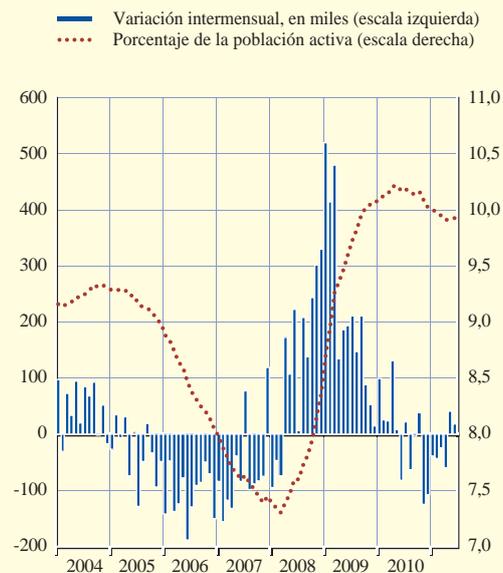
(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico 33 Desempleo

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

de la evolución de la industria y de la construcción, y en menor medida, del comercio y de los servicios de transporte. Las tasas de crecimiento interanual, tanto de la productividad del trabajo por persona ocupada como de la productividad por hora trabajada, aumentaron en 0,4 puntos porcentuales durante el primer trimestre de 2011, en comparación con el trimestre anterior, alcanzando el 2,1 % y el 1,7 %, respectivamente (véase gráfico 32). De cara al futuro, los últimos datos del índice PMI de productividad sugieren una nueva mejora de la productividad, aunque a un ritmo algo más lento que el que se observó en el primer trimestre de 2011.

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

4.3 PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

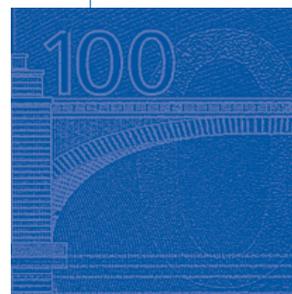
Los datos y los indicadores de opinión del segundo trimestre apuntan a un crecimiento sostenido del PIB real, si bien, como se esperaba, a un ritmo más lento. Esta moderación refleja, asimismo, el hecho de que el fuerte crecimiento observado en el primer trimestre se debió, en parte, a factores especiales. Se mantiene el positivo dinamismo subyacente de la actividad económica en la zona del euro, previniéndose la continuidad de una expansión moderada en los próximos meses. La expansión en curso de la economía mundial debería seguir alentando las exportaciones de la zona del euro. Además, el actual

nivel de confianza de consumidores y empresas en la zona del euro sustenta la demanda interna del sector privado. Sin embargo, en estos momentos, una serie de factores generadores de incertidumbre están lastrando la dinámica de crecimiento, y se espera que el proceso de ajuste de los balances que se está llevando a cabo en varios sectores y regiones modere, en cierta medida, la actividad.

En un contexto de incertidumbre particularmente elevada, los riesgos para estas perspectivas económicas en la zona del euro siguen estando prácticamente equilibrados. Por una parte, la confianza de consumidores y empresas, junto con la mejora de la situación del mercado de trabajo, podría continuar sustentando la actividad económica interna. Por otra parte, los riesgos a la baja podrían haberse intensificado. Estos guardan relación con las tensiones existentes en algunos segmentos de los mercados financieros de la zona del euro y con la evolución de la economía mundial, así como con la posibilidad de que esas tensiones se propaguen a la economía real de la zona del euro. Los riesgos a la baja también están relacionados con nuevas subidas de los precios de la energía, con las presiones proteccionistas y con la posibilidad de que se produzca una corrección desordenada de los desequilibrios mundiales.

ARTÍCULOS

EL MANTENIMIENTO DE LA ADECUACIÓN DE USO DE LAS ESTADÍSTICAS MONETARIAS Y FINANCIERAS DEL BCE



Mantener la adecuación de uso de las estadísticas monetarias y financieras exige realizar esfuerzos constantes en un entorno caracterizado por la continua innovación financiera y por cambios en las necesidades de la política monetaria, especialmente tras la crisis financiera. En este artículo se describen las principales mejoras introducidas en la presentación de información sobre el balance de las IFM y sobre los tipos de interés que aplica este sector y, además, nuevas estadísticas detalladas del balance de las sociedades instrumentales dedicadas a operaciones de titulización y de las empresas de seguros y fondos de pensiones. Las mejoras en la presentación de información y las nuevas estadísticas contribuirán al análisis monetario y permitirán realizar un estrecho seguimiento de las instituciones financieras no bancarias con otros fines, como el análisis de la estabilidad financiera. Este artículo proporciona información sobre los procesos que han conducido a estas mejoras y ejemplos de la utilidad práctica de las nuevas estadísticas.

I INTRODUCCIÓN

Para apoyar eficazmente el análisis y la ejecución de la política monetaria, las estadísticas monetarias y financieras deben ser de alta calidad y representar adecuadamente la evolución monetaria más reciente y los cambios que se hayan producido en los mercados financieros. Desde su creación, el BCE ha desarrollado estadísticas de la zona del euro con el fin de que contribuyan al cumplimiento de las funciones del BCE y de los BCN del Eurosistema, y ha buscado constantemente formas de mejorar la calidad y la divulgación de dichas estadísticas. Un importante hito en este proceso ha sido la reciente publicación de estadísticas monetarias y financieras mejoradas por parte del BCE.

Estas estadísticas nuevas y mejoradas se basan en datos aportados por las instituciones financieras monetarias (IFM), las sociedades instrumentales dedicadas a operaciones de titulización y las empresas de seguros y fondos de pensiones (ESFP), y seguirán contribuyendo a mejorar el análisis monetario. También ayudarán al BCE, a los BCN del Eurosistema y al SEBC a realizar otros análisis como parte de sus otras funciones, como velar por la estabilidad financiera o la integración financiera en Europa. Los cambios introducidos amplían la cobertura estadística del sector financiero de la zona del euro y de nuevos instrumentos financieros.

El desarrollo de las nuevas estadísticas y de los respectivos marcos de procedimientos de recopilación de información es consecuencia de un intenso proceso que comenzó en 2005 y en el que

han participado responsables de la política económica, analistas, productores de datos, organizaciones internacionales y el sector financiero. Por tanto, las nuevas estadísticas reflejan los resultados de una orientación proactiva hacia la innovación financiera. La estrecha colaboración de los usuarios y de las instituciones informadoras tiene por objeto asegurar el equilibrio apropiado entre la necesidad de disponer de nuevos conjuntos de datos para respaldar un análisis económico y financiero sólido y las obligaciones de información del sector financiero. En la mayor parte de los casos, los procedimientos de recopilación de estadísticas monetarias y financieras armonizadas se basan en Reglamentos del BCE.

Este artículo se estructura de la siguiente manera. En las secciones 2 y 3 se describen las mejoras introducidas en las estadísticas del balance de las IFM y de los tipos de interés aplicados por las IFM, y en las secciones 4 y 5 se explica cómo las nuevas estadísticas sobre sociedades instrumentales y ESFP han ampliado la cobertura del sector financiero en las estadísticas de la zona del euro. En la sección 6 se presentan las conclusiones.

2 INSTITUCIONES FINANCIERAS MONETARIAS: ESTADÍSTICAS SOBRE PARTIDAS DEL BALANCE

Las estadísticas del balance de las IFM proporcionan la información básica para el análisis monetario del BCE. Las IFM son el principal subsector de las instituciones financieras de la zona del euro, representando el 60% de los activos totales del

sector en su conjunto. Las IFM están sujetas a un Reglamento del BCE que exige la presentación de datos sobre los balances desde 1998 (que entró en vigor el 1 de enero de 1999). Desde entonces, el Reglamento se ha actualizado en dos ocasiones: en primer lugar, en 2001 (para la presentación de información a partir de principios de 2003) y, de nuevo, en 2008 (para la presentación de información a partir de junio de 2010). El nuevo Reglamento¹ incluye datos adicionales importantes para el análisis monetario, tiene en cuenta el impacto de la innovación financiera en los balances de las IFM y aborda las mayores exigencias de los usuarios.

En esta sección se presenta una introducción a la información publicada recientemente que forma parte de los datos «tradicionales» del balance, mientras

que la nueva información sobre titulaciones y otras transferencias de préstamos se analiza en la sección 4, junto con nuevos datos sobre sociedades instrumentales dedicadas a operaciones de titulización, con las que están vinculadas conceptualmente.

UTILIZACIÓN DE DATOS DE BALANCES POR LA POLÍTICA MONETARIA

Al realizar su análisis de la evolución monetaria, financiera y de otros aspectos de la economía, el BCE asigna un destacado papel a la evolución de los agregados monetarios y de las contrapartidas de la zona del euro. La información necesaria para la elaboración de estos agregados se basa en datos

¹ Reglamento BCE/2008/32 (DO L 15, 20.1.2009, p. 14).

Cuadro | Nuevas estadísticas de las IFM cubiertas por el Reglamento BCE/2008/32

Partidas mensuales		Sector	Detalles adicionales
Operaciones de las IFM con entidades de contrapartida central (ECC)	En los préstamos, las adquisiciones temporales con ECC se identifican por separado	OIF	-
	En los depósitos, más concretamente en las cesiones temporales, las efectuadas con ECC se identifican por separado	OIF	Por moneda: euro/otras monedas
Préstamos renovables y descubiertos	En los préstamos denominados en euros, los préstamos renovables y los descubiertos se identifican por separado	HG SNF	-
Saldos de tarjetas de crédito	En los préstamos denominados en euros, los saldos de tarjetas de crédito se identifican por separado	HG SNF	Pago único contado/pago aplazado
Préstamos a empresarios individuales/sociedades sin personalidad jurídica (EI/SSPJ)	En los «préstamos para fines distintos del consumo y la adquisición de vivienda», los préstamos a EI/SSPJ se identifican por separado	HG	Por vencimiento: hasta un año, más de un año y hasta cinco años, más de cinco años
Operaciones de IFM con sociedades instrumentales	En las tenencias de valores distintos de acciones, los emitidos por sociedades instrumentales se identifican por separado	OIF	-
	En los depósitos, los mantenidos por sociedades instrumentales se identifican por separado	OIF	Por vencimiento: vencimiento total y hasta dos años
Depósitos transferibles	En los depósitos a un día, esa categoría de depósitos se identifica por separado, ya que con frecuencia pueden utilizarse para operaciones de pago		Por determinados sectores de contrapartida y para algunos de ellos por moneda (euro/total en otras monedas)
Valores distintos de acciones emitidos con garantía del capital inferior al 100 %	En los valores distintos de acciones emitidos hasta dos años, aquellos con garantía del capital nominal inferior al 100 % se identifican por separado	-	Por moneda: euro/otras monedas
Partida trimestral			
Préstamos detallados por vencimiento restante y revisión del tipo de interés	En los préstamos denominados en euros, se recopila nueva información sobre el vencimiento residual y los períodos de revisión del tipo de interés	HG SNF	Por vencimiento inicial (más de un año/más de dos años), por vencimiento residual (hasta un año/hasta dos años), por revisión del tipo de interés (en los próximos 12 meses, en los próximos 24 meses)

Notas: SNF se refiere a «sociedades no financieras», HG a «hogares», y OIF a «otros intermediarios financieros».

de los balances de las IFM presentados con arreglo al Reglamento relativo a las estadísticas del balance de las IFM. Estos datos proporcionan una imagen completa de las posiciones acreedoras y deudoras entre las IFM y otros agentes económicos, detalladas por categoría de instrumento financiero, sector de contrapartida, plazo de vencimiento, finalidad y moneda. Los datos también desempeñan un papel esencial en la valoración general de la evolución del sector bancario y del sistema financiero de la zona del euro en su conjunto.

NUEVOS INSTRUMENTOS Y DESAGREGACIÓN DETALLADA

Los nuevos datos de las IFM se han recopilado desde junio de 2010 y cubren partidas adicionales de los activos y los pasivos, así como nuevos detalles por contrapartidas y vencimientos. En el cuadro 1 se presenta una panorámica general.

EJEMPLOS DE LAS MEJORAS INTRODUCIDAS

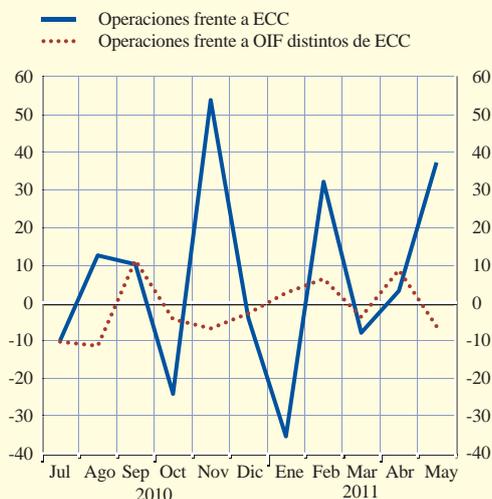
El primer aspecto destacado de estas nuevas estadísticas son los datos sobre operaciones de las IFM con entidades de contrapartida central (ECC)², que a efectos estadísticos se clasifican en el sector de

otros intermediarios financieros (OIF). En los últimos años, las operaciones efectuadas a través de estas ECC han sustituido de manera creciente a las operaciones entre IFM en el mercado monetario con garantías a corto plazo. Las operaciones que se realizan en el mercado monetario con garantías en las que participa una ECC ofrecen importantes ventajas, ya que disminuyen el riesgo de contraparte y conducen a menores requerimientos prudenciales de capital. Las ECC del sector de OIF forman parte del sector tenedor de dinero de la zona del euro y, por tanto, las cesiones temporales de las IFM quedan reflejadas en M3 cuando las ECC actúan como proveedores de efectivo y depositan fondos en la IFM. De igual modo, las adquisiciones temporales, en las que las ECC son tomadoras de efectivo, se incluyen en los préstamos a corto plazo concedidos por las IFM a otros sectores residentes en la zona del euro. Los gráficos 1 y 2 presentan la evolución de las cesiones temporales de las IFM con ECC, en comparación con las operaciones realizadas por las IFM con

2 El Reglamento BCE/2008/32 define las ECC de la siguiente manera: «Una contrapartida central es una entidad que se interpone legalmente entre las contrapartidas en los contratos negociados en los mercados financieros, de forma que se convierte en el comprador del vendedor y el vendedor del comprador».

Gráfico 1 Cesiones temporales de las IFM frente a ECC y frente a OIF, excluidas ECC

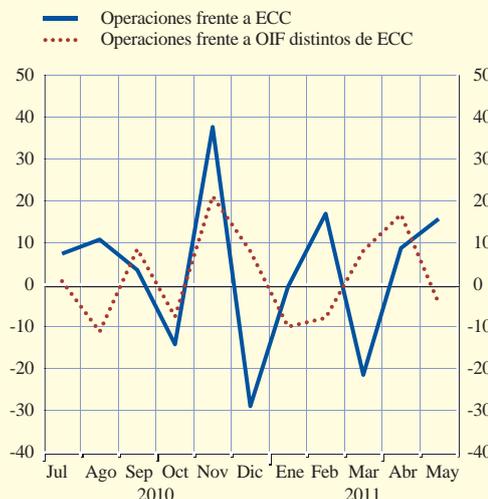
(operaciones financieras; mm de euros)



Fuente: BCE.

Gráfico 2 Préstamos concedidos por las IFM a ECC (adquisiciones temporales), y a OIF, excluidas ECC

(operaciones financieras; mm de euros)



Fuente: BCE.

OIF distintos de las ECC También proporcionan evidencia de que las cesiones temporales con ECC de la zona del euro son particularmente volátiles y que contribuyeron considerablemente a las variaciones intermensuales registradas en M3 el año pasado.

Un segundo aspecto importante está relacionado con la información sobre préstamos renovables y descubiertos. Se supone que la demanda de estas modalidades de préstamo está determinada por motivaciones subyacentes distintas de las de otros tipos de crédito, en particular si se considera que su naturaleza es muy flexible, pero también el hecho de que se les suele aplicar tipos de interés relativamente elevados. Generalmente, los préstamos renovables y los descubiertos proporcionan una «red de seguridad», ya que los hogares y las sociedades no financieras pueden recurrir a ellos instantáneamente para salvar diferencias entre los flujos de entrada y de salida de efectivo, por lo general durante un período breve. En el primer trimestre de 2011, los saldos vivos de préstamos renovables y descubiertos representaban el 4% del total de préstamos concedidos por las IFM a los hogares, y el 15% del total de préstamos otorgados a las sociedades no financieras.

En tercer lugar, se presentan nuevos datos sobre los dos tipos de crédito concedido por las IFM a través de tarjetas de crédito: el «crédito de pago único contado» se refiere al crédito derivado de operaciones realizadas con tarjetas de crédito durante el período que transcurre hasta el final del ciclo de facturación, en el que se aplican intereses a un tipo del 0%. Este período va seguido del período de «crédito de pago aplazado», en el que a menudo se aplican tipos de interés elevados. Los nuevos datos muestran que, para la zona del euro en su conjunto, el volumen de crédito concedido mediante tarjetas de crédito de pago único contado casi duplica el de las tarjetas de crédito de pago aplazado (aunque no es igual en todos los países). Como reflejo de la importancia adquirida recientemente por el crédito proporcionado a través de tarjetas de crédito, las nuevas estadísticas muestran que algunos países de la zona registran volúmenes comparativamente altos de estos tipos de

préstamos. En el primer trimestre de 2011, el saldo vivo de tarjetas de crédito ascendía al 36% del total del crédito al consumo a corto plazo otorgado por las IFM a los hogares. Los saldos vivos de tarjetas de crédito se complementan con nuevos datos recopilados en relación con las estadísticas sobre los tipos de interés aplicados por las IFM (véase sección 3).

En cuarto lugar, las nuevas series sobre préstamos concedidos a empresarios individuales por las IFM cubren los préstamos a pequeñas sociedades sin personalidad jurídica y a trabajadores autónomos, como arquitectos o médicos. Como la solvencia de estas contrapartes puede ser muy diferente si se compara con la de otros hogares y puede variar durante el ciclo económico, la disponibilidad de estos datos mejora el análisis económico y financiero, así como la clasificación de los préstamos por finalidad. En particular, ofrece una idea más precisa del acceso de las pequeñas empresas a la financiación bancaria. En el primer trimestre de 2011, el saldo vivo de otros préstamos concedidos a empresarios individuales representaba el 48% del total de otros préstamos de las IFM a los hogares. La sección 3 incluye más información acerca de los nuevos datos sobre tipos de interés recopilados en relación con los préstamos a empresarios individuales/sociedades sin personalidad jurídica.

Por último, las nuevas estadísticas también permiten identificar por separado los valores distintos de acciones emitidos por las IFM sin garantía de capital, que, cuando tienen un vencimiento inicial hasta dos años, se incluyen en M3. Estos valores combinan características de los valores distintos de acciones a corto plazo y de los derivados implícitos, proporcionando con ello un tipo de interés más alto al tenedor, junto con un mayor riesgo de que los importes nominales invertidos no se recuperen al vencimiento. No obstante, los nuevos datos sugieren que, en la actualidad, estos instrumentos solo representan una pequeña fracción del mercado; en el primer trimestre de 2011, los valores distintos de acciones emitidos con garantía de capital inferior al 100% ascendían a solo el 2% del total de valores distintos de acciones emitidos por las IFM.

3 ESTADÍSTICAS DE TIPOS DE INTERÉS APLICADOS POR LAS IFM

El segundo conjunto de datos importante que presentan las IFM de la zona del euro se refieren a los tipos de interés que realmente aplican las entidades de crédito residentes en la zona del euro a los depósitos y a los préstamos de los hogares y de las sociedades no financieras.

Estas estadísticas se elaboran con diversos propósitos³. En primer lugar, representan una importante contribución al análisis de la transmisión de la política monetaria a la economía real. En particular, hacen que sea posible estudiar la transmisión de las modificaciones de los tipos de interés oficiales, a través de los tipos de mercado, a los tipos de interés que se aplican a los préstamos y a los depósitos; por tanto, estas estadísticas permiten valorar el impacto de la política monetaria sobre el coste de financiación de los hogares y de las sociedades no financieras, así como su transmisión a estos sectores. En segundo lugar, las estadísticas de tipos de interés aplicados por las IFM mejoran el análisis monetario de los agregados de la zona del euro proporcionando datos que complementan las estadísticas del balance de las IFM. Por último, estas estadísticas proporcionan información sobre el grado de integración de los mercados financieros europeos, permitiendo con ello que los consumidores comparen los tipos de interés que aplican las IFM en los distintos países.

Las estadísticas sobre los tipos de interés que aplican las entidades de crédito a su clientela se recopilan desde 1999 a través de los BCN de la zona del euro partiendo de un «enfoque de corto plazo», e inicialmente no estaban armonizadas. Para poder efectuar los análisis anteriormente mencionados con datos agregados más fiables de la zona, que a su vez permiten realizar comparaciones entre países, se estableció un marco armonizado de presentación de información⁴. En consecuencia, desde 2003 se dispone de datos armonizados sobre los tipos de interés y los volúmenes de operaciones nuevas, y sobre los tipos de interés de los saldos vivos. La información sobre los saldos vivos se obtiene de las estadísticas del balance de las IFM,

mientras que la información sobre operaciones nuevas se recopila conjuntamente con la relativa a los tipos de interés. La información sobre los tipos de interés de la zona del euro se basa en la media de las series nacionales de tipos de interés, que se ponderan por los respectivos volúmenes y se agregan para calcular los tipos de interés que aplican las IFM de la zona del euro. Estas estadísticas se subdividen por sectores (esto es, hogares y sociedades no financieras), se dividen entre depósitos y préstamos, y se desglosan por período inicial de fijación del tipo/vencimiento inicial.

La innovación financiera y la experiencia adquirida con el primer sistema armonizado para los tipos de interés que aplican las IFM en la zona del euro han puesto de manifiesto la necesidad de introducir nuevas mejoras y detalles, con el fin de mantener la adecuación de uso de estas estadísticas, en particular en lo que respecta a los tipos de los nuevos préstamos. Por ejemplo, las estadísticas de tipos de interés aplicados por las IFM existentes no presentaban un nivel de detalle suficiente para responder a preguntas sobre los costes de financiación de las pequeñas y medianas empresas (pymes) o en relación con la comparabilidad de los datos sobre préstamos a hogares (para otros fines), en vista de la inclusión de estadísticas sobre empresarios individuales (por ejemplo, médicos, abogados o arquitectos) y su distinta relevancia en los diversos países. En consecuencia, en el marco perfeccionado de procedimientos de recopilación de información se han introducido las siguientes mejoras:

- 1) Mejoras en las categorías de cuantías de los nuevos préstamos concedidos a las sociedades no financieras.
- 2) Mejoras en el detalle por período de fijación del tipo.
- 3) Información separada sobre préstamos garantizados con avales y activos de garantía.

3 Para más detalles, véanse los artículos titulados «Cambios en las estadísticas de los balances y de los tipos de interés de las IFM», *Boletín Mensual*, BCE, abril de 2002, y «Utilización de la estadística armonizada de tipos de interés aplicados por las IFM», *Boletín Mensual*, BCE, julio de 2005.

4 Véase el Reglamento BCE/2001/18 (DO L 10, 12.1.2002, p. 24).

- 4) Desglose del coste actual de la financiación a corto y a largo plazo de las sociedades no financieras.
- 5) Recopilación de datos sobre los tipos de interés de los descubiertos y los préstamos renovables de manera homogénea, separados de los saldos de tarjetas de crédito.
- 6) Presentación de información separada sobre los tipos de interés de los préstamos concedidos a empresarios individuales en el sector hogares.

5 Véase el Reglamento BCE/2009/7 (DO L 94, 8.4.2009, p. 75).

Cuadro 2 Nuevas estadísticas de tipos de interés aplicados por las IFM cubiertas por el Reglamento BCE/2009/7

		Sector	Detalles adicionales
Préstamos renovables y descubiertos	Los tipos de interés aplicados a los préstamos renovables y a los descubiertos se identifican por separado	HG SNF	-
Saldos de tarjetas de crédito de pago aplazado	Los tipos de interés de los saldos de tarjetas de crédito de pago aplazado se identifican por separado	HG SNF	-
Préstamos con activos de garantía y/o avales	Se recopila nueva información sobre los tipos de interés y sobre los volúmenes de préstamos con activos de garantía y/o avales	HG	Por período inicial de fijación del tipo: tipo flexible y hasta un año, más de un año y hasta cinco años, más de cinco años y hasta diez años, más de diez años
		SNF	Por período inicial de fijación del tipo: tipo flexible y hasta tres meses, más de tres meses y hasta un año, más de un año y hasta tres años, más de tres años y hasta cinco años, más de cinco años y hasta diez años, más de diez años
Préstamos a empresarios individuales/sociedades sin personalidad jurídica (ES/SSPJ)	En los «préstamos para fines distintos del consumo y la adquisición de vivienda», los tipos de interés y los volúmenes de préstamos a ES/SSPJ se identifican por separado	HG	Por período inicial de fijación del tipo: tipo flexible y hasta un año, más de un año y hasta cinco años, más de cinco años y hasta diez años, más de diez años
Préstamos hasta 250.000 euros	Los tipos de interés y los volúmenes de los préstamos por importe reducido se identifican por separado	SNF	Por período inicial de fijación del tipo: tipo flexible y hasta tres meses, más de tres meses y hasta un año, más de un año y hasta tres años, más de tres años y hasta cinco años, más de cinco años y hasta diez años, más de diez años
Préstamos de más de 250.000 euros y hasta un millón de euros	Los tipos de interés y los volúmenes de los préstamos de cuantía intermedia se identifican por separado		
Préstamos de más de un millón de euros	Los tipos de interés y los volúmenes de los préstamos por importe superior se identifican por separado		
Préstamos detallados por vencimiento	Se recopila nueva información sobre el vencimiento inicial de los nuevos préstamos	SNF	Por período inicial de fijación del tipo: tipo flexible y hasta un año con vencimiento inicial de más de un año, con y sin activos de garantía

Notas: SNF se refiere a «sociedades no financieras» y HG a «hogares».

malizado por primera vez o se haya renegociado, entre el cliente y la entidad de crédito. Al mismo tiempo, todos los indicadores recopilados anteriormente continuarán recopilándose, asegurando con ello la continuidad de los datos en el tiempo.

EJEMPLOS DE LAS MEJORAS INTRODUCIDAS

El nuevo Reglamento introduce 44 nuevas series sobre nuevos préstamos a sociedades no financieras y 12 nuevas series sobre nuevos préstamos a hogares. En las nuevas series de préstamos a las sociedades no financieras se incluyen dos categorías con más detalles sobre la cuantía del préstamo. Concretamente, la categoría original de instrumentos que incluía los préstamos hasta un millón de euros se desagrega ahora en dos subcategorías que cubren los préstamos hasta⁶ 250.000 euros y los préstamos de más de 250.000 euros y hasta un millón de euros. Indirectamente, es decir, suponiendo que la cuantía de los nuevos préstamos otorgados a las pequeñas y medianas empresas es, en general, inferior a la de los préstamos que se conceden a las grandes empresas, estos detalles adicionales permiten realizar un análisis mejorado del coste de financiación del capital para las pymes. Ciertamente, los productores de datos y los usuarios habían indicado que el límite máximo anterior de un millón de euros era demasiado elevado⁷. Como se muestra en el gráfico 3, la inclusión de un desglose por cuantía más detallado para los préstamos a las sociedades no financieras permite que los tipos de interés se distingan con claridad en función de la cuantía de los préstamos. Entre junio de 2010 y abril de 2011, los préstamos por importe reducido registraron sistemáticamente tipos de interés más elevados (en promedio, 144 puntos básicos por encima de los tipos aplicados a los préstamos de más de un millón de euros) que los préstamos de cuantía intermedia o aquellos por importe superior.

Los empresarios individuales y las sociedades sin personalidad jurídica representan un grupo económico que previamente no se distinguía en el sector hogares. Con arreglo al nuevo Reglamento, ahora pueden identificarse los préstamos concedidos a pequeñas sociedades sin personalidad

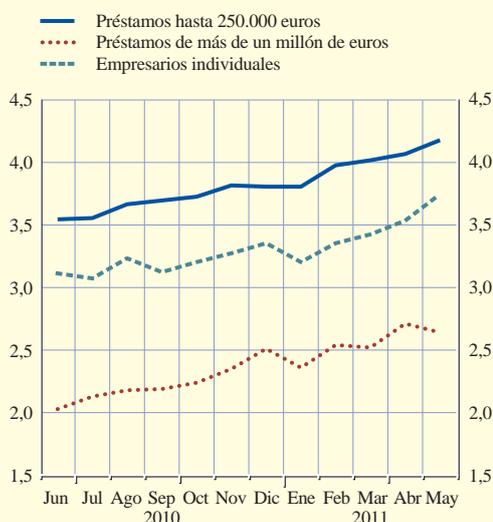
jurídica o a autónomos. Los nuevos datos indican que el tipo de interés aplicado a los nuevos préstamos a estas microempresas se situó entre el que se aplicó a los préstamos por importe reducido y el de los préstamos de cuantía intermedia en el período comprendido entre junio de 2010 y abril de 2011 (véase gráfico 3).

Especialmente al estudiar los patrones de refinanciación, resulta de interés la información sobre el perfil de vencimientos de los nuevos préstamos concedidos a las sociedades no financieras con períodos cortos de fijación el tipo de interés. A este respecto, el actual Reglamento introduce un nuevo indicador que distingue los volúmenes de operaciones dentro de la categoría de nuevos préstamos otorgados a este sector con período inicial de fijación del tipo hasta un año y vencimiento inicial hasta un año de aquellos préstamos con vencimiento

- 6 En este artículo, la palabra «hasta» quiere decir «inferior o igual a».
- 7 Se ha de observar que inicialmente se consideró apropiada la recopilación directa de datos sobre préstamos por tamaño de la empresa prestataria. No obstante, este enfoque pareció costoso y que podía inducir a error, debido al hecho de que empresas relativamente pequeñas pertenecientes a grupos multinacionales pueden obtener préstamos por importes más elevados para financiar a otras filiales del grupo.

Gráfico 3 Tipos de interés aplicados por las IFM a los nuevos préstamos a las sociedades no financieras¹⁾

(porcentaje, excluidas comisiones; medias del período)



Fuente: BCE

1) Solo préstamos a tipo flexible y hasta tres meses de fijación del tipo inicial en función de la cuantía del préstamo.

inicial de más de un año. El gráfico 4 muestra que, en promedio, entre julio de 2010 y marzo de 2011, el 80,8% de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras (hasta 250.000 euros) tenían vencimiento inicial hasta un año.

Por último, se han publicado nuevas series centradas en los préstamos con activos de garantía y/o avales para poder medir la cantidad y la evolución de los préstamos con garantía. Los tipos de interés que se aplican a los préstamos con garantía son el resultado de la interacción de incentivos opuestos: por un lado, los préstamos con garantía proporcionan mayor seguridad a las entidades de crédito, lo que, a igualdad de otros factores, se traduce en unos tipos de interés más bajos, pero, por otro, pese a la seguridad añadida que suponen las garantías, estas son necesarias, en particular, para los clientes de mayor riesgo, y este sesgo de selección hace que se fijen tipos más altos. Entre junio de 2010 y abril de 2011, los tipos aplicados a los préstamos con garantía a las sociedades no financieras con frecuencia parecen haber sido más elevados que los de los préstamos sin garantía, lo que indica que el segundo incentivo tiende

a dominar el comportamiento de las entidades de crédito de la zona del euro en la fijación de los tipos de interés.

4 ESTADÍSTICAS SOBRE TITULIZACIONES DE LAS IFM Y SOBRE SOCIEDADES INSTRUMENTALES

Las instituciones que conceden préstamos recurren con frecuencia a la titulización para transferir el riesgo de crédito fuera de sus balances y transformar activos a largo plazo (por ejemplo, préstamos hipotecarios) en financiación disponible para invertir en nuevos créditos o para otros fines. El uso y la complejidad de las operaciones de titulización han aumentado con rapidez en las dos últimas décadas, con el consiguiente mayor impacto en el análisis de la evolución de los préstamos y de los agregados monetarios. Las limitaciones de las estadísticas disponibles, ya identificadas con anterioridad a la crisis financiera, se hicieron particularmente evidentes durante la crisis.

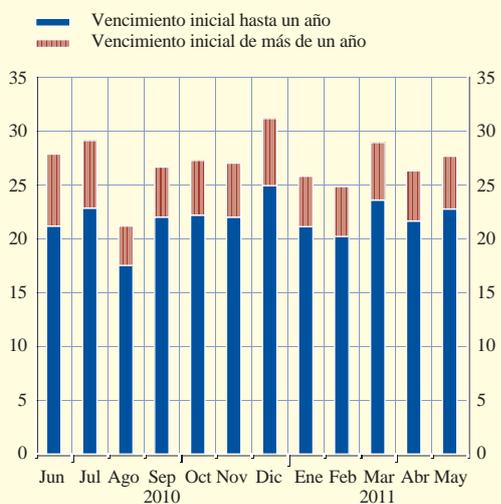
Estas lagunas en la información se abordan en los datos mejorados sobre titulizaciones y otras transferencias de préstamos efectuadas por las IFM publicados recientemente, que se basan en la información previa, no armonizada y muy limitada, recopilada sobre las operaciones de titulización de las IFM. Los nuevos datos son completos en lo que respecta al detalle por sector prestatario, están armonizados para los países de la zona del euro y contribuirán considerablemente al análisis de la evolución monetaria y de los préstamos de las IFM. Las nuevas estadísticas sobre titulizaciones de las IFM se complementan con un nuevo conjunto de datos sobre sociedades instrumentales residentes en la zona del euro, que efectúan titulizaciones originadas en las IFM y en otros sectores, y que facilitarán al análisis de los efectos de la transferencia del riesgo de crédito en la economía y en la estabilidad financiera.

4.1 ESTADÍSTICAS SOBRE TITULIZACIONES Y OTRAS TRANSFERENCIAS DE PRÉSTAMOS EFECTUADAS POR LAS IFM

Los distintos tipos de operaciones de titulización y otras transferencias de préstamos han tenido un

Gráfico 4 Nuevas operaciones de préstamo hasta 250.000 euros a las sociedades no financieras, por vencimiento¹⁾

(mm de euros, sin desestacionalizar)



Fuente: BCE.

1) Solo préstamos a tipo flexible y hasta tres meses de fijación del tipo inicial.

impacto en los balances de las IFM y, por tanto, en la evolución monetaria y del crédito. Hasta que comenzó la crisis financiera en 2007, la mayor parte de las operaciones de titulización se vendían en el mercado o se colocaban entre inversores privados. Desde entonces, las principales operaciones han sido titulaciones en las que los valores emitidos son retenidos por la IFM para utilizarlos en las operaciones de financiación del Eurosistema, para transferir activos a los denominados «bancos malos»⁸ y para revertir operaciones de titulización efectuadas previamente. En función de las características de la operación y de las normas de contabilidad aplicables, los préstamos titulizados por una IFM pueden eliminarse (esto es, darse de baja) o mantenerse en su balance.

Las estadísticas sobre titulaciones de las IFM publicadas recientemente (recopiladas con arreglo al Reglamento BCE/2008/32) incluyen información adaptada al análisis de los efectos anteriormente mencionados. Los flujos netos de préstamos de las IFM que se producen como consecuencia de titulaciones u otras transferencias se identifican por separado para cada uno de los distintos sectores prestatarios⁹ y proporcionan información sobre su situación de financiación. Estos datos se desglosan en función de si los préstamos se dan de baja o se mantienen en los balances de las IFM. En el caso de los préstamos que se mantienen en los balances de las IFM, también se dispone de datos sobre saldos vivos, lo que permite realizar un seguimiento más amplio de las operaciones de

titulización efectuadas por las IFM, y pueden ser especialmente relevantes para el análisis de la estabilidad financiera al valorar la transferencia del riesgo de crédito. El BCE publica las nuevas estadísticas mensuales y trimestrales sobre titulaciones efectuadas por las IFM junto con las estadísticas mensuales y trimestrales habituales del balance de las IFM. En el cuadro 3 se presenta un esquema de las nuevas partidas publicadas sobre titulaciones y otras transferencias de préstamos de las IFM.

Los datos sobre flujos netos de préstamos dados de baja del balance también se utilizan para elaborar series ajustadas de flujos y de tasas de crecimiento de los préstamos en las estadísticas del balance de las IFM. Es importante tener en cuenta estos efectos al analizar la evolución subyacente del crédito. Por ejemplo, en marzo de 2011 los flujos netos de préstamos concedidos a hogares dados de baja del balance de las IFM de la zona del euro ascendían a -21 mm de euros, como se muestra en el cuadro 4. Esto indica que, ese mes, las IFM de la zona volvieron a incluir en sus balances préstamos previamente dados de baja. En términos interanuales, la tasa de crecimiento sin ajustar de estos préstamos era del 3,4 %, en comparación con una tasa ajustada del 3 % en mayo de 2011.

8 Véase el recuadro titulado «El impacto de los “bancos malos” sobre las estadísticas de balances de las IFM», *Boletín Mensual*, BCE, marzo de 2010.

9 El BCE ha publicado anteriormente datos no armonizados sobre los préstamos de las IFM ajustados de titulaciones para el sector privado en su conjunto, los hogares y las sociedades no financieras.

Cuadro 3 Nuevas estadísticas de titulaciones o transferencias de préstamos de las IFM

(flujos de préstamos dados de baja del balance, flujos y saldos vivos de préstamos no dados de baja)			
	Sector prestatario	Detalles adicionales	Frecuencia
Zona del euro	Sociedades no financieras	Total	M
		Vencimiento hasta un año	T
		Más de un año y hasta cinco años	T
		Más de cinco años	T
	Hogares	Total	M
		Crédito al consumo	T
		Préstamos para adquisición de vivienda	T
	Administraciones Públicas	Otros préstamos	T
		Total	M
		Otros intermediarios financieros	M
	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Total	M
		Total	M
Resto del mundo		Total	M

Cuadro 4 Operaciones de préstamo de las IFM y ajustes por titulizaciones y otras transferencias

(mm de euros; tasas de variación interanual)

	Operaciones mensuales ¹⁾			Tasas de crecimiento interanual		
	Marzo 2011	Abril 2011	Mayo 2011	Marzo 2011	Abril 2011	Mayo 2011
Préstamos a hogares (sin ajustar)²⁾	31	9	14	3,4	3,4	3,4
<i>Préstamos dados de baja del balance</i>	-21	2	1			
<i>Préstamos ajustados por ventas y titulizaciones</i>	11	12	15	3,0	3,0	3,0
Préstamos a sociedades no financieras (sin ajustar)	4	1	12	0,8	0,9	0,9
<i>Préstamos dados de baja del balance</i>	0	1	0			
<i>Préstamos ajustados por ventas y titulizaciones</i>	4	3	12	1,8	1,9	1,8

Fuente: BCE.

1) Calculadas a partir de la diferencia mensual en los niveles ajustados por saneamientos totales o parciales, reclasificaciones, variaciones del tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones.

2) Incluye los préstamos a instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.

Además, las operaciones de titulización pueden generar un aumento de los depósitos mantenidos por las sociedades instrumentales en las IFM. En primer lugar, en las operaciones en las que el riesgo de crédito se transfiere a través de derivados de crédito o mecanismos similares (esto es, la titulización «sintética»), las citadas sociedades instrumentales pueden colocar en depósito en una IFM las garantías aportadas. En segundo lugar, cuando el préstamo titulado no se da de baja del balance de la IFM, paralelamente se registra un aumento de los depósitos mantenidos por sociedades instrumentales en las IFM¹⁰. En el nuevo conjunto de datos se identifican los depósitos de las citadas sociedades (véase sección 2), permitiendo con ello tener en cuenta estos efectos en el análisis monetario.

4.2 ESTADÍSTICAS SOBRE SOCIEDADES INSTRUMENTALES DEDICADAS A OPERACIONES DE TITULIZACIÓN

Por norma general, una operación de titulización conlleva la creación de una o varias sociedades instrumentales con el objeto específico de realizar la operación. Las sociedades instrumentales son importantes intermediarios en el sector financiero, en particular debido a la función que desempeñan en la transferencia del riesgo de crédito, con vínculos fundamentales con el sector de las IFM. El BCE ha introducido nuevas estadísticas trimestrales¹¹ sobre sociedades instrumentales residentes en la zona del euro, que se publican periódicamente unas cinco semanas después del final del trimestre. Las estadísticas permiten analizar los activos y pasivos y

las operaciones de estas sociedades. Los activos totales agregados de las sociedades instrumentales de la zona del euro ascendían a 2,3 billones de euros en el primer trimestre de 2011, lo que representa el 4% de los activos financieros totales del sector financiero y el 10% de los correspondientes a los intermediarios financieros no bancarios. El total de valores distintos de acciones emitidos se situaba en casi 1,9 billones de euros.

El sector de sociedades instrumentales es amplio en cuanto al ámbito de actividades que pueden realizar y la naturaleza de los activos que pueden titulizarse. En una operación de titulización «tradicional» típica, la IFM transfiere préstamos a una sociedad instrumental, y estos activos respaldan los valores distintos de acciones emitidos por esta última. Las tenencias de préstamos titulizados por parte de las sociedades instrumentales de la zona del euro ascendían a casi 1,5 billones de euros en el primer trimestre de 2011, de los que 1,2 billones de euros se habían originado en IFM de la zona del euro (véase gráfico 5). A efectos estadísticos, el saldo nominal del principal pendiente de amortización¹² se registra en el balance de la

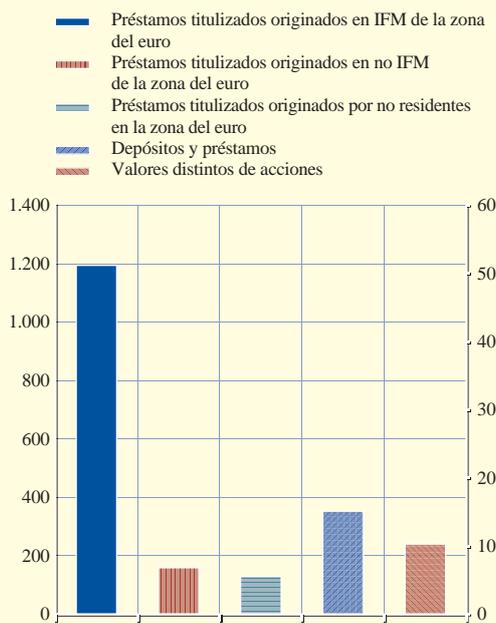
10 Por convención se registra un pasivo en forma de depósito con vencimiento a más de dos años frente a las sociedades instrumentales.

11 Estas nuevas estadísticas se recopilan de conformidad con el Reglamento BCE/2008/30 (DO L 15, 20.1.2009, p. 1).

12 Los saldos nominales, excluidos saneamientos totales o parciales, se indican incluso si la cartera se compró con un descuento con respecto al principal pendiente de amortización, lo que puede ser el caso de las adquisiciones de activos problemáticos. La contrapartida relativa a la diferencia entre el precio de compra de los préstamos titulizados problemáticos y el precio de compra de la cartera se contabiliza en «Otros pasivos», y representa una parte importante de esa partida.

Gráfico 5 Principales activos del balance de sociedades instrumentales

[mm de euros (escala izquierda); porcentaje de los activos totales (escala derecha)]



Fuente: BCE.

Nota: Los datos se refieren al primer trimestre de 2011.

sociedad instrumental, con independencia de si los préstamos se han dado de baja del balance de la entidad originadora. Dos tercios de los préstamos titulizados originados en IFM son préstamos concedidos a hogares de la zona del euro; y una quinta parte, préstamos a sociedades no financieras de la zona. Casi una décima parte de los préstamos originados en IFM de la zona del euro se han otorgado a prestatarios de fuera de la zona (para los que no se recopila información por sector económico).

En las titulizaciones sintéticas, el riesgo de crédito de los activos subyacentes se transfiere a la sociedad instrumental (y, en última instancia, al tenedor de los valores emitidos por dicha sociedad) a través de derivados de crédito, garantías o mecanismos similares. Generalmente, la sociedad instrumental mantiene los beneficios procedentes de la venta de los valores distintos de acciones emitidos en forma de depósito en una IFM o de valores distintos de acciones de alta calificación crediti-

cia. Las sociedades instrumentales que realizan titulizaciones sintéticas representan aproximadamente el 5% de los activos totales del sector de sociedades instrumentales.

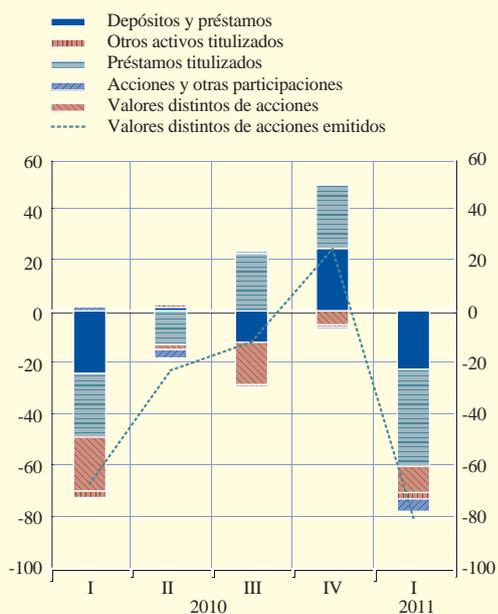
Los valores distintos de acciones representan más del 10% de los activos de las sociedades instrumentales de la zona del euro. Esto incluye las actividades consistentes en «retitular» bonos de titulización de activos emitidos por otras sociedades instrumentales residentes en la zona¹³. Esto es importante desde el punto de vista de la parte que, en última instancia, asume el riesgo de crédito, que en este caso serían los inversores en los valores emitidos por la sociedad que efectúa la retitulización. Las tenencias de valores distintos de acciones emitidos por sociedades instrumentales de la zona del euro por parte de dichas sociedades ascendían a un total de 36 mm de euros en el primer trimestre de 2011.

Aunque algunas titulizaciones pueden conllevar la participación de una sola sociedad instrumental, en muchas participan varias sociedades, cada una desempeñando funciones diferentes y posiblemente ubicadas en distintas jurisdicciones. Un ejemplo de este tipo de estructura con varias sociedades instrumentales es aquel en el que una sociedad emite valores distintos de acciones respaldados por activos que mantiene otra sociedad. Para identificar estas posiciones, el sistema de presentación de información incluye posiciones «de las cuales» frente a otras sociedades instrumentales de la zona del euro para los préstamos entre estas sociedades, así como tenencias de acciones y otras participaciones (o participaciones en fondos de titulización) de las sociedades instrumentales. Este tipo de operaciones intrasectoriales basadas en estas estructuras en las que participan varias sociedades instrumentales ascendieron a 69 mm de euros en el primer trimestre de 2011.

13 Esto incluiría, por ejemplo, las obligaciones garantizadas por deuda (CDO, en sus siglas en inglés), que reagrupan valores distintos de acciones de las sociedades instrumentales emitidos en la zona del euro. Anteriormente, las sociedades vehiculares (*conduits*) y los «vehículos de inversión estructurada» (SIV, en sus siglas en inglés) participaban en la transformación al vencimiento de bonos de titulización en pagarés de empresa a corto plazo. Estos tipos de instrumentos emitidos por sociedades instrumentales residentes fuera de la zona del euro no se identifican por separado.

Gráfico 6 Operaciones con activos seleccionados de sociedades instrumentales y valores distintos de acciones emitidos por sociedades instrumentales

(operaciones financieras; mm de euros)



Fuente: BCE.

En el período transcurrido desde la primera recopilación de datos sobre operaciones de sociedades instrumentales en el primer trimestre de 2010, la actividad ha estado dominada por la crisis financiera. En el primer trimestre de 2011 se registraron amortizaciones netas de valores distintos de acciones emitidos por importe de 81 mm de euros (véase gráfico 6) y, en términos acumulados desde principios de 2010, se han producido amortizaciones netas por importe de 159 mm de euros. Las operaciones de préstamos titulizados han sido considerables en ese mismo período, ya que los préstamos se han movido entre los sectores de sociedades instrumentales y de IFM mediante transferencias a estructuras de «bancos malos» en el sector de sociedades instrumentales y la reversión de titulizaciones retenidas.

5 ESTADÍSTICAS SOBRE LAS EMPRESAS DE SEGUROS Y FONDOS DE PENSIONES

En el contexto de los trabajos que actualmente está llevando a cabo el BCE para mejorar la cobertura

estadística del sector financiero (no bancario), también se ha avanzado considerablemente en el desarrollo de nuevas estadísticas mejoradas sobre las empresas de seguros y los fondos de pensiones¹⁴. Las empresas de seguros y fondos de pensiones (ESFP) de la zona del euro representan cerca del 14 % (6,9 billones de euros) de los activos financieros totales del sector financiero y son una parte significativa de los intermediarios financieros no bancarios (más de una tercera parte si se miden por los activos totales). Los instrumentos financieros que ofrecen, desempeñan un destacado papel en la toma de decisiones de cartera de los hogares, papel que adquirirá mayor relevancia a medida que la población envejezca y disminuya la importancia relativa de las administraciones de Seguridad Social. Además, la interacción de este sector con los mercados financieros, las entidades de crédito y otros intermediarios financieros es relevante para el análisis monetario y para la estabilidad financiera.

Las estadísticas del balance de las ESFP son relevantes para el análisis monetario, porque las ESFP mantienen directamente activos monetarios, y, lo que es más importante, desempeñan un destacado papel como contrapartida de los flujos de entrada y de salida registrados en las posiciones del balance de las IFM relativas a los hogares. Los datos sobre las ESFP tienen relevancia para el análisis de la actividad económica y del mecanismo de transmisión monetaria en términos más generales. Esta relevancia tiene su origen en la capacidad de este sector para influir en las condiciones de financiación del sector privado no financiero y de las Administraciones Públicas (por ejemplo, mediante la adquisición de valores), así como en el hecho de que los pasivos de las ESFP representan una parte importante de la cartera de activos de los hogares. Desde la perspectiva de la estabilidad financiera¹⁵, y habida cuenta de que sus horizontes de inversión

14 Las empresas de seguros conceden prestaciones a los asegurados en caso de producirse un acontecimiento específico que puede tener diversas causas, como supervivencia, enfermedad, fallecimiento, incendio o desastres naturales. Los fondos de pensiones captan, agrupan e invierten fondos para gestionar los derechos de pensión futuros de los beneficiarios.

15 Como subrayó el presidente del BCE, Jean-Claude Trichet, en el discurso «Insurance companies, pension funds and the new EU supervisory architecture», pronunciado en la conferencia del CEIOPS de 2009, Fráncfort del Meno, 18 de noviembre de 2009.

suelen ser a largo plazo, a menudo se considera que las ESFP son una fuente de estabilidad para los mercados financieros. No obstante, debido al tamaño de sus carteras de inversión, la reasignación de fondos o la corrección de posiciones por parte de estas instituciones tienen potencial para mover los mercados.

LAS NUEVAS ESTADÍSTICAS EN DETALLE

Las nuevas estadísticas trimestrales sobre las ESFP que recopila el BCE para la zona del euro se basan en las mejores fuentes nacionales (principalmente, autoridades de supervisión) disponibles. Esto supone que las nuevas estadísticas no estén totalmente armonizadas para los distintos países, y la información estadística que falta o que no está disponible con suficiente puntualidad se sustituye o se completa con estimaciones. Se espera que el grupo inicial de estadísticas sobre las ESFP mejore con el tiempo y que progresivamente se disponga de datos más completos y detallados. Además, a más largo plazo, se espera que los nue-

vos requisitos de información a efectos de supervisión del proyecto Solvencia II para las empresas de seguros¹⁶, así como los requerimientos de información similares con fines de supervisión que se desarrollarán para los fondos de pensiones, aporten nuevos datos, que también podrán utilizarse para mejorar gradualmente las estadísticas macroeconómicas que elabora el BCE.

No obstante, los datos mejorados aportados por los BCN de la zona del euro han permitido realizar estimaciones trimestrales de los saldos vivos agregados de la zona. De hecho, en la fase inicial, las nuevas estadísticas sobre ESFP se centrarán en datos trimestrales y anuales de los balances en forma de saldos vivos. Además, se están desarrollando datos estimados de operaciones en la zona del euro, aunque actualmente solo se recopila información

16 La Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación (AESPJ) está desarrollando plantillas armonizadas para la presentación de información a efectos de supervisión en el caso de las empresas de seguros. El BCE está colaborando con la AESPJ en la elaboración de estas plantillas.

Cuadro 5 Nuevas estadísticas sobre empresas de seguros y fondos de pensiones

[saldos vivos (salvo que estén marcados con «*»), en cuyo caso también se publican datos sobre operaciones), frecuencia trimestral (T) o anual (A)]

Activos		Porcentaje del total	Pasivos		Porcentaje del total
Activos totales	T	100	Pasivos totales	T	100
Efectivo	T	0	Valores distintos de acciones	T	1
Depósitos	T	11	Préstamos recibidos	T	4
Vencimientos	T		Detalle por sectores	T	
Préstamos	T	8	Acciones y otras participaciones (cotizadas/no cotizadas)	T	7
Detalle por sectores y vencimientos	T		Participación neta de los hogares en las reservas de seguro de vida (*)	T	50
Valores distintos de acciones	T	38	Vinculados a fondos de inversión	A	10
Detalle por sectores y vencimientos	T		No vinculados a fondos de inversión	A	40
Acciones y otras participaciones (cotizadas/no cotizadas)	T	12	Participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones (*)	T	23
Detalle por sectores	T		Aportación definida	A	4
Participaciones en fondos de inversión	T	22	Prestación definida	A	18
Participaciones en fondos del mercado monetario	T	1	Planes híbridos	A	1
Reservas para primas y reservas para siniestros	T	4	Reservas para primas y reservas para siniestros (*)	T	13
Activos no financieros	T	1	Detalle por sectores	T	
Otros activos (incluidos derivados financieros)	T	3	Otros pasivos (incluidos derivados financieros)	T	3

Fuente: BCE.

Nota: Los datos se refieren al cuarto trimestre de 2010.

sobre las operaciones trimestrales para las reservas técnicas de las empresas de seguros y fondos de pensiones, es decir, el pasivo más importante del sector de ESFP.

Las nuevas estadísticas del BCE complementan los datos sobre resultados del sector de ESFP que publica el BCE como parte de las cuentas integradas de la zona del euro por sectores institucionales y proporcionan información más detallada y puntual¹⁷. Además de los datos para el sector de ESFP en su conjunto, se publican por separado datos complementarios para las empresas de seguros y los fondos de pensiones. El BCE publicará los datos transcurridos tres meses desde el final del trimestre de referencia. El contenido de las nuevas estadísticas de las ESFP se presenta en el cuadro 5.

EJEMPLOS DE LAS MEJORAS INTRODUCIDAS

Las ESFP mantienen alrededor del 21 % del total de valores distintos de acciones emitidos por las Administraciones Públicas de la zona del euro, el 57 % de las participaciones emitidas por fondos de inversión de la zona del euro y aproximadamente el 9 % del saldo vivo total de valores distintos de acciones emitidos por IFM de la zona. En paralelo a este activo papel como proveedores de financiación, los pasivos de las ESFP de la zona del euro son un importante componente de la riqueza financiera de los hogares de la zona (representando en torno al 30 % del total) y compiten con los depósitos y con otros instrumentos financieros para atraer la inversión de este sector. En consecuencia, las nuevas estadísticas también muestran que la participación neta de los hogares de la zona en las reservas de seguro de vida ascendía a 3,3 billones de euros, de los que el 19 % está vinculado a fondos de inversión y el 81 % no está vinculado a dichos fondos. Por otra parte, la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones se cifraba en 1,6 billones de euros, de los que el 18 % eran planes de aportación definida, el 76 % planes de prestación definida y el 6 % planes híbridos (es decir, mixtos).

El sector de las ESFP está dominado por las empresas de seguros, que representan alrededor del

80 % de los activos financieros totales del sector. Sin embargo, la importancia relativa de las empresas de seguros y los fondos de pensiones varía de un país a otro, debido principalmente a diferencias institucionales¹⁸. Además, pese a las similitudes observadas en las actividades de las empresas de seguro y los fondos de pensiones, sus políticas de inversión presentan diferencias. Las empresas de seguros invierten fundamentalmente en valores (el 42 % de los activos financieros totales), seguidos de participaciones en fondos de inversión (el 19 % de los activos financieros totales). No obstante, en el caso de los fondos de pensiones, las participaciones en fondos de inversión constituyen la principal categoría de inversión (el 42 % de los activos financieros totales), seguida de los valores distintos de acciones (el 21 % de los activos financieros totales). Esto también es consecuencia del hecho de que algunos fondos de pensiones han transferido su cartera de inversión a fondos de inversión especializados, manteniendo en su lugar las correspondientes participaciones en su cartera.

6 CONCLUSIONES

Mantener la adecuación de uso de las estadísticas implica un proceso continuo de desarrollo en respuesta a la innovación financiera y a los cambios en las necesidades de la política monetaria. Recientemente se han introducido importantes mejoras en las estadísticas monetarias y financieras del BCE que cubren las estadísticas del balance de las IFM y las de los tipos de interés aplicados por las IFM, así como información sobre el balance de

17 Aunque las nuevas estadísticas sobre las ESFP y las cuentas de la zona del euro siguen el Sistema Europeo de Cuentas (SEC 95), puede haber diferencias entre ambas. Los motivos de estas diferencias incluyen, por ejemplo, diversas fuentes a escala nacional, distintas versiones de los datos, y el ajuste de los resultados por sectores para obtener unas cuentas coherentes de la zona del euro para el total de la economía.

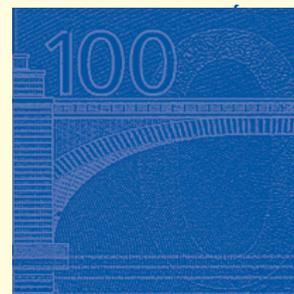
18 Las estadísticas solo cubren los fondos de pensiones autónomos. Los países en los que los planes de pensiones privados se gestionan principalmente a través de fondos de pensiones no autónomos (que no son unidades institucionales separadas), vinculados, en particular, a sociedades no financieras e IFM, tienen un subsector de fondos de pensiones autónomos más pequeño. Para un análisis más detallado del sector en Europa, véase el informe *Financial integration in Europe*, BCE, mayo de 2011, capítulo II.

sociedades instrumentales y de empresas de seguros y fondos de pensiones. Estas mejoras son el resultado de un cuidadoso estudio de las ventajas identificadas por los usuarios y de la carga impuesta a los agentes informadores. En cuanto a las ventajas, los cambios introducidos contribuyen, en particular, a mejorar el análisis monetario. Esto se consigue con una cobertura considerablemente más detallada de la información sobre el balance de las IFM en lo que respecta a las instituciones financieras de contrapartida que pertenecen al sector tenedor de dinero, cuya importancia ha aumentado en los últimos años. Además, la publicación de información más detallada sobre el sector emisor de dinero, especialmente en relación con las titulizaciones, pero también con otras innovaciones financieras, permite realizar un análisis más adecuado de los agregados monetarios y de las contrapartidas. En cuanto al sector tenedor de dinero no financiero, los datos más detallados sobre el volumen de operaciones y los tipos de interés aplicados a las nuevas operaciones, desglosados

por subsector y por categoría, permiten profundizar en el análisis de las condiciones de financiación. Por otra parte, el análisis de la estabilidad financiera también se beneficia de las nuevas estadísticas, en particular de las relativas a las titulizaciones y a las ESFP. Por último, estas nuevas estadísticas también mejorarán el marco estadístico existente para la elaboración de las cuentas de la zona del euro.

El BCE continuará realizando un seguimiento de la evolución financiera y de las necesidades de los usuarios, y adaptará el sistema estadístico según sea necesario. Actualmente hay previstas otras mejoras, relacionadas, en particular, con información más desagregada sobre los valores que mantienen los sectores financiero y no financiero, que contribuirían al análisis monetario y de la estabilidad financiera. Este proceso, al igual que procesos anteriores, requerirá una estrecha cooperación entre el BCE, los BCN, las organizaciones internacionales y los sectores involucrados.

ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO



ÍNDICE¹

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

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

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

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

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

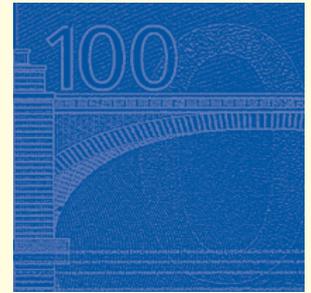
En las Notas Generales, puede encontrarse más información sobre las composiciones por países, pasadas y presentes, de la zona del euro.

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

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

Símbolos utilizados en los cuadros

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



PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

Resumen de indicadores económicos de la zona del euro

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Evolución monetaria y tipos de interés ¹⁾

	M1 ²⁾	M2 ²⁾	M3 ^{2),3)}	M3 ^{2),3)} Media móvil de 3 meses (centrada)	Préstamos de las IFM a residentes en la zona del euro, excluidas IFM y AAPP ²⁾	Valores distintos de acciones emitidos en euros por insti- tuciones distintas de IFM ²⁾	Tipo de interés a 3 meses (EURIBOR; porcentaje; medias del período)	Tipo al contado a 10 años (porcentaje; fin de período) ⁴⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8
2009	9,5	4,8	3,3	-1,6		23,9	1,22	3,76
2010	8,5	1,8	0,5	-0,6		3,9	0,81	3,36
2010 III	7,9	1,8	0,7	-	0,9	1,9	0,87	2,67
IV	4,9	2,2	1,5	-	1,7	2,1	1,02	3,36
2011 I	3,2	2,4	1,9	-	2,4	2,3	1,10	3,66
II	1,6	2,4	2,2	-	2,6	.	1,42	3,41
2011 Feb	2,8	2,4	2,1	2,0	2,6	2,6	1,09	3,49
Mar	3,0	2,7	2,2	2,1	2,5	1,6	1,18	3,66
Abr	1,6	2,4	2,0	2,2	2,6	1,7	1,32	3,55
May	1,2	2,4	2,5	2,2	2,7	1,5	1,43	3,37
Jun	1,2	2,3	2,1	.	2,5	.	1,49	3,41
Jul	.	.	.	.	.	.	1,60	3,06

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

	IAPC ¹⁾	Precios industriales	Costes laborales por hora	PIB real (d.)	Producción industrial excluida construcción	Utilización de la capacidad productiva en manufacturas (%)	Ocupados (d.)	Parados (% de la población activa; d.)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2009	0,3	-5,1	2,8	-4,2	-14,8	70,9	-1,9	9,6
2010	1,6	2,9	1,5	1,8	7,5	77,0	-0,5	10,1
2010 IV	2,0	4,8	1,5	2,0	8,1	79,3	0,3	10,1
2011 I	2,5	6,5	2,6	2,5	6,6	80,8	0,3	10,0
II	2,8	6,3	.	.	.	81,1	.	9,9
2011 Feb	2,4	6,6	-	-	7,9	-	-	10,0
Mar	2,7	6,8	-	-	5,8	-	-	9,9
Abr	2,8	6,8	-	-	5,4	81,3	-	9,9
May	2,7	6,2	-	-	4,5	-	-	9,9
Jun	2,7	5,9	-	-	.	-	-	9,9
Jul	2,5	.	-	-	.	80,9	-	.

3. Estadísticas del sector exterior

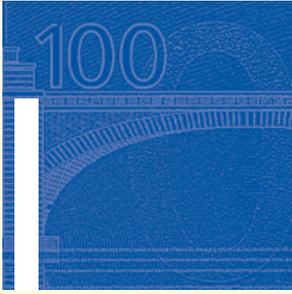
(mm de euros, salvo indicación en contrario)

	Balanza de pagos (flujos netos)			Activos de reserva (saldos a fin de período)	Posición de inversión internacional neta (en % del PIB)	Deuda externa bruta (en % del PIB)	Tipo de cambio efectivo del euro: TCE-20 ⁶⁾ (índice: 1999 I = 100)		Tipo de cambio dólar estado- unídense/euro
	Cuenta corriente y cuenta de capital	Inversiones directas y de cartera					Nominal	Real (IPC)	
		Bienes							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2009	-19,1	37,5	161,3	462,4	-16,4	116,3	111,7	110,6	1,3948
2010	-33,8	19,5	88,6	591,2	-12,9	118,7	104,6	103,0	1,3257
2010 III	-5,1	8,2	-47,8	552,2	-15,1	120,5	102,3	100,8	1,2910
IV	3,6	6,4	92,8	591,2	-12,9	118,7	104,4	102,4	1,3583
2011 I	-27,9	-12,5	121,8	576,6	-13,2	116,6	103,7	101,5	1,3680
II	.	.	.	580,9	.	.	106,4	104,2	1,4391
2011 Feb	-8,0	-1,1	63,2	577,5	.	.	103,4	101,1	1,3649
Mar	-0,6	2,9	76,6	576,6	.	.	105,2	103,0	1,3999
Abr	-6,4	-3,5	20,0	571,7	.	.	107,0	104,9	1,4442
May	-17,8	1,5	52,5	592,7	.	.	106,0	103,7	1,4349
Jun	.	.	.	580,9	.	.	106,1	103,9	1,4388
Jul	.	.	.	.	.	.	105,2	103,0	1,4264

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

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

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



ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA

I. Estado financiero consolidado del Eurosistema

(millones de euros)

1. Activo

	8 julio 2011	15 julio 2011	22 julio 2011	29 julio 2011
Oro y derechos en oro	363.252	363.252	363.251	363.250
Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro	216.320	217.439	218.058	217.700
Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro	23.773	23.204	24.642	23.948
Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro	19.078	19.992	20.273	21.849
Préstamos en euros concedidos a entidades de crédito de la zona del euro	433.248	465.156	508.610	497.371
Operaciones principales de financiación	120.024	153.597	197.070	164.200
Operaciones de financiación a plazo más largo	313.163	311.509	311.509	333.075
Operaciones temporales de ajuste	0	0	0	0
Operaciones temporales estructurales	0	0	0	0
Facilidad marginal de crédito	6	29	0	28
Préstamos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	55	21	31	68
Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro	45.822	52.431	57.280	59.248
Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro	486.208	485.360	484.458	484.355
Valores mantenidos con fines de política monetaria	134.350	134.184	133.837	133.739
Otros valores	351.858	351.176	350.621	350.616
Créditos en euros a las Administraciones Públicas	33.944	33.944	33.944	33.944
Otros activos	297.858	296.416	295.544	298.807
Total activo	1.919.501	1.957.194	2.006.061	2.000.471

2. Pasivo

	8 julio 2011	15 julio 2011	22 julio 2011	29 julio 2011
Billetes en circulación	851.755	853.418	853.036	855.737
Depósitos en euros mantenidos por entidades de crédito de la zona del euro	297.374	327.630	357.857	332.915
Cuentas corrientes (incluidas las reservas mínimas)	157.562	242.399	250.540	208.285
Facilidad de depósito	65.687	10.254	32.167	49.867
Depósitos a plazo	74.000	74.000	74.000	74.000
Operaciones temporales de ajuste	0	0	0	0
Depósitos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	125	977	1.150	763
Otros pasivos en euros con entidades de crédito de la zona del euro	6.042	4.373	4.448	5.155
Certificados de deuda emitidos	0	0	0	0
Depósitos en euros de otros residentes en la zona del euro	72.498	74.882	87.271	97.406
Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro	37.096	38.867	40.392	40.158
Pasivos en moneda extranjera con residentes en la zona del euro	1.934	3.232	3.439	1.555
Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro	8.543	6.885	8.921	10.153
Contrapartida de los derechos especiales de giro asignados por el FMI	52.170	52.170	52.170	52.170
Otros pasivos	193.953	197.599	200.389	207.083
Cuentas de revalorización	316.657	316.657	316.657	316.657
Capital y reservas	81.480	81.480	81.480	81.480
Total pasivo	1.919.501	1.957.194	2.006.061	2.000.471

Fuente: BCE.

1.2 Tipos de interés oficiales del BCE

(niveles en porcentaje; variaciones en puntos porcentuales)

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

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

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

(millones de euros; tipos de interés en porcentaje)

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

Fecha de liquidación	Importe de las pujas	Número de participantes	Importe adjudicado	Subastas a tipo variable				Vencimiento a [...] días
				Subastas a tipo fijo	Tipo fijo	Tipo mínimo de puja	Tipo marginal ⁴⁾	
1	2	3	4	5	6	7	8	
Operaciones principales de financiación								
2011 20 Abr	97.372	181	97.372	1,25	-	-	-	7
27	117.883	241	117.883	1,25	---	---	---	7
4 May	127.538	326	127.538	1,25	-	-	-	7
11	124.754	247	124.754	1,25	---	---	---	7
18	119.398	235	119.398	1,25	---	---	---	7
25	116.102	241	116.102	1,25	---	---	---	7
1 Jun	110.762	174	110.762	1,25	-	-	-	7
8	102.442	145	102.442	1,25	---	---	---	7
15	135.585	235	135.585	1,25	---	---	---	7
22	186.942	353	186.942	1,25	---	---	---	7
29	141.461	232	141.461	1,25	---	---	---	7
6 Jul	120.024	185	120.024	1,25	-	-	-	7
13	153.597	230	153.597	1,50	---	---	---	7
20	197.070	291	197.070	1,50	---	---	---	7
27	164.200	193	164.200	1,50	---	---	---	7
3 Ago	172.021	168	172.021	1,50	-	-	-	7
Operaciones de financiación a plazo más largo								
2011 9 Feb	61.472	42	61.472	1,00	---	---	---	28
24 ⁵⁾	39.755	192	39.755	1,12	---	---	---	91
9 Mar	82.500	52	82.500	1,00	---	---	---	35
31 ⁵⁾	129.458	290	129.458	1,21	---	---	---	91
13 Abr	83.687	40	83.687	1,25	---	---	---	28
28 ⁵⁾	63.411	177	63.411	1,29	---	---	---	91
11 May	80.653	60	80.653	1,25	---	---	---	35
26 ⁵⁾	48.131	182	48.131	---	---	---	---	98
15 Jun	69.403	60	69.403	1,25	---	---	---	28
30 ⁵⁾	132.219	265	132.219	---	---	---	---	91
13 Jul	67.748	57	67.748	1,50	---	---	---	28
28 ⁵⁾	84.977	165	84.977	---	---	---	---	91

2. Otras operaciones de subasta

Fecha de liquidación	Tipo de operación	Importe de las pujas	Número de participantes	Importe adjudicado	Subastas a tipo variable				Vencimiento a [...] días	
					Subastas a tipo fijo	Tipo mínimo de puja	Tipo máximo de puja	Tipo marginal ⁴⁾		Tipo medio ponderado
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
2011 11 May	Captación de depósitos a plazo fijo	109.149	72	76.000	-	-	1,25	1,15	1,09	7
18	Captación de depósitos a plazo fijo	85.756	74	76.000	-	-	1,25	1,16	1,08	7
25	Captación de depósitos a plazo fijo	81.944	62	75.000	-	-	1,25	1,25	1,14	7
1 Jun	Captación de depósitos a plazo fijo	103.531	69	75.000	-	-	1,25	0,89	0,81	7
8	Captación de depósitos a plazo fijo	93.590	71	75.000	-	-	1,25	1,03	0,90	7
14	Captación de depósitos a plazo fijo	35.158	77	29.618	-	-	1,25	1,05	1,04	1
15	Captación de depósitos a plazo fijo	76.714	61	75.000	-	-	1,25	1,25	1,20	7
22	Captación de depósitos a plazo fijo	83.565	56	74.000	-	-	1,25	1,24	1,15	7
29	Captación de depósitos a plazo fijo	75.014	57	74.000	-	-	1,25	1,25	1,17	7
6 Jul	Captación de depósitos a plazo fijo	96.009	68	74.000	-	-	1,25	0,90	0,75	7
12	Captación de depósitos a plazo fijo	75.404	119	74.814	-	-	1,25	1,05	1,03	1
13	Captación de depósitos a plazo fijo	91.891	64	74.000	-	-	1,50	1,46	1,39	7
20	Captación de depósitos a plazo fijo	86.144	63	74.000	-	-	1,50	1,40	1,31	7
27	Captación de depósitos a plazo fijo	93.188	69	74.000	-	-	1,50	1,16	1,09	7
3 Ago	Captación de depósitos a plazo fijo	86.770	68	74.000	-	-	1,50	0,99	0,92	7

Fuente: BCE.

- Los datos pueden ser ligeramente diferentes a los que aparecen en la sección 1.1, debido a operaciones que han sido adjudicadas, pero no se han liquidado.
- Con efectos a partir de abril de 2002, las operaciones desdobladas (*split tender operations*), es decir, las operaciones con vencimiento a una semana ejecutadas mediante subastas estándar en paralelo a una operación principal de financiación, se clasifican como operaciones principales de financiación. Para las operaciones desdobladas ejecutadas antes de ese mes, véase el cuadro 2 en la sección 1.3.
- El 8 de junio de 2000, el BCE anunció que, a partir de la operación que se liquidaría el 28 de junio de 2000, las operaciones principales de financiación del Eurosistema se ejecutarían a través de subastas a tipo variable. El tipo mínimo de puja se refiere al tipo de interés mínimo al que las entidades de contrapartida pueden realizar sus pujas. El 8 de octubre de 2008, el BCE anunció que, a partir de la operación que se liquidaría el 15 de octubre, las operaciones principales de financiación semanales se llevarían a cabo mediante un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo, con adjudicación plena, al tipo de interés aplicable a las operaciones principales de financiación. El 4 de marzo de 2010, el BCE decidió volver a aplicar los procedimientos de subasta a tipo de interés variable en las operaciones regulares de financiación a plazo más largo con vencimiento a tres meses a partir de la operación que se adjudicaría el 28 de abril de 2010 y se liquidaría el 29 de abril de 2010.
- En las operaciones de inyección (absorción) de liquidez, el tipo marginal se refiere al tipo de interés más bajo (más alto) al que se aceptan las pujas.
- En las operaciones de financiación a plazo más largo, que se liquidaron el 17 de diciembre de 2009, el 1 de abril, 13 de mayo, 28 de octubre, 25 de noviembre y 23 de diciembre de 2010 y el 27 de enero, 24 de febrero, 31 de marzo, 28 de abril, 26 de mayo, 30 de junio y 28 de julio de 2011, el tipo al que se cubrieron todas las pujas estaba indicado con la media de los tipos mínimo de puja de las operaciones principales de financiación que se llevaron a cabo realizadas en la vida de la operación. Los tipos de interés que se indican para estas operaciones de financiación a plazo más largo indicadas se han redondeado a dos decimales. Para conocer el método de cálculo preciso, consúltese las Notas Técnicas.

1.4 Estadísticas de reservas mínimas y de liquidez

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

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

Pasivos computables en: ¹⁾	Total	Pasivos a los que se aplica un coeficiente de reservas del 2%		Pasivos a los que se aplica un coeficiente de reservas nulo		
		Depósitos a la vista y depósitos a plazo o disponibles con preaviso hasta 2 años	Valores distintos de acciones hasta 2 años	Depósitos a plazo o disponibles con preaviso a más de 2 años	Cesiones temporales	Valores distintos de acciones a más de 2 años
	1	2	3	4	5	6
2008	18.169,6	10.056,8	848,7	2.376,9	1.243,5	3.643,7
2009	18.318,2	9.808,5	760,4	2.475,7	1.170,1	4.103,5
2010	18.948,1	9.962,6	644,3	2.683,3	1.335,4	4.322,5
2011 Ene	19.024,1	9.840,2	651,6	2.780,6	1.395,8	4.356,0
Feb	19.035,7	9.768,4	670,3	2.727,5	1.490,3	4.379,2
Mar	18.868,8	9.700,2	671,9	2.733,9	1.399,8	4.363,0
Abr	18.984,5	9.749,5	662,8	2.740,4	1.475,2	4.356,6
May	19.172,1	9.787,9	677,0	2.760,6	1.538,4	4.408,3

2. Reservas mantenidas

Período de mantenimiento que finaliza en:	Reservas obligatorias	Cuentas corrientes de las entidades de crédito	Exceso de reservas	Incumplimientos	Tipos de interés de las reservas mínimas
	1	2	3	4	5
2009	210,2	211,4	1,2	0,0	1,00
2010	211,8	212,5	0,7	0,5	1,00
2011 8 Mar	211,6	212,9	1,3	0,0	1,00
12 Abr	209,3	210,5	1,1	0,0	1,00
10 May	208,3	209,5	1,2	0,0	1,25
14 Jun	206,9	209,0	2,0	0,0	1,25
12 Jul	207,7	210,9	3,1	0,0	1,25
9 Ago	208,8	.	.	.	.

3. Liquidez

Período de mantenimiento que finaliza en:	Factores de inyección de liquidez					Factores de absorción de liquidez					Cuentas corrientes de entidades de crédito	Base monetaria
	Operaciones de política monetaria del Eurosistema											
	Activos netos en oro y moneda extranjera del Eurosistema	Operaciones principales de financiación	Operaciones de financiación a plazo más largo	Facilidad marginal de crédito	Otras operaciones de inyección de liquidez ²⁾	Facilidad de depósito	Otras operaciones de absorción de liquidez ³⁾	Billetes en circulación	Depósitos de la Administración Central en el Eurosistema	Otros factores (neto)		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
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 8 Feb	549,7	185,4	318,2	0,1	137,2	39,2	81,3	822,0	101,2	-66,7	213,6	1.074,8
8 Mar	550,0	134,4	321,0	7,6	137,9	26,9	80,3	820,9	89,8	-79,9	212,9	1.060,7
12 Abr	544,1	97,3	335,4	0,8	137,6	23,0	79,5	824,4	73,1	-95,2	210,5	1.057,9
10 May	525,9	109,2	320,5	0,4	136,6	22,8	76,8	833,9	61,3	-111,6	209,5	1.066,1
14 Jun	526,8	114,7	317,9	0,0	135,5	18,4	76,2	836,6	62,6	-107,9	209,0	1.064,0
12 Jul	533,6	146,0	311,6	0,2	134,2	29,5	76,9	846,2	73,4	-111,2	210,9	1.086,6

Fuente: BCE.

1) Fin de período.

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

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



DINERO, SISTEMA BANCARIO Y OTRAS INSTITUCIONES FINANCIERAS

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

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

1. Activo

	Total	Préstamos y créditos a residentes en la zona del euro			Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro				Particip. emitidas por fondos del mercado monetario ²⁾	Acciones y participac. emitidas por residentes en la zona del euro	Activos frente a no residentes en la zona del euro	Activo fijo	Resto de activos ³⁾	
		Total	AAPP	Otros residentes en la zona del euro	IFM	Total	AAPP	Otros sectores residentes						IFM
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Eurosistema														
2009	2.829,9	1.475,5	19,5	0,7	1.455,3	451,7	368,3	7,5	75,9	- 16,5		556,8	8,5	321,0
2010	3.212,4	1.537,4	18,6	0,9	1.517,8	574,4	463,8	9,6	101,1	- 18,1		684,3	8,5	389,8
2011 I	3.038,5	1.347,1	18,5	1,0	1.327,6	580,8	468,5	9,8	102,5	-	19,5	670,4	8,5	412,2
II ^(p)	3.129,7	1.415,7	17,8	1,0	1.396,9	594,9	468,9	10,1	116,0	- 19,4		687,2	8,6	403,9
2011 Mar	3.038,5	1.347,1	18,5	1,0	1.327,6	580,8	468,5	9,8	102,5	-	19,5	670,4	8,5	412,2
Abr	3.056,6	1.368,9	18,3	1,0	1.349,7	583,8	468,8	9,6	105,3	-	19,7	669,4	8,5	406,2
May	3.134,2	1.415,7	18,2	1,0	1.396,5	588,4	472,5	9,8	106,0	-	19,5	694,8	8,6	407,3
Jun ^(p)	3.129,7	1.415,7	17,8	1,0	1.396,9	594,9	468,9	10,1	116,0	- 19,4		687,2	8,6	403,9
IFM, excluido el Eurosistema														
2009	31.144,3	17.701,6	1.001,7	10.783,9	5.916,1	5.060,0	1.482,1	1.498,0	2.079,9	85,1	1.236,1	4.252,4	220,7	2.588,3
2010	32.199,9	17.762,9	1.220,1	11.027,8	5.515,0	4.938,7	1.524,1	1.528,7	1.885,9	59,9	1.233,1	4.323,5	223,5	3.658,3
2011 I	31.564,5	17.793,5	1.187,1	11.117,7	5.488,7	4.704,3	1.412,8	1.493,0	1.798,5	64,5	1.203,0	4.276,9	227,4	3.294,8
II ^(p)	31.712,4	17.886,0	1.152,2	11.223,7	5.510,1	4.693,5	1.456,6	1.472,4	1.764,5	61,3	1.247,7	4.285,5	228,6	3.309,6
2011 Mar	31.564,5	17.793,5	1.187,1	11.117,7	5.488,7	4.704,3	1.412,8	1.493,0	1.798,5	64,5	1.203,0	4.276,9	227,4	3.294,8
Abr	31.756,9	17.865,4	1.178,8	11.141,6	5.544,9	4.694,5	1.419,1	1.499,6	1.775,8	63,6	1.247,4	4.297,9	227,9	3.360,3
May	32.096,8	17.900,7	1.155,8	11.201,6	5.543,2	4.713,8	1.430,2	1.497,1	1.786,5	65,1	1.253,5	4.436,8	228,9	3.497,9
Jun ^(p)	31.712,4	17.886,0	1.152,2	11.223,7	5.510,1	4.693,5	1.456,6	1.472,4	1.764,5	61,3	1.247,7	4.285,5	228,6	3.309,6

2. Pasivo

	Total	Efectivo en circulación	Depósitos de residentes en la zona del euro			Participaciones emitidas por fondos del mercado monetario ⁴⁾	Valores distintos de acciones y participaciones ⁵⁾	Capital y reservas	Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro	Resto de pasivos ³⁾	
			Total	Administración Central	Otras AAPP y otros sectores residentes						IFM
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Eurosistema											
2009	2.829,9	829,3	1.192,0	102,6	22,1	1.067,4	- 0,1	319,8	140,2	348,5	
2010	3.212,4	863,7	1.394,4	68,0	8,7	1.317,7	- 0,0	428,5	153,8	372,1	
2011 I	3.038,5	848,4	1.264,5	60,8	8,9	1.194,9	-	402,3	155,0	368,3	
II ^(p)	3.129,7	871,6	1.320,1	72,5	11,2	1.236,3	- 0,0	412,2	157,3	368,7	
2011 Mar	3.038,5	848,4	1.264,5	60,8	8,9	1.194,9	-	402,3	155,0	368,3	
Abr	3.056,6	858,8	1.268,4	80,0	9,3	1.179,0	-	405,5	152,1	371,8	
May	3.134,2	862,4	1.313,9	65,4	10,4	1.238,1	-	423,8	158,4	375,6	
Jun ^(p)	3.129,7	871,6	1.320,1	72,5	11,2	1.236,3	- 0,0	412,2	157,3	368,7	
IFM, excluido el Eurosistema											
2009	31.144,3	- 16.469,0	146,0	10.041,4	6.281,6	732,6	4.908,5	1.921,2	4.098,5	3.014,5	
2010	32.199,9	- 16.497,6	196,2	10.526,4	5.774,9	612,3	4.845,2	2.045,1	4.220,4	3.979,4	
2011 I	31.564,5	- 16.453,8	235,8	10.524,6	5.693,4	632,8	4.873,1	2.079,6	4.018,8	3.506,5	
II ^(p)	31.712,4	- 16.609,2	265,8	10.651,6	5.691,9	607,9	4.898,1	2.150,4	3.974,8	3.471,9	
2011 Mar	31.564,5	- 16.453,8	235,8	10.524,6	5.693,4	632,8	4.873,1	2.079,6	4.018,8	3.506,5	
Abr	31.756,9	- 16.577,2	224,4	10.598,3	5.754,6	633,8	4.858,6	2.081,7	4.063,3	3.542,3	
May	32.096,8	- 16.573,5	222,1	10.640,9	5.710,5	631,4	4.899,5	2.119,0	4.192,1	3.681,3	
Jun ^(p)	31.712,4	- 16.609,2	265,8	10.651,6	5.691,9	607,9	4.898,1	2.150,4	3.974,8	3.471,9	

Fuente: BCE.

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

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

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

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

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

2.2 Balance consolidado de las IFM de la zona del euro ¹⁾

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

1. Activo

	Total	Préstamos y créditos a residentes en la zona del euro			Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro			Acciones y particip. emitidas por otros residentes en la zona del euro	Activos frente a no residentes en la zona del euro	Activo fijo	Resto de activos ²⁾
		Total	AAPP	Otros residentes en la zona del euro	Total	AAPP	Otros residentes en la zona del euro				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Saldos vivos											
2009	23.862,5	11.805,7	1.021,1	10.784,5	3.355,9	1.850,4	1.505,5	812,7	4.809,2	229,1	2.850,0
2010	25.826,1	12.267,4	1.238,7	11.028,7	3.526,2	1.987,9	1.538,3	799,9	5.007,7	232,0	3.993,0
2011 I	25.327,9	12.324,3	1.205,6	11.118,6	3.384,2	1.881,3	1.502,9	779,1	4.947,4	235,9	3.657,1
II ^(p)	25.456,7	12.394,7	1.170,0	11.224,6	3.408,0	1.925,5	1.482,5	782,5	4.972,7	237,2	3.661,6
2011 Mar	25.327,9	12.324,3	1.205,6	11.118,6	3.384,2	1.881,3	1.502,9	779,1	4.947,4	235,9	3.657,1
Abr	25.476,3	12.339,7	1.197,1	11.142,6	3.397,2	1.888,0	1.509,2	822,5	4.967,3	236,4	3.713,2
May	25.808,7	12.376,7	1.174,1	11.202,6	3.409,7	1.902,8	1.506,9	800,1	5.131,6	237,4	3.853,2
Jun ^(p)	25.456,7	12.394,7	1.170,0	11.224,6	3.408,0	1.925,5	1.482,5	782,5	4.972,7	237,2	3.661,6
Operaciones											
2009	-644,8	15,8	29,4	-13,6	365,2	270,2	95,0	12,4	-464,8	7,8	-581,9
2010	600,7	408,3	206,3	202,0	143,9	145,8	-2,0	5,7	-109,9	2,4	150,2
2011 I	-278,5	39,0	-28,3	67,3	-11,0	19,0	-30,0	7,6	81,7	0,9	-396,6
II ^(p)	154,4	65,5	-37,8	103,3	24,5	46,5	-22,0	8,5	36,9	1,6	17,4
2011 Mar	-217,6	8,0	-10,6	18,6	-38,8	-11,2	-27,5	2,5	-33,7	0,9	-156,5
Abr	237,8	26,3	-10,7	37,0	16,2	11,1	5,1	40,8	82,7	0,5	71,3
May	228,7	17,3	-23,4	40,7	7,2	10,3	-3,1	-18,5	81,9	1,2	139,6
Jun ^(p)	-312,2	21,8	-3,8	25,7	1,2	25,1	-23,9	-13,8	-127,7	-0,2	-193,5

2. Pasivo

	Total	Efectivo en circulación	Depósitos de la Administración Central	Depósitos de otras AAPP otros sectores y residentes	Participaciones emitidas por fondos del mercado monetario ³⁾	Valores distintos de acciones y participaciones ⁴⁾	Capital y reservas	Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro	Resto de pasivos ²⁾	Discrepancias de pasivos entre IFM con respecto a los activos
Saldos vivos										
2009	23.862,5	769,9	248,6	10.063,5	647,5	2.752,9	1.801,0	4.238,8	3.362,9	-22,5
2010	25.826,1	808,6	264,2	10.535,1	552,4	2.858,2	2.022,2	4.374,1	4.351,5	59,8
2011 I	25.327,9	798,3	296,6	10.533,5	568,2	2.972,1	2.038,5	4.173,8	3.874,8	72,0
II ^(p)	25.456,7	819,6	338,3	10.662,8	546,6	3.017,6	2.078,0	4.132,1	3.840,5	21,2
2011 Mar	25.327,9	798,3	296,6	10.533,5	568,2	2.972,1	2.038,5	4.173,8	3.874,8	72,0
Abr	25.476,3	805,4	304,4	10.607,6	570,2	2.977,5	2.042,6	4.215,4	3.914,1	39,0
May	25.808,7	810,4	287,4	10.651,4	566,3	3.007,0	2.070,0	4.350,4	4.056,9	8,9
Jun ^(p)	25.456,7	819,6	338,3	10.662,8	546,6	3.017,6	2.078,0	4.132,1	3.840,5	21,2
Operaciones										
2009	-644,8	45,8	-2,4	286,0	-12,5	-56,4	143,1	-590,3	-505,5	47,4
2010	600,7	38,6	12,8	331,5	-98,2	42,4	113,0	-27,3	133,0	54,9
2011 I	-278,5	-10,1	36,2	-20,0	-4,5	79,9	12,7	-48,0	-344,6	19,8
II ^(p)	154,4	21,3	42,0	121,9	-21,2	46,9	36,6	-18,8	-25,1	-49,3
2011 Mar	-217,6	2,5	-29,1	19,3	-2,1	31,4	1,8	-136,5	-125,3	20,4
Abr	237,8	7,1	8,0	80,6	2,2	22,2	0,5	107,2	42,0	-31,9
May	228,7	5,0	-17,0	28,1	-3,9	11,9	11,9	73,4	149,2	-29,7
Jun ^(p)	-312,2	9,2	51,0	13,2	-19,5	12,8	24,3	-199,4	-216,2	12,4

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 ¹⁾

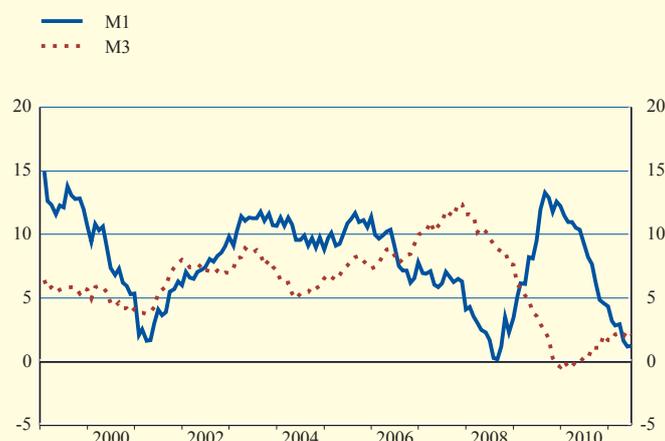
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

1. Agregados monetarios ²⁾ y contrapartidas

	M3				M3 Media móvil de 3 meses (centrada)	Pasivos financieros a más largo plazo	Crédito a las AAPP	Crédito a otros residentes en la zona del euro			Activos netos frente a no residentes en la zona del euro ³⁾			
	M2		M3-M2	5				6	7	8		9	10	11
	M1	M2-M1													3	4
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
Saldos vivos														
2009	4.498,8	3.701,6	8.200,4	1.134,1	9.334,5	- 6.762,9	2.909,6	13.105,9	10.792,9	-	-	552,2		
2010	4.699,4	3.700,0	8.399,4	1.125,2	9.524,6	- 7.313,2	3.268,6	13.366,9	11.035,2	-	-	615,3		
2011 I	4.714,1	3.743,7	8.457,8	1.132,3	9.590,1	-	7.445,8	3.090,3	13.424,3	11.130,8	-	784,0		
II ^(p)	4.706,0	3.783,2	8.489,2	1.162,7	9.651,9	- 7.526,7	3.059,9	13.457,6	11.193,4	-	-	841,2		
2011 Mar	4.714,1	3.743,7	8.457,8	1.132,3	9.590,1	-	7.445,8	3.090,3	13.424,3	11.130,8	-	784,0		
Abr	4.694,5	3.750,8	8.445,3	1.139,5	9.584,8	-	7.482,3	3.073,6	13.440,8	11.145,9	-	777,0		
May	4.691,3	3.787,2	8.478,5	1.170,9	9.649,3	-	7.541,8	3.068,2	13.488,0	11.197,7	-	811,9		
Jun ^(p)	4.706,0	3.783,2	8.489,2	1.162,7	9.651,9	- 7.526,7	3.059,9	13.457,6	11.193,4	-	-	841,2		
Operaciones														
2009	490,4	-368,0	122,5	-160,4	-37,9	- 422,7	307,6	90,1	-14,7	31,2	125,1			
2010	195,6	-12,2	183,4	-24,1	159,4	- 265,5	356,3	202,5	200,3	262,2	-82,6			
2011 I	14,4	40,4	54,9	-14,0	40,8	-	80,9	-48,5	68,8	72,9	158,4			
II ^(p)	-4,8	32,8	27,9	30,3	58,3	- 75,8	-	-30,5	34,1	59,9	45,9			
2011 Mar	22,4	5,3	27,6	-2,6	25,0	-	13,8	-29,9	-21,5	2,7	129,7			
Abr	-13,7	10,1	-3,6	7,1	3,6	-	47,5	-14,5	25,9	28,2	-9,8			
May	-6,7	26,3	19,6	31,6	51,2	-	24,0	-10,2	30,9	32,4	14,1			
Jun ^(p)	15,6	-3,7	11,9	-8,4	3,5	- 4,4	-	-5,7	-22,6	-0,7	41,6			
Tasas de crecimiento														
2009	12,2	-9,0	1,5	-11,9	-0,4	-0,2	6,7	11,8	0,7	-0,1	0,3	125,1		
2010	4,3	-0,3	2,2	-2,1	1,7	1,8	3,8	12,2	1,5	1,8	2,4	-82,6		
2011 I	3,0	2,3	2,7	-1,0	2,2	2,1	3,9	8,0	2,2	2,5	2,8	74,2		
II ^(p)	1,2	3,7	2,3	0,5	2,1	2,2	4,6	4,6	2,2	2,5	2,7	137,0		
2011 Mar	3,0	2,3	2,7	-1,0	2,2	2,1	3,9	8,0	2,2	2,5	2,8	74,2		
Abr	1,6	3,3	2,4	-0,8	2,0	2,2	4,0	7,4	2,3	2,6	2,8	73,6		
May	1,2	3,9	2,4	2,9	2,5	2,2	4,3	5,7	2,5	2,7	3,0	53,7		
Jun ^(p)	1,2	3,7	2,3	0,5	2,1	.	4,6	4,6	2,2	2,5	2,7	137,0		

GI Agregados monetarios ¹⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



G2 Contrapartidas ¹⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

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

2.3 Estadísticas monetarias ¹⁾

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

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

	Efectivo en circulación	Depósitos a la vista	Depósitos a plazo hasta 2 años	Depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses	Cesiones temporales	Particip. en fondos del mercado monetario	Valores distintos de acciones hasta 2 años	Valores distintos de acciones a más de 2 años	Depósitos disponibles con preaviso superior a 3 meses	Depósitos a plazo a más de 2 años	Capital y reservas
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Saldos vivos											
2009	757,5	3.741,2	1.896,8	1.804,8	334,3	668,1	131,8	2.635,4	132,5	2.207,9	1.787,2
2010	793,6	3.905,8	1.785,1	1.914,9	433,8	570,2	121,2	2.753,5	118,4	2.436,0	2.005,3
2011 I	802,7	3.911,5	1.821,6	1.922,1	410,2	568,5	153,6	2.815,5	119,7	2.469,3	2.041,2
II ^(p)	815,4	3.890,6	1.845,2	1.937,9	441,9	549,1	171,7	2.840,1	119,7	2.489,3	2.077,5
2011 Mar	802,7	3.911,5	1.821,6	1.922,1	410,2	568,5	153,6	2.815,5	119,7	2.469,3	2.041,2
Abr	802,5	3.892,0	1.827,5	1.923,3	418,4	563,6	157,6	2.818,4	119,7	2.486,7	2.057,5
May	812,5	3.878,7	1.853,3	1.933,9	457,4	555,6	157,8	2.842,3	119,6	2.489,0	2.091,0
Jun ^(p)	815,4	3.890,6	1.845,2	1.937,9	441,9	549,1	171,7	2.840,1	119,7	2.489,3	2.077,5
Operaciones											
2009	44,3	446,1	-605,2	237,2	-12,6	-13,1	-134,7	78,6	9,0	194,0	141,1
2010	36,0	159,6	-125,1	113,0	95,2	-101,2	-18,1	61,8	-14,1	108,2	109,6
2011 I	9,2	5,2	35,6	4,9	-12,3	-22,2	20,4	40,1	1,4	7,2	32,2
II ^(p)	12,7	-17,5	18,8	13,9	31,9	-19,0	17,4	26,8	0,0	15,8	33,2
2011 Mar	-1,8	24,1	2,9	2,3	-19,6	0,0	17,0	4,0	0,4	6,2	3,2
Abr	-0,2	-13,5	10,8	-0,7	8,5	-4,7	3,4	20,2	0,0	14,6	12,7
May	10,0	-16,7	15,6	10,7	38,9	-7,9	0,6	6,0	-0,2	0,3	17,8
Jun ^(p)	2,8	12,7	-7,7	4,0	-15,5	-6,4	13,4	0,6	0,2	0,9	2,7
Tasas de crecimiento											
2009	6,2	13,5	-24,2	15,1	-3,5	-1,9	-50,4	3,0	7,3	9,7	8,7
2010	4,8	4,3	-6,6	6,3	28,3	-15,1	-13,4	2,3	-10,7	4,7	5,9
2011 I	3,7	2,8	-0,2	4,8	20,8	-13,1	-0,8	2,7	-9,3	3,9	6,7
II ^(p)	4,1	0,7	3,1	4,3	14,2	-12,6	21,5	4,5	-6,3	4,5	5,8
2011 Mar	3,7	2,8	-0,2	4,8	20,8	-13,1	-0,8	2,7	-9,3	3,9	6,7
Abr	4,3	1,1	2,3	4,3	20,0	-13,0	1,1	3,0	-8,8	3,8	6,6
May	4,3	0,6	3,2	4,6	29,8	-13,1	6,1	3,7	-7,9	4,1	6,4
Jun ^(p)	4,1	0,7	3,1	4,3	14,2	-12,6	21,5	4,5	-6,3	4,5	5,8

G3 Componentes de los agregados monetarios ¹⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)

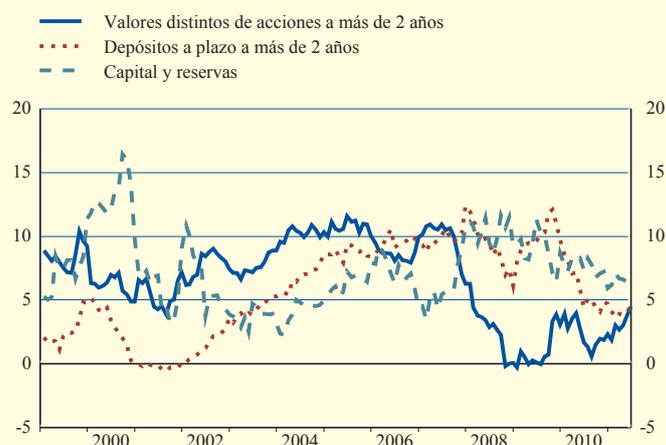


Fuente: BCE.

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.

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

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



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

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

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

	Empresas de seguros y fondos de pensiones		Sociedades no financieras				Hogares ³⁾					
	Total	Total	Total	Préstamos ajustados por ventas y titulizaciones ⁴⁾	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Préstamos ajustados por ventas y titulizaciones ⁴⁾	Crédito al consumo	Préstamos para adquisición de vivienda	Otras finalidades
Saldos vivos												
2009	89,0	1.060,7	4.690,9	- 1.187,8		937,6	2.565,5	4.952,2	-	631,3	3.546,6	774,3
2010	95,0	1.112,1	4.668,8	- 1.127,3		899,0	2.642,5	5.159,3	-	639,3	3.701,3	818,7
2011 I	87,8	1.108,9	4.706,4	-	1.146,9	883,4	2.676,1	5.227,6	-	637,0	3.762,2	828,4
II ^(p)	88,8	1.118,2	4.730,4	-	1.172,9	867,2	2.690,3	5.256,1	-	630,6	3.792,6	832,9
2011 Mar	87,8	1.108,9	4.706,4	-	1.146,9	883,4	2.676,1	5.227,6	-	637,0	3.762,2	828,4
Abr	86,0	1.122,8	4.697,9	-	1.147,2	876,0	2.674,7	5.239,3	-	638,2	3.775,6	825,5
May	87,5	1.142,4	4.713,8	-	1.152,7	879,9	2.681,2	5.253,9	-	636,4	3.786,5	831,0
Jun ^(p)	88,8	1.118,2	4.730,4	-	1.172,9	867,2	2.690,3	5.256,1	-	630,6	3.792,6	832,9
Operaciones												
2009	-13,6	40,8	-107,0	-108,0	-181,2	-18,9	93,2	65,1	99,5	-1,0	51,4	14,7
2010	7,0	52,9	-6,3	45,0	-41,7	-21,7	57,0	146,7	156,8	-6,3	132,1	20,8
2011 I	-3,1	-21,0	37,4	37,3	20,1	-3,0	20,3	59,6	30,4	-1,2	59,0	1,8
II ^(p)	1,0	2,6	28,5	31,4	28,1	-17,2	17,6	27,9	31,5	-5,8	25,3	8,3
2011 Mar	-5,4	-28,8	4,2	4,0	-0,6	-2,4	7,2	32,6	12,0	-0,3	34,3	-1,4
Abr	-1,8	19,5	-2,2	-0,7	3,2	-8,3	3,0	12,7	15,2	1,0	10,8	1,0
May	1,5	8,8	10,2	11,0	3,8	2,7	3,7	11,9	13,3	-1,7	8,7	4,8
Jun ^(p)	1,2	-25,6	20,5	21,1	21,1	-11,6	11,0	3,3	3,0	-5,1	5,8	2,5
Tasas de crecimiento												
2009	-13,2	4,2	-2,2	-	-13,1	-2,0	3,7	1,3	-	-0,2	1,5	1,9
2010	8,0	4,9	-0,1	1,0	-3,5	-2,3	2,2	2,9	3,1	-1,0	3,7	2,6
2011 I	5,7	5,6	0,8	1,8	-0,4	-1,8	2,3	3,4	3,0	-0,7	4,4	2,0
II ^(p)	5,6	3,4	1,5	2,3	4,0	-3,7	2,1	3,2	2,9	-1,6	4,3	2,5
2011 Mar	5,7	5,6	0,8	1,8	-0,4	-1,8	2,3	3,4	3,0	-0,7	4,4	2,0
Abr	1,0	6,1	0,9	1,9	1,0	-2,6	2,1	3,4	3,0	-0,5	4,4	1,8
May	3,0	7,3	0,9	1,8	0,9	-2,1	1,9	3,4	3,1	-0,5	4,4	2,1
Jun ^(p)	5,6	3,4	1,5	2,3	4,0	-3,7	2,1	3,2	2,9	-1,6	4,3	2,5

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

(tasas de crecimiento interanual; datos sin desestacionalizar)

- Otros intermediarios financieros
- Sociedades no financieras



G6 Préstamos a hogares ²⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos sin desestacionalizar)

- Crédito al consumo
- Préstamos para adquisición de vivienda
- - - Otras finalidades



Fuente: BCE.

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

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

3) Incluye los fondos de inversión.

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

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

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

2. Préstamos a intermediarios financieros y sociedades no financieras

	Empresas de seguros y fondos de pensiones				Otros intermediarios financieros				Sociedades no financieras				
	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	
													Adquisiciones a entidades de contrapartida central
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Saldos vivos													
2010	86,2	66,6	5,2	14,4	1.104,7	142,9	587,7	206,4	310,6	4.668,8	1.120,6	898,6	2.649,7
2011 I	86,8	66,6	5,8	14,5	1.107,8	137,6	581,4	208,6	317,8	4.705,5	1.147,8	883,5	2.674,2
II ^(p)	91,0	71,3	5,6	14,2	1.131,0	153,1	601,1	204,5	325,4	4.738,5	1.182,1	868,5	2.687,9
2011 Abr	87,7	67,8	5,5	14,5	1.127,7	146,7	602,3	208,1	317,4	4.700,5	1.150,5	876,6	2.673,4
May	91,1	70,9	5,7	14,4	1.149,4	162,9	618,6	209,9	320,9	4.718,0	1.155,0	880,6	2.682,3
Jun ^(p)	91,0	71,3	5,6	14,2	1.131,0	153,1	601,1	204,5	325,4	4.738,5	1.182,1	868,5	2.687,9
Operaciones													
2010	6,8	10,1	-1,8	-1,5	54,5	-17,4		8,3	28,7	-6,6	-41,9	-21,6	56,9
2011 I	4,7	5,0	0,6	-0,9	-14,7	-5,4	-5,6	-11,2	2,1	36,5	27,7	-2,4	11,2
II ^(p)	4,2	4,7	-0,2	-0,3	16,6	15,6	14,3	-4,1	6,4	37,5	36,4	-16,0	17,2
2011 Abr	1,0	1,2	-0,3	0,0	25,6	9,2	25,1	-0,1	0,6	1,3	5,5	-7,8	3,6
May	3,2	3,1	0,3	-0,1	10,9	16,2	6,8	1,4	2,7	11,8	2,9	2,8	6,2
Jun ^(p)	0,0	0,4	-0,2	-0,2	-19,8	-9,7	-17,6	-5,4	3,1	24,4	28,0	-11,0	7,4
Tasas de crecimiento													
2010	8,4	17,5	-25,2	-9,1	5,0	-2,8		3,9	10,1	-0,1	-3,6	-2,3	2,2
2011 I	5,7	11,3	0,5	-14,8	5,5	-	4,6	1,6	9,6	0,8	-0,3	-1,8	2,3
II ^(p)	5,6	11,2	1,7	-16,1	3,5	21,2	2,5	-2,8	10,1	1,5	4,0	-3,7	2,1
2011 Abr	0,9	5,3	-7,2	-14,6	6,0	-	5,9	1,1	9,5	0,9	0,9	-2,6	2,2
May	3,0	7,8	3,4	-17,1	7,3	-	7,6	2,6	10,2	0,9	0,9	-2,1	1,9
Jun ^(p)	5,6	11,2	1,7	-16,1	3,5	21,2	2,5	-2,8	10,1	1,5	4,0	-3,7	2,1

3. Préstamos a hogares ³⁾

	Total	Crédito al consumo				Préstamos para adquisición de vivienda				Otras finalidades				
		Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Empresarios individuales	11	12	13	14
Saldos vivos														
2010	5.168,0	641,7	147,0	186,5	308,2	3.706,9	14,7	54,9	3.637,2	819,4	402,4	146,7	85,7	587,0
2011 I	5.217,6	633,7	140,5	186,9	306,3	3.756,6	14,2	54,0	3.688,4	827,3	401,0	149,6	85,1	592,7
II ^(p)	5.263,2	634,1	142,0	185,5	306,6	3.790,8	14,7	55,1	3.721,0	838,2	405,0	152,3	87,0	599,0
2011 Abr	5.225,7	635,4	139,4	187,9	308,0	3.766,8	14,1	54,2	3.698,4	823,6	400,8	144,6	85,7	593,3
May	5.243,2	633,5	139,4	187,9	306,1	3.780,1	14,3	54,7	3.711,1	829,6	402,9	145,1	86,1	598,4
Jun ^(p)	5.263,2	634,1	142,0	185,5	306,6	3.790,8	14,7	55,1	3.721,0	838,2	405,0	152,3	87,0	599,0
Operaciones														
2010	147,0	-6,3	-3,4	-8,8	5,9	132,7	-0,6	-3,7	137,0	20,7	-8,2	-4,4	33,3	
2011 I	40,8	-6,9	-6,1	-1,7	0,9	47,8	-0,7	0,0	48,6	-0,1	-1,8	-0,6	-1,6	2,1
II ^(p)	45,0	1,1	2,7	-1,7	0,1	29,1	0,5	1,1	27,5	14,8	2,5	5,2	0,1	9,5
2011 Abr	9,1	1,5	-0,4	0,4	1,5	7,5	0,0	0,2	7,3	0,2	-0,2	-2,4	-1,3	3,8
May	14,7	-1,9	0,0	0,2	-2,0	11,2	0,1	0,5	10,6	5,4	1,6	0,3	0,5	4,7
Jun ^(p)	21,1	1,4	3,0	-2,3	0,7	10,5	0,4	0,4	9,6	9,2	1,1	7,3	1,0	0,9
Tasas de crecimiento														
2010	2,9	-1,0	-2,5	-4,5	2,0	3,7	-4,2	-6,2	3,9	2,6	-5,4	-5,1	6,1	
2011 I	3,4	-0,7	-2,8	-4,1	2,5	4,4	-7,6	-3,7	4,6	2,0	-	-5,8	-5,9	5,3
II ^(p)	3,2	-1,6	-2,5	-4,8	0,9	4,3	0,5	2,5	4,3	2,5	0,6	0,7	-3,3	3,8
2011 Abr	3,4	-0,5	-2,8	-3,7	2,7	4,4	-7,9	-3,1	4,6	1,8	-	-6,4	-6,9	5,3
May	3,4	-0,6	-3,0	-2,8	2,0	4,4	-8,1	-1,9	4,5	2,1	-	-6,2	-6,4	5,6
Jun ^(p)	3,2	-1,6	-2,5	-4,8	0,9	4,3	0,5	2,5	4,3	2,5	0,6	0,7	-3,3	3,8

Fuente: BCE.

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

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

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

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

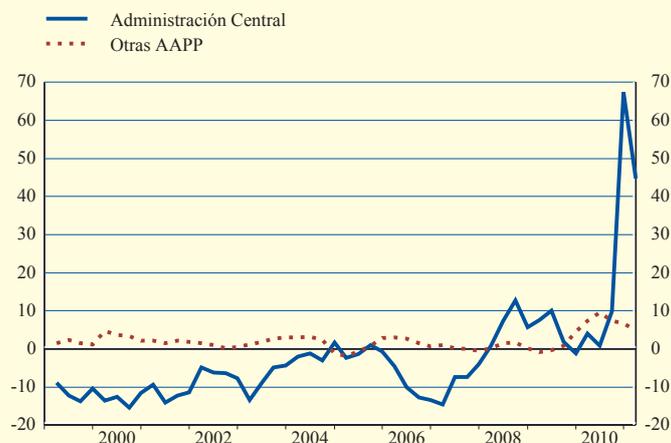
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos sin desestacionalizar; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

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

	AAPP					No residentes en la zona del euro				
	Total	Administración Central	Otras AAPP			Total	Bancos ³⁾	No bancos		
			Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social			Total	AAPP	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2010	1.220,1	395,8	225,2	553,0	46,1	2.963,0	2.010,9	952,1	49,5	902,6
2011 ^(p)	1.152,2	357,7	229,6	557,8	41,9	2.998,3	1.957,5	976,9	54,5	922,4
2010 II	1.072,8	254,9	225,0	547,9	44,8	3.076,4	2.075,4	1.001,1	50,9	950,1
III	1.073,9	262,0	223,2	544,1	44,5	2.951,5	1.995,5	955,9	51,9	904,1
IV	1.220,1	395,8	225,2	553,0	46,1	2.963,0	2.010,9	952,1	49,5	902,6
2011 I ^(p)	1.187,1	357,7	229,6	557,8	41,9	2.934,4	1.957,5	976,9	54,5	922,4
Operaciones										
2010	207,2	156,1	14,9	24,1	12,0	5,2	9,9	-5,0	0,5	-5,5
2011 ^(p)	-65,3	-34,3	4,4	4,9	-3,2	135,0	-1,5	57,0	7,0	50,0
2010 II	35,9	8,8	15,9	8,6	2,6	-20,1	1,9	-22,1	-0,7	-21,4
III	1,6	7,9	-1,9	-3,8	-0,5	-11,6	-14,2	2,5	3,8	-1,2
IV	138,7	126,7	1,6	8,8	1,5	-17,0	-1,9	-15,1	-2,0	-13,1
2011 I ^(p)	-28,2	-34,3	4,4	4,9	-3,2	55,6	-1,5	57,0	7,0	50,0
Tasas de crecimiento										
2010	20,6	67,3	7,1	4,6	35,7	0,5	0,6	-0,4	0,4	-0,5
2011 ^(p)	7,0	44,8	9,6	3,4	1,0	3,8	-0,8	2,2	16,0	1,5
2010 II	7,3	0,8	9,1	7,0	56,8	-1,3	-1,6	-1,3	-4,2	-1,2
III	7,9	9,9	6,5	5,4	44,4	0,9	1,3	-0,5	1,6	-0,6
IV	20,6	67,3	7,1	4,6	35,7	0,5	0,6	-0,4	0,4	-0,5
2011 I ^(p)	14,3	44,8	9,6	3,4	1,0	0,5	-0,8	2,2	16,0	1,5

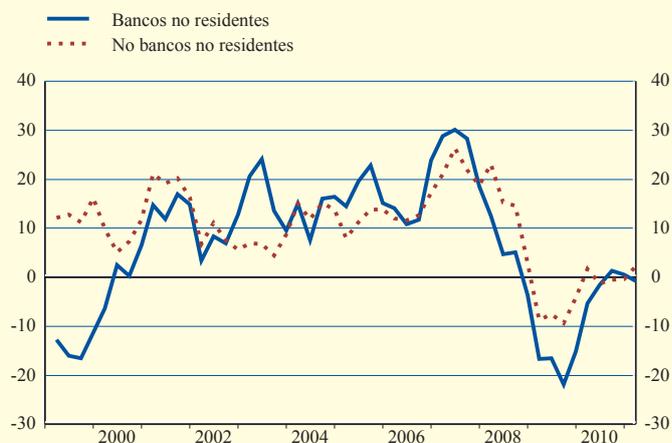
G7 Préstamos a las AAPP ²⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos sin desestacionalizar)



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

(tasas de crecimiento interanual; datos sin desestacionalizar)



Fuente: BCE.

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

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

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

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

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

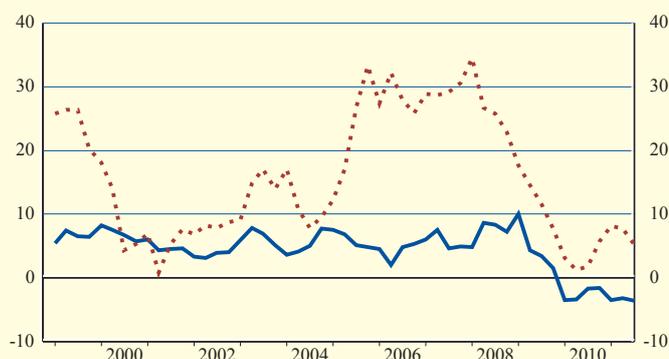
1. Depósitos de los intermediarios financieros

	Empresas de seguros y fondos de pensiones							Otros intermediarios financieros							
	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales	
			Hasta 2 años	A más de 2 años	Hasta 3 meses	A más de 3 meses				Hasta 2 años	A más de 2 años	Hasta 3 meses	A más de 3 meses	A entidades de contrapartida central	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
Saldos vivos															
2009	738,5	84,1	86,9	543,7	2,2	1,4	20,2	1.871,2	311,7	335,1	957,5	15,9	0,0	250,9	-
2010	716,9	84,5	79,4	528,3	2,6	0,3	21,9	2.167,4	358,3	305,1	1.132,6	10,7	0,5	360,3	255,0
2011 I	710,7	82,9	79,9	526,6	3,0	0,2	18,0	2.158,6	371,7	291,6	1.142,8	11,8	0,5	340,2	240,6
II ^(p)	708,0	84,3	77,1	523,9	3,2	0,2	19,3	2.205,5	369,2	290,9	1.147,2	12,5	0,3	385,3	291,0
2011 Mar	710,7	82,9	79,9	526,6	3,0	0,2	18,0	2.158,6	371,7	291,6	1.142,8	11,8	0,5	340,2	240,6
Abr	720,4	85,3	83,1	526,1	3,9	0,2	21,8	2.195,8	376,9	297,8	1.154,8	11,1	0,5	354,6	247,1
May	714,4	85,3	79,6	525,5	3,8	0,2	19,9	2.232,0	370,1	309,3	1.150,2	12,0	0,2	390,2	288,3
Jun ^(p)	708,0	84,3	77,1	523,9	3,2	0,2	19,3	2.205,5	369,2	290,9	1.147,2	12,5	0,3	385,3	291,0
Operaciones															
2009	-26,8	-1,0	-30,4	6,3	1,1	-0,1	-2,7	55,4	5,5	-93,6	85,8	3,7	0,0	54,0	-
2010	-26,5	-3,4	-8,2	-16,6	0,2	0,0	1,6	156,8	45,2	-38,6	52,8	-8,0	0,4	105,0	-
2011 I	-0,9	3,2	-0,3	-1,2	0,3	0,0	-2,9	-9,7	15,8	-6,2	-12,9	1,0	0,1	-7,4	-14,3
II ^(p)	-2,1	1,4	-2,4	-2,7	0,3	0,0	1,3	36,0	-2,9	-8,1	1,4	0,6	-0,3	45,2	50,4
2011 Mar	-5,2	-1,8	-0,7	-1,2	0,1	0,0	-1,7	-9,2	-2,7	-0,7	7,8	0,7	0,0	-14,3	-11,4
Abr	10,5	2,6	3,7	-0,5	0,9	0,0	3,8	37,4	5,7	7,5	10,4	-0,6	-0,1	14,5	6,6
May	-6,3	-0,1	-3,6	-0,6	-0,1	0,0	-1,9	24,3	-8,1	2,8	-6,5	0,9	-0,2	35,4	41,1
Jun ^(p)	-6,2	-1,0	-2,4	-1,6	-0,6	0,0	-0,6	-25,7	-0,4	-18,4	-2,4	0,3	0,0	-4,8	2,7
Tasas de crecimiento															
2009	-3,5	-1,1	-26,4	1,2	96,8	-11,8	3,1	1,5	-22,0	10,0	30,0	-	27,4	-	
2010	-3,6	-3,6	-9,4	-3,0	9,7	-7,8	8,1	14,5	-11,4	4,9	-48,5	-	41,6	-	
2011 I	-3,2	-3,0	-6,3	-2,6	7,1	-	-6,2	7,7	14,0	-5,0	4,5	-47,3	-	28,6	-
II ^(p)	-3,6	-6,1	-9,4	-2,2	26,5	-6,6	5,2	0,7	0,5	4,6	4,4	-	16,2	35,0	
2011 Mar	-3,2	-3,0	-6,3	-2,6	7,1	-	-6,2	7,7	14,0	-5,0	4,5	-47,3	-	28,6	-
Abr	-1,6	-1,5	-1,8	-2,7	37,9	-	25,8	6,2	3,9	1,5	4,4	-53,4	-	22,9	-
May	-1,9	-4,5	-8,5	-1,8	41,4	-	39,9	7,6	1,9	3,7	4,2	-25,3	-	31,1	-
Jun ^(p)	-3,6	-6,1	-9,4	-2,2	26,5	-6,6	5,2	0,7	0,5	4,6	4,4	-	16,2	35,0	

G9 Depósitos totales por sector ²⁾

(tasas de crecimiento interanual)

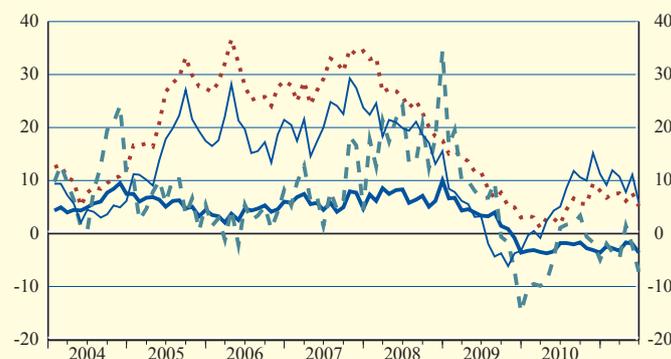
- Empresas de seguros y fondos de pensiones (total)
- Otros intermediarios financieros (total)



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

(tasas de crecimiento interanual)

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



Fuente: BCE.

- Sector IFM, excluido el Eurosistema; la clasificación por sectores se basa en el SEC 95.
- Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.
- Comprende los depósitos de las columnas 2, 3, 5 y 7.
- Comprende los depósitos de las columnas 9, 10, 12 y 14.

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

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

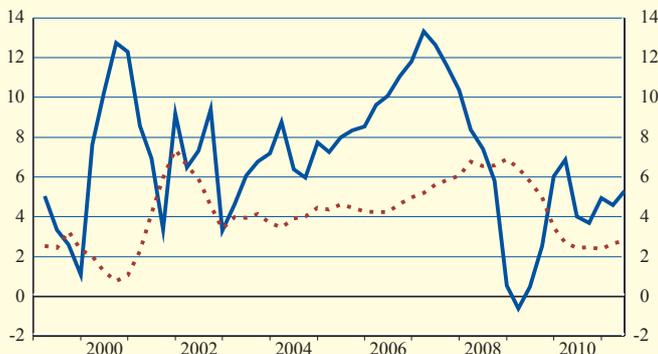
2. Depósitos de las sociedades no financieras y de los hogares

	Sociedades no financieras							Hogares ³⁾						
	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales
			Hasta 2 años	A más de 2 años	Hasta 3 meses	A más de 3 meses				Hasta 2 años	A más de 2 años	Hasta 3 meses	A más de 3 meses	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Saldos vivos														
2009	1.601,2	999,2	434,5	80,7	68,7	1,7	16,3	5.601,7	2.156,9	996,5	607,1	1.680,2	123,7	37,3
2010	1.671,6	1.034,1	458,7	87,2	75,8	1,5	14,2	5.739,1	2.243,9	901,6	665,0	1.788,5	110,3	29,8
2011 I	1.648,6	1.000,6	463,5	90,8	77,6	2,0	14,0	5.766,9	2.223,8	908,3	681,3	1.811,8	110,3	31,4
II ⁴⁾	1.660,1	1.012,3	457,6	94,9	77,3	2,0	15,9	5.822,8	2.257,9	904,3	701,8	1.815,8	109,4	33,6
2011 Mar	1.648,6	1.000,6	463,5	90,8	77,6	2,0	14,0	5.766,9	2.223,8	908,3	681,3	1.811,8	110,3	31,4
Abr	1.647,8	998,2	459,5	92,5	78,2	2,0	17,3	5.797,4	2.246,7	904,8	687,9	1.816,0	109,5	32,5
May	1.654,7	999,0	461,2	94,3	77,8	2,0	20,4	5.793,6	2.232,0	905,9	694,8	1.816,9	109,5	34,4
Jun ⁵⁾	1.660,1	1.012,3	457,6	94,9	77,3	2,0	15,9	5.822,8	2.257,9	904,3	701,8	1.815,8	109,4	33,6
Operaciones														
2009	91,1	112,3	-70,1	15,1	40,8	0,4	-7,4	187,7	320,5	-371,5	85,9	190,5	8,6	-46,3
2010	78,9	40,3	24,1	9,0	7,8	-0,2	-2,1	133,0	81,7	-98,8	58,7	113,6	-14,6	-7,5
2011 I	-33,8	-37,5	2,5	2,1	1,0	0,5	-2,3	17,2	-23,6	2,9	14,3	21,9	0,0	1,7
II ⁴⁾	14,4	14,1	-4,6	4,1	-0,8	0,0	1,5	56,0	35,3	-2,7	19,4	2,7	-0,9	2,2
2011 Mar	31,4	22,8	8,4	-0,5	0,1	0,0	0,7	1,0	-3,2	-2,2	3,4	2,4	0,2	0,4
Abr	3,9	1,3	-2,2	1,8	0,0	0,0	3,0	31,4	24,5	-1,8	5,5	3,0	-0,8	1,1
May	4,5	-0,7	0,9	1,7	-0,4	0,0	3,0	-4,7	-15,1	0,7	7,0	0,9	0,0	1,9
Jun ⁵⁾	6,0	13,5	-3,4	0,6	-0,3	0,1	-4,5	29,3	26,0	-1,6	7,0	-1,1	-0,1	-0,8
Tasas de crecimiento														
2009	6,0	12,7	-13,9	23,1	146,6	28,3	-31,2	3,5	17,5	-27,1	16,5	12,8	7,5	-55,4
2010	4,9	4,1	5,5	11,2	11,4	-10,0	-12,8	2,4	3,8	-9,9	9,7	6,8	-11,8	-20,2
2011 I	4,6	2,2	8,8	11,0	6,4	11,6	-4,9	2,7	2,6	-3,3	7,4	5,5	-10,3	-12,9
II ⁴⁾	5,3	1,8	12,0	16,7	2,5	-0,8	6,2	2,8	1,3	-0,2	8,5	4,6	-6,4	10,5
2011 Mar	4,6	2,2	8,8	11,0	6,4	11,6	-4,9	2,7	2,6	-3,3	7,4	5,5	-10,3	-12,9
Abr	4,1	1,1	10,0	8,3	3,6	8,6	13,5	3,0	2,6	-1,7	7,6	5,3	-9,5	-3,9
May	4,1	0,1	11,6	8,5	4,3	8,9	34,8	2,7	1,5	-0,9	7,8	5,0	-8,2	6,8
Jun ⁵⁾	5,3	1,8	12,0	16,7	2,5	-0,8	6,2	2,8	1,3	-0,2	8,5	4,6	-6,4	10,5

G11 Depósitos totales por sector ²⁾

(tasas de crecimiento interanual)

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



Fuente: BCE.

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

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

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

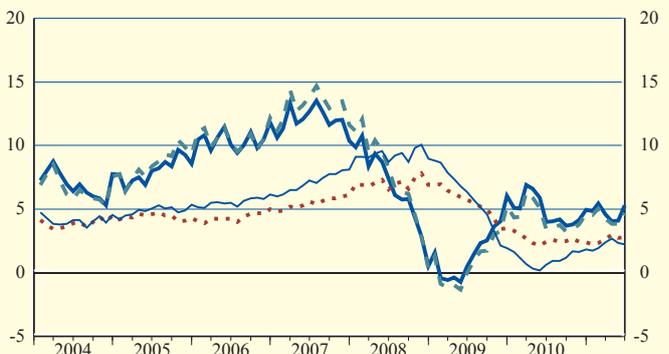
4) Comprende los depósitos de las columnas 2, 3, 5 y 7.

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

G12 Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector ²⁾

(tasas de crecimiento interanual)

- Sociedades no financieras (total)
- Hogares (total)
- - - Sociedades no financieras (incluidos en M3) ⁴⁾
- Hogares (incluidos en M3) ⁵⁾



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

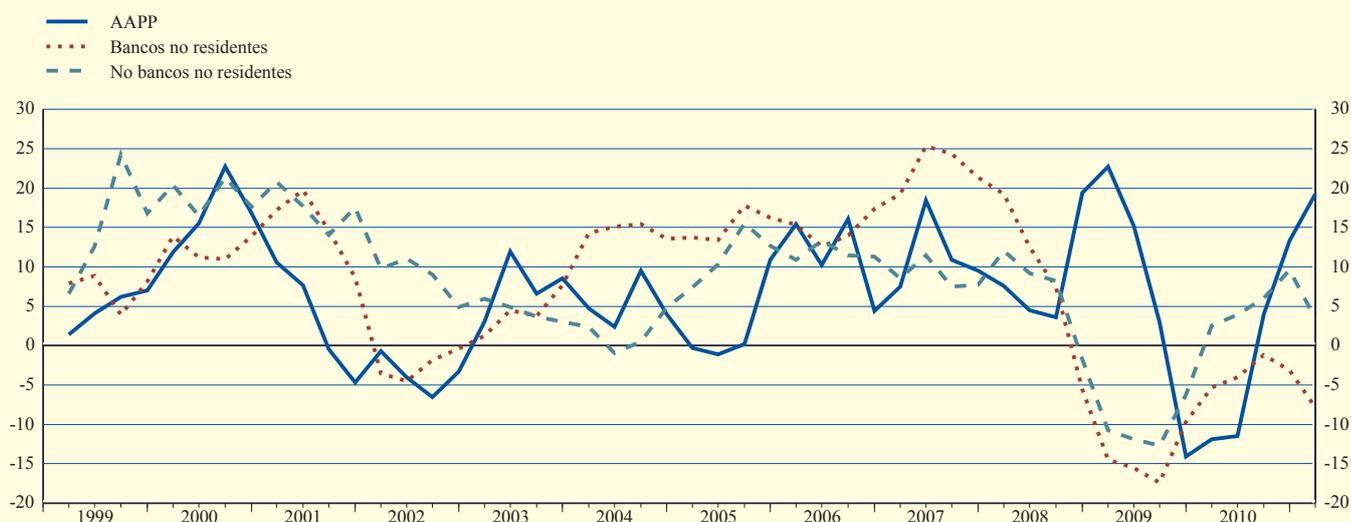
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

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

	AAPP					No residentes en la zona del euro				
	Total	Administración Central	Otras AAPP			Total	Bancos ³⁾	No bancos		
			Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social			Total	AAPP	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2010	427,6	196,2	47,7	109,6	74,1	3.488,8	2.492,0	996,9	45,9	950,9
2011 ^(p)	521,0	265,8	52,3	108,7	78,8	3.278,6	2.346,7	967,4	41,4	925,9
2010 II	412,5	167,3	54,5	113,9	76,8	3.701,9	2.695,2	1.006,8	47,9	958,9
III	421,4	176,2	58,7	111,9	74,5	3.580,9	2.597,2	983,7	48,0	935,7
IV	427,6	196,2	47,7	109,6	74,1	3.488,8	2.492,0	996,9	45,9	950,9
2011 I ^(p)	475,6	235,8	52,3	108,7	78,8	3.314,1	2.346,7	967,4	41,4	925,9
Operaciones										
2010	50,0	47,4	4,3	-4,9	2,9	0,2	-82,4	82,6	7,4	75,2
2011 ^(p)	95,6	73,6	4,7	-2,4	4,7	-98,9	-73,5	-4,1	-3,6	-0,5
2010 II	12,1	-1,4	4,1	5,3	4,2	-9,5	-28,4	19,0	-1,1	20,1
III	9,3	8,8	4,3	-2,0	-1,8	16,1	4,1	12,0	2,2	9,9
IV	5,4	19,3	-11,0	-2,3	-0,5	-102,5	-107,6	5,1	-2,7	7,8
2011 I ^(p)	50,4	43,4	4,7	-2,4	4,7	-77,6	-73,5	-4,1	-3,6	-0,5
Tasas de crecimiento										
2010	13,3	32,2	9,8	-4,3	4,1	0,3	-3,2	9,6	12,5	9,3
2011 ^(p)	26,7	60,9	4,0	-1,3	9,2	-5,2	-7,8	3,4	-10,7	4,3
2010 II	-11,5	-21,7	11,6	-4,5	-6,0	-2,0	-4,0	3,9	8,9	3,5
III	4,0	10,9	15,0	-9,3	4,2	0,7	-1,2	6,0	14,2	5,5
IV	13,3	32,2	9,8	-4,3	4,1	0,3	-3,2	9,6	12,5	9,3
2011 I ^(p)	19,2	41,4	4,0	-1,3	9,2	-4,7	-7,8	3,4	-10,7	4,3

G13 Depósitos de las AAPP y de no residentes en la zona del euro ²⁾

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

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

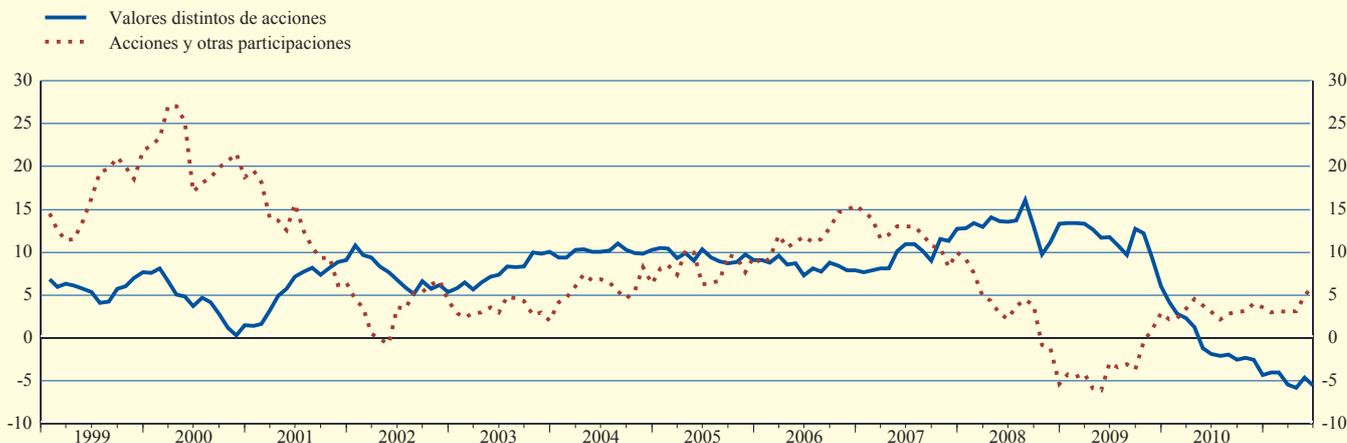
2.6 Detalle de los valores en poder de las IFM ^{1), 2)}

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

	Valores distintos de acciones							Acciones y otras participaciones				
	Total	IFM		AAPP		Otros residentes en la zona del euro		No residentes en la zona del euro	Total	IFM	No IFM	No residentes en la zona del euro
		Euro	No euro	Euro	No euro	Euro	No euro					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Saldos vivos												
2009	6.207,8	1.970,8	109,1	1.466,1	16,0	1.458,6	39,4	1.147,8	1.516,3	435,0	801,1	280,2
2010	5.993,2	1.778,5	107,4	1.507,7	16,4	1.501,0	27,8	1.054,5	1.535,9	445,3	787,8	302,8
2011 I	5.741,8	1.696,0	102,5	1.392,9	19,9	1.464,3	28,7	1.037,4	1.504,9	437,2	765,7	301,9
II ^(p)	5.664,2	1.674,6	89,9	1.435,7	20,9	1.447,7	24,7	970,7	1.560,0	478,4	769,3	312,3
2011 Mar	5.741,8	1.696,0	102,5	1.392,9	19,9	1.464,3	28,7	1.037,4	1.504,9	437,2	765,7	301,9
Abr	5.695,5	1.680,9	94,8	1.400,1	19,0	1.474,8	24,8	1.001,0	1.556,6	438,5	808,9	309,2
May	5.718,2	1.687,3	99,3	1.410,7	19,5	1.471,6	25,5	1.004,4	1.568,1	466,8	786,7	314,6
Jun ^(p)	5.664,2	1.674,6	89,9	1.435,7	20,9	1.447,7	24,7	970,7	1.560,0	478,4	769,3	312,3
Operaciones												
2009	354,9	83,5	16,6	231,0	-3,2	103,0	-12,0	-64,0	43,0	29,1	11,6	2,3
2010	-269,1	-167,0	-7,2	42,7	-2,1	10,3	-14,6	-131,3	54,0	27,8	5,2	20,9
2011 I	-26,5	-23,9	1,0	8,6	4,4	-32,6	2,3	13,8	1,3	1,0	6,6	-6,4
II ^(p)	-84,7	-33,3	-11,7	41,3	1,2	-18,5	-3,7	-59,9	59,2	39,3	8,4	11,5
2011 Mar	-67,2	-24,5	3,6	-13,4	1,8	-29,1	1,6	-7,1	4,3	-0,6	2,3	2,6
Abr	-28,2	-16,4	-4,9	8,3	-0,4	8,5	-3,2	-20,0	48,3	0,4	40,8	7,1
May	-2,5	4,7	1,6	7,6	-0,1	-3,3	0,0	-13,0	16,0	29,1	-18,5	5,3
Jun ^(p)	-54,0	-21,6	-8,3	25,4	1,7	-23,7	-0,5	-26,9	-5,1	9,8	-13,9	-1,0
Tasas de crecimiento												
2009	6,0	4,4	17,6	18,7	-15,8	7,6	-23,2	-5,3	2,9	7,0	1,5	0,8
2010	-4,3	-8,5	-5,7	2,9	-11,5	0,7	-35,0	-11,1	3,6	6,4	0,6	7,5
2011 I	-5,4	-10,1	-4,5	-1,0	13,9	-0,3	-25,6	-9,6	3,0	3,7	3,2	1,7
II ^(p)	-5,5	-9,2	-10,0	0,9	23,8	-1,9	2,0	-12,4	6,1	10,5	4,7	2,9
2011 Mar	-5,4	-10,1	-4,5	-1,0	13,9	-0,3	-25,6	-9,6	3,0	3,7	3,2	1,7
Abr	-5,8	-10,3	-8,0	-1,1	12,3	-0,2	-33,6	-10,9	3,1	1,1	4,2	3,7
May	-4,6	-9,1	-2,0	0,1	16,0	0,1	3,2	-10,3	4,9	5,6	4,4	5,3
Jun ^(p)	-5,5	-9,2	-10,0	0,9	23,8	-1,9	2,0	-12,4	6,1	10,5	4,7	2,9

G14 Detalle de los valores en poder de las IFM ²⁾

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

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

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

1. Préstamos, valores distintos de acciones y depósitos

	IFM ³⁾							No IFM						
	Total monedas (saldos vivos)	Euro ⁴⁾	Monedas distintas del euro				Total monedas (saldos vivos)	Euro ⁴⁾	Monedas distintas del euro					
			Total	USD	JPY	CHF			GBP	Total	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Préstamos														
<i>A residentes en la zona del euro</i>														
2009	5.916,1	-	-----				11.785,5	96,2	3,8	1,9	0,2	1,0	0,4	
2010	5.515,0	-	-----				12.247,8	96,0	4,0	2,1	0,2	1,1	0,4	
2010 IV	5.515,0	-	-----				12.247,8	96,0	4,0	2,1	0,2	1,1	0,4	
2011 I	5.488,7	-	-	-	-	-	12.304,8	96,3	3,7	1,8	0,2	1,1	0,4	
<i>A no residentes en la zona del euro</i>														
2009	1.914,9	45,8	54,2	29,4	2,7	2,9	906,8	40,0	60,0	42,1	1,2	3,7	8,0	
2010	2.010,9	44,9	55,1	30,7	2,9	3,2	11,6	952,1	39,9	60,1	42,8	1,4	3,7	
2010 IV	2.010,9	44,9	55,1	30,7	2,9	3,2	11,6	952,1	39,9	60,1	42,8	1,4	3,7	
2011 I	1.957,5	46,9	53,1	29,9	3,0	3,2	9,7	976,9	40,2	59,8	41,5	1,2	3,4	
Valores distintos de acciones														
<i>Emitidos por residentes en la zona del euro</i>														
2009	2.079,9	94,8	5,2	3,1	0,2	0,3	1,4	2.980,2	98,1	1,9	1,2	0,2	0,1	
2010	1.885,9	94,3	5,7	3,3	0,1	0,3	1,7	3.052,8	98,6	1,4	0,8	0,1	0,1	
2010 IV	1.885,9	94,3	5,7	3,3	0,1	0,3	1,7	3.052,8	98,6	1,4	0,8	0,1	0,1	
2011 I	1.798,5	94,3	5,7	3,2	0,2	0,3	1,7	2.905,9	98,3	1,7	0,9	0,2	0,1	
<i>Emitidos por no residentes en la zona del euro</i>														
2009	546,6	55,8	44,2	26,3	0,4	0,5	14,8	601,2	35,0	65,0	38,5	4,2	0,9	
2010	535,1	50,9	49,1	26,1	0,3	0,5	17,2	519,4	32,9	67,1	41,6	3,8	0,8	
2010 IV	535,1	50,9	49,1	26,1	0,3	0,5	17,2	519,4	32,9	67,1	41,6	3,8	0,8	
2011 I	526,4	50,5	49,5	26,6	0,3	1,1	17,0	511,1	33,7	66,3	39,5	4,8	0,7	
Depósitos														
<i>De residentes en la zona del euro</i>														
2009	6.281,6	92,9	7,1	4,4	0,3	1,2	0,7	10.187,4	97,0	3,0	1,9	0,2	0,1	
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	
2010 IV	5.774,9	92,9	7,1	4,1	0,3	1,3	0,8	10.722,6	97,1	2,9	1,9	0,2	0,1	
2011 I	5.693,4	92,5	7,5	4,3	0,3	1,4	0,8	10.760,4	97,1	2,9	1,9	0,1	0,1	
<i>De no residentes en la zona del euro</i>														
2009	2.532,8	49,2	50,8	34,2	1,8	2,2	9,6	836,7	53,5	46,5	31,4	1,1	1,7	
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	
2010 IV	2.492,0	52,1	47,9	31,8	2,2	1,8	8,6	996,9	58,8	41,2	29,3	1,2	1,4	
2011 I	2.346,7	53,5	46,5	30,0	2,1	1,9	8,1	967,4	58,3	41,7	29,5	1,4	1,5	

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

	Total monedas (saldos vivos)	Euro ⁴⁾	Monedas distintas del euro				
			Total	USD	JPY	CHF	GBP
	1	2	3	4	5	6	7
2009	5.168,3	83,3	16,7	8,8	1,6	1,9	2,5
2010	5.082,6	81,6	18,4	9,7	1,8	2,1	2,5
2010 IV	5.082,6	81,6	18,4	9,7	1,8	2,1	2,5
2011 I	5.133,2	82,0	18,0	9,6	1,6	2,0	2,4

Fuente: BCE.

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

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

3) En el caso de las no residentes en la zona del euro, el término «IFM» se emplea para designar a entidades similares a las IFM de la zona del euro.

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

2.8 Balance agregado de los fondos de inversión de la zona del euro ¹⁾

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

1. Activo

	Total	Depósitos y préstamos	Valores distintos de acciones	Acciones y otras participaciones (excluidas las participaciones en fondos de inversión/fondos del mercado monetario)	Participaciones en fondos de inversión/fondos del mercado monetario	Activos no financieros	Otros activos (incluidos derivados financieros)
	1	2	3	4	5	6	7
Saldos vivos							
2010 Nov	6.193,1	374,1	2.367,0	1.882,2	846,9	248,9	474,1
Dic	6.256,6	366,1	2.364,0	1.984,2	864,6	213,6	464,1
2011 Ene	6.289,1	382,1	2.350,2	1.984,8	864,6	221,1	486,3
Feb	6.368,4	390,8	2.367,0	2.013,1	871,0	222,2	504,3
Mar	6.324,5	388,6	2.349,9	1.974,8	872,9	220,3	517,9
Abr	6.369,8	389,7	2.350,8	1.987,5	883,1	221,0	537,7
May ^(p)	6.421,2	389,8	2.395,8	1.991,7	887,6	219,2	537,2
Operaciones							
2010 III	142,2	-13,7	65,1	15,1	18,2	-0,2	57,7
IV	0,2	-11,3	45,7	49,5	16,0	-2,8	-96,8
2011 I	112,6	19,9	25,1	15,1	7,9	2,5	42,2

2. Pasivo

	Total	Préstamos y depósitos recibidos	Participaciones en fondos de inversión emitidas			Otros pasivos (incluidos derivados financieros)	
			Total	Mantenidas por residentes en la zona del euro			
				Fondos de inversión	Mantenidas por no residentes en la zona del euro		
1	2	3	4	5	6	7	
Saldos vivos							
2010 Nov	6.193,1	119,7	5.643,4	4.397,9	641,4	1.245,5	430,0
Dic	6.256,6	111,5	5.748,6	4.468,0	657,8	1.280,6	396,5
2011 Ene	6.289,1	119,1	5.754,1	4.460,8	657,1	1.293,3	415,9
Feb	6.368,4	123,3	5.811,1	4.502,9	661,6	1.308,2	434,0
Mar	6.324,5	126,9	5.756,4	4.459,0	659,9	1.297,4	441,2
Abr	6.369,8	127,5	5.795,2	4.494,7	672,8	1.300,5	447,0
May ^(p)	6.421,2	125,4	5.839,0	4.516,1	678,3	1.322,9	456,9
Operaciones							
2010 III	142,2	-6,1	81,7	49,8	21,7	31,9	66,6
IV	0,2	-11,6	79,9	42,0	16,1	37,9	-68,1
2011 I	112,6	12,2	55,4	45,0	3,4	10,4	44,9

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

	Total	Fondos por política de inversión					Fondos por tipo de fondo		Pro memoria: Fondos del mercado monetario	
		Fondos de renta fija	Fondos de renta variable	Fondos mixtos	Fondos inmobiliarios	Fondos de inversión libre	Otros fondos	Fondos de capital variable		Fondos de capital fijo
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2010 Oct	5.595,1	1.826,4	1.600,8	1.362,4	261,5	102,5	441,6	5.514,7	80,4	1.125,6
Nov	5.643,4	1.830,0	1.641,1	1.366,2	259,6	106,8	439,7	5.562,6	80,8	1.152,5
Dic	5.748,6	1.813,2	1.717,2	1.396,6	264,0	108,6	449,0	5.666,2	82,4	1.106,5
2011 Ene	5.754,1	1.805,6	1.717,8	1.401,7	264,8	108,8	455,4	5.669,2	84,9	1.090,4
Feb	5.811,1	1.818,3	1.739,1	1.417,3	266,5	109,9	460,0	5.726,1	84,9	1.097,9
Mar	5.756,4	1.803,7	1.704,5	1.408,2	267,1	110,3	462,6	5.671,8	84,5	1.077,4
Abr	5.795,2	1.801,7	1.720,6	1.425,7	266,9	111,5	468,8	5.710,1	85,1	1.070,8
May ^(p)	5.839,0	1.829,1	1.725,0	1.434,5	267,7	112,6	470,0	5.753,9	85,0	1.090,1
Operaciones										
2010 Nov	17,2	6,0	8,7	4,9	0,0	-0,6	-1,8	17,4	-0,2	6,0
Dic	29,1	-4,9	13,0	13,2	2,7	2,3	2,7	28,0	1,1	-35,2
2011 Ene	25,2	5,4	9,6	7,4	0,9	0,4	1,5	24,4	0,8	-9,6
Feb	21,4	10,0	3,8	5,7	0,4	0,7	0,8	21,5	-0,1	8,8
Mar	8,9	4,0	-6,0	2,4	0,6	0,8	7,0	8,9	0,0	-8,7
Abr	29,8	7,6	12,7	6,2	-0,1	1,2	2,1	29,4	0,3	6,1
May ^(p)	21,7	8,2	9,2	3,3	-0,8	-0,9	2,8	22,0	-0,3	7,8

Fuente: BCE.

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

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

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

1. Valores distintos de acciones

	Total	Zona del euro						Resto del mundo			
		Total	IFM	Adminis- traciones Públicas	Otros intermediarios financieros	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Sociedades no financieras	Estados miembros de la UE no pertencientes a la zona del euro	Estados Unidos	Japón	
											1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Saldos vivos											
2010 II	2.273,1	1.436,7	379,9	706,5	192,6	6,0	151,6	836,4	229,0	326,0	16,0
III	2.342,8	1.469,6	384,7	721,0	193,5	6,4	164,0	873,2	242,4	330,7	16,3
IV	2.364,0	1.428,9	375,1	690,8	192,7	6,1	164,1	935,2	247,0	365,2	16,1
2011 I ^(p)	2.349,9	1.427,1	382,3	673,9	200,3	5,4	165,3	922,8	246,2	354,0	14,1
Operaciones											
2010 III	65,1	16,5	2,9	3,0	2,0	0,0	8,7	48,6	9,7	20,3	0,4
IV	45,7	-8,4	-3,3	-8,8	0,6	-0,2	3,4	54,0	6,4	29,6	-1,9
2011 I ^(p)	25,1	10,2	9,1	-8,8	7,7	-0,2	2,3	14,9	1,8	2,4	-1,0

2. Acciones y otras participaciones (distintas de participaciones en fondos de inversión y en fondos del mercado monetario)

	Total	Zona del euro						Resto del mundo			
		Total	IFM	Adminis- traciones Públicas	Otros intermediarios financieros ²⁾	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Sociedades no financieras	Estados miembros de la UE no pertencientes a la zona del euro	Estados Unidos	Japón	
											1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Saldos vivos											
2010 II	1.713,5	670,8	74,0	-	33,7	23,9	539,3	1.042,6	140,1	316,3	78,1
III	1.792,8	712,2	79,6	-	37,3	24,2	571,0	1.080,6	153,3	314,9	67,2
IV	1.984,2	748,4	76,7	-	40,4	25,1	606,2	1.235,8	171,4	354,9	83,7
2011 I ^(p)	1.974,8	785,2	88,9	-45,3		26,2	624,9	1.189,6	167,1	364,7	71,0
Operaciones											
2010 III	15,1	9,7	-0,8	-	2,2	0,2	8,1	5,4	2,0	0,4	-8,5
IV	49,5	4,4	4,3	-	1,8	-0,6	-1,1	45,1	5,0	3,3	6,6
2011 I ^(p)	15,1	11,6	5,7	-2,1		-0,8	4,6	3,5	-0,4	16,1	-3,9

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

	Total	Zona del euro						Resto del mundo			
		Total	IFM ²⁾	Adminis- traciones Públicas	Otros intermediarios financieros ²⁾	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Sociedades no financieras	Estados miembros de la UE no pertencientes a la zona del euro	Estados Unidos	Japón	
											1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Saldos vivos											
2010 II	793,5	662,5	77,1	-	585,4	-	-	131,1	19,9	36,6	0,4
III	825,2	702,1	77,1	-	625,0	-	-	123,2	21,3	34,2	0,4
IV	864,6	733,3	75,5	-	657,8	-	-	131,3	23,8	38,0	0,6
2011 I ^(p)	872,9	737,4	77,5	-659,9		-	-	135,5	22,5	41,2	0,5
Operaciones											
2010 III	18,2	22,8	1,1	-	21,7	-	-	-4,6	1,0	-0,8	0,0
IV	16,0	14,1	-2,0	-	16,1	-	-	1,9	0,5	1,4	0,0
2011 I ^(p)	7,9	5,1	1,7	-3,4		-	-	2,8	-1,0	3,3	-0,1

Fuente: BCE.

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

2) Las participaciones en fondos de inversión (distintas de las participaciones en fondos del mercado monetario) son emitidas por otros intermediarios financieros. Las participaciones en fondos del mercado monetario son emitidas por IFM.

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

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

1. Activo

	Total	Depósitos y préstamos	Préstamos titulizados							Valores distintos de acciones	Otros activos titulizados	Acciones y otras participaciones	Otros activos
			Total	Originados en la zona del euro				Originados fuera de la zona del euro					
				IFM	Otros intermediarios financieros, empresas de seguros y fondos de pensiones	Sociedades no financieras	Administraciones Públicas						
									No dados de baja en el balance de las IFM 1)				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Saldos vivos													
2009 IV	2.369,1	381,2	1.473,1	1.160,1	547,8	142,9	27,2	7,4	133,5	296,9	103,1	41,5	73,2
2010 I	2.294,8	358,6	1.445,6	1.135,6	552,3	139,7	24,6	7,3	138,3	280,1	99,3	43,7	67,5
II	2.289,3	363,3	1.441,9	1.132,0	563,7	142,6	24,4	6,4	136,5	278,5	101,3	41,3	63,0
III	2.286,5	350,3	1.470,0	1.174,3	576,3	133,9	24,2	6,4	131,3	259,9	100,3	41,6	64,4
IV	2.351,7	373,5	1.525,0	1.238,7	601,2	125,1	22,3	6,0	133,0	251,3	92,5	42,0	67,3
2011 I	2.254,6	352,6	1.484,1	1.194,6	590,4	130,8	22,6	5,9	130,2	240,1	89,1	36,8	51,8
Operaciones													
2010 I	-75,4	-24,4	-24,8	-24,8	-	-2,0	-2,5	-0,1	4,6	-21,1	-2,5	1,6	-4,3
II	-21,9	1,4	-13,1	-12,4	-	2,3	-0,9	-0,4	-1,7	-2,0	1,0	-3,2	-5,9
III	-5,8	-12,2	22,3	33,1	-	-4,0	-0,6	-0,1	-6,0	-16,5	-0,5	0,4	0,6
IV	45,0	24,3	24,7	30,2	-	-4,7	-2,1	-0,4	1,7	-5,5	-0,8	-0,6	2,9
2011 I	-93,2	-22,8	-37,8	-43,8	-	8,0	0,2	0,0	-2,2	-10,2	-2,4	-4,9	-15,0

2. Pasivo

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

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

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

Fuente: BCE.

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

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

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

1. Activo	Total	Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores distintos de acciones	Acciones y otras participaciones	Participaciones en fondos de inversión	Participaciones en fondos del mercado monetario	Reservas para primas y siniestros	Otras cuentas pendientes de cobro/pago y derivados financieros	Activos no financieros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2008 II	6.321,4	767,1	463,5	2.243,6	981,8	1.225,0	90,3	246,5	148,2	155,5
III	6.261,6	762,8	458,6	2.280,3	932,4	1.184,9	87,3	251,1	149,3	154,9
IV	6.153,5	799,8	478,1	2.292,1	819,2	1.085,2	93,9	245,7	184,9	154,8
2009 I	6.184,1	796,3	494,0	2.359,1	785,1	1.068,8	102,0	244,1	177,8	156,9
II	6.330,6	782,0	489,0	2.382,4	817,9	1.199,0	89,9	248,6	166,2	155,6
III	6.557,3	783,3	485,7	2.443,8	794,7	1.389,1	86,8	252,0	167,3	154,5
IV	6.642,9	787,8	480,6	2.459,9	802,2	1.455,9	83,7	256,2	163,6	153,1
2010 I	6.860,7	785,5	488,9	2.565,7	814,8	1.530,6	85,7	266,2	175,2	148,1
II	6.886,6	786,6	491,7	2.596,0	794,2	1.516,4	85,5	271,4	195,5	149,3
III	7.051,9	784,3	499,7	2.674,1	810,9	1.556,1	84,0	272,7	221,0	149,2
IV	6.965,2	775,6	503,0	2.609,2	829,2	1.576,4	75,1	270,2	176,7	149,9
2011 I	7.025,5	778,5	506,5	2.653,6	829,8	1.576,9	72,1	277,7	179,6	150,9

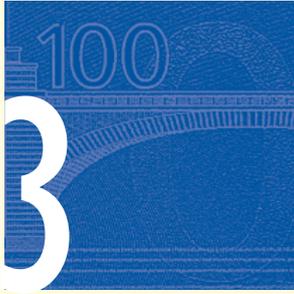
2. Tenencias de valores distintos de acciones

	Total	Emitidos por residentes en la zona del euro					Emitidos por no residentes en la zona del euro	
		Total	IFM	Administraciones Públicas	Otros intermediarios financieros	Empresas de seguros y fondos de pensiones		Sociedades no financieras
	1	2	3	4	5	6	7	8
2008 II	2.243,6	1.814,2	511,1	947,0	212,6	13,1	130,4	429,4
III	2.280,3	1.848,8	516,8	971,0	218,5	8,8	133,6	431,5
IV	2.292,1	1.873,9	505,6	1.013,3	207,5	11,4	136,2	418,2
2009 I	2.359,1	1.939,1	529,7	1.036,5	224,1	13,6	135,3	420,0
II	2.382,4	1.988,5	537,4	1.053,2	244,4	15,5	138,0	393,8
III	2.443,8	2.039,1	557,7	1.093,7	233,5	15,3	138,8	404,6
IV	2.459,9	2.051,0	542,6	1.112,2	240,0	16,7	139,5	409,0
2010 I	2.565,7	2.147,9	573,7	1.184,6	228,2	15,9	145,5	417,8
II	2.596,0	2.173,0	574,5	1.195,3	238,4	16,4	148,4	423,0
III	2.674,1	2.243,5	586,2	1.243,6	244,4	18,7	150,6	430,6
IV	2.609,2	2.183,9	581,9	1.211,0	222,2	17,3	151,5	425,3
2011 I	2.653,6	2.234,9	607,2	1.205,4	253,9	18,5	149,9	418,7

3. Pasivo y patrimonio neto

	Pasivo								Patrimonio neto	
	Total	Préstamos recibidos	Valores distintos de acciones	Acciones y otras participaciones	Reservas técnicas de seguro					Otras cuentas pendientes de cobro/pago y derivados financieros
					Total	Participación neta de los hogares en las reservas de seguro de vida	Participación neta de los hogares en las reservas de fondos de pensiones	Reservas para primas y siniestros		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
2008 II	6.176,2	338,3	28,9	504,7	5.163,3	2.945,6	1.362,5	855,3	141,0	145,2
III	6.172,8	330,8	29,7	473,9	5.188,3	2.945,5	1.394,0	848,8	150,1	88,7
IV	6.119,4	347,9	31,7	421,4	5.176,3	2.913,6	1.434,4	828,3	142,1	34,1
2009 I	6.124,0	345,4	31,8	378,1	5.226,8	2.936,9	1.443,9	846,0	141,9	60,2
II	6.206,3	317,7	33,1	394,4	5.321,7	3.011,4	1.463,5	846,8	139,4	124,3
III	6.353,4	298,3	36,1	439,1	5.436,2	3.101,0	1.489,4	845,7	143,8	203,8
IV	6.429,9	278,4	39,5	435,2	5.524,6	3.170,4	1.513,0	841,1	152,1	213,1
2010 I	6.613,0	288,1	40,3	453,7	5.676,6	3.253,9	1.557,0	865,6	154,4	247,8
II	6.651,4	294,4	41,7	425,6	5.732,9	3.283,8	1.582,8	866,3	156,8	235,1
III	6.765,1	310,9	40,5	432,6	5.829,1	3.342,6	1.624,2	862,3	151,9	286,8
IV	6.803,0	278,3	42,2	440,6	5.893,5	3.380,4	1.651,6	861,5	148,3	162,3
2011 I	6.917,5	296,8	40,0	458,5	5.975,0	3.412,3	1.675,1	887,6	147,2	108,0

Fuente: BCE.



CUENTAS DE LA ZONA DEL EURO

3.1 Cuentas económicas y financieras integradas por sectores institucionales

(mm de euros)

Empleos	Zona del euro	Hogares	Sociedades no financieras	Instituciones financieras	Administraciones Públicas	Resto del mundo
2011 I						
Cuenta de intercambios exteriores						
Exportaciones de bienes y servicios						548
<i>Balanza comercial</i> ¹⁾						11
Cuenta de explotación						
Valor añadido bruto (precios básicos)						
Impuestos menos subvenciones sobre los productos						
Producto interior bruto (precios de mercado)						
Remuneración de los asalariados	1.079	107	685	53	234	
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción	22	5	10	4	4	
Consumo de capital fijo	360	100	200	11	48	
<i>Excedente neto de explotación y renta mixta</i> ¹⁾	587	280	272	36	0	
Cuenta de asignación de la renta primaria						
Excedente neto de explotación y renta mixta						6
Remuneración de los asalariados						
Impuestos menos subvenciones sobre la producción						
Rentas de la propiedad	648	35	258	289	66	92
Intereses	362	33	63	200	66	50
Otras rentas de la propiedad	286	2	195	89	0	43
<i>Renta nacional neta</i> ¹⁾	1.929	1.566	98	49	215	
Cuenta de distribución secundaria de la renta						
Renta nacional neta						
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	236	208	22	6	0	2
Cotizaciones sociales	417	417				1
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	451	1	17	34	398	1
Otras transferencias corrientes	198	69	24	46	58	8
Primas netas de seguros no vida	44	33	10	1	1	1
Indemnizaciones de seguros no vida	44			44		0
Otras	110	36	15	1	58	6
<i>Renta disponible neta</i> ¹⁾	1.891	1.408	62	58	363	
Cuenta de utilización de la renta						
Renta disponible neta						
Gasto en consumo final	1.823	1.338			484	
Gasto en consumo individual	1.636	1.338			298	
Gasto en consumo colectivo	187				187	
Ajuste por variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones	14	0	0	14	0	0
<i>Ahorro neto/cuenta de operaciones corrientes con el exterior</i> ¹⁾	68	84	62	44	-122	49
Cuenta de capital						
Ahorro neto / cuenta de operaciones corrientes con el exterior						
Formación bruta de capital	477	137	286	10	45	
Formación bruta de capital fijo	433	132	247	10	45	
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos	44	4	39	0	0	
Consumo de capital fijo						
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos	0	-2	2	0	0	0
Transferencias de capital	30	7	0	2	21	5
Impuestos sobre el capital	6	5	1	0	0	0
Otras transferencias de capital	24	2	-1	2	21	5
<i>Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital)</i> ¹⁾	-46	54	-10	43	-134	46
Discrepancia estadística	0	7	-7	0	0	0

Fuentes: BCE y Eurostat.

1) Para más información sobre el cálculo de los saldos contables, véanse las Notas Técnicas.

3.1 Cuentas económicas y financieras integradas por sectores institucionales (cont.)

(mm de euros)

Recursos	Zona del euro	Hogares	Sociedades no financieras	Instituciones financieras	Administraciones Públicas	Resto del mundo
2011 I						
Cuenta de intercambios exteriores						
Importaciones de bienes y servicios						558
<i>Balanza comercial</i>						
Cuenta de explotación						
Valor añadido bruto (precios básicos)	2.048	492	1.167	104	286	
Impuestos menos subvenciones sobre los productos	240					
Producto interior bruto (precios de mercado) ²⁾	2.289					
Remuneración de los asalariados						
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción						
Consumo de capital fijo						
<i>Excedente neto de explotación y renta mixta</i>						
Cuenta de asignación de la renta primaria						
Excedente neto de explotación y renta mixta	587	280	272	36	0	
Remuneración de los asalariados	1.082	1.082				3
Impuestos menos subvenciones sobre la producción	261				261	1
Rentas de la propiedad	647	240	85	302	20	93
Intereses	356	54	38	256	7	56
Otras rentas de la propiedad	291	185	46	47	13	38
<i>Renta nacional neta</i>						
Cuenta de distribución secundaria de la renta						
Renta nacional neta	1.929	1.566	98	49	215	
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	237				237	1
Cotizaciones sociales	417	1	17	48	350	1
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	449	449				3
Otras transferencias corrientes	161	87	11	46	18	45
Primas netas de seguros no vida	44			44		1
Indemnizaciones de seguros no vida	43	35	8	1	0	1
Otras	74	53	3	0	18	42
<i>Renta disponible neta</i>						
Cuenta de utilización de la renta						
Renta disponible neta	1.891	1.408	62	58	363	
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	14	14				0
<i>Ahorro neto/cuenta de operaciones corrientes con el exterior</i>						
Cuenta de capital						
Ahorro neto/cuenta de operaciones corrientes con el exterior	68	84	62	44	-122	49
Formación bruta de capital						
Formación bruta de capital fijo						
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos						
Consumo de capital fijo	360	100	200	11	48	
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos						
Transferencias de capital	33	13	14	1	5	2
Impuestos sobre el capital	6				6	0
Otras transferencias de capital	26	13	14	1	-1	2
<i>Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital)</i>						
Discrepancia estadística						

Fuentes: BCE y Eurostat.

2) El producto interior bruto es igual al valor añadido bruto de todos los sectores nacionales, más los impuestos netos (es decir, impuestos menos subvenciones) sobre los productos.

3.1 Cuentas económicas y financieras integradas por sectores institucionales (cont.)

(mm de euros)

Activos	Zona del euro	Hogares	Sociedades no financieras	IFM	Otros intermediarios financieros	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Administraciones Públicas	Resto del mundo
2011 I								
Balance al principio del período, activos financieros								
Total activos financieros	18.857		16.632	32.325	14.887	6.652	3.748	16.637
Oro monetario y derechos especiales de giro (DEG)				420				
Efectivo y depósitos	6.631	6.631	1.902	9.223	2.337	800	709	3.778
Valores distintos de acciones a corto plazo	40	40	81	555	322	40	43	647
Valores distintos de acciones a largo plazo	1.365	1.365	244	6.048	2.431	2.577	492	3.647
Préstamos	77	77	2.955	13.276	3.511	487	521	1.801
<i>de los cuales: a largo plazo</i>	59	59	1.672	10.206	2.454	352	440	.
Acciones y otras participaciones	4.560	4.560	7.775	1.910	6.001	2.366	1.340	6.083
Acciones cotizadas	796	796	1.487	419	2.082	426	267	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones	2.229	2.229	5.929	1.180	2.963	412	884	.
Participaciones en fondos de inversión	1.535	1.535	359	310	956	1.527	188	.
Reservas técnicas de seguro	5.702	5.702	174	3	0	233	4	233
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros	482	482	3.501	889	284	150	639	449
<i>Patrimonio financiero neto</i>								
Cuenta financiera, activos financieros								
Total de operaciones de activos financieros		78	45	-188	112	101	31	192
Oro monetario y DEG				-1				1
Efectivo y depósitos		3	-27	-230	-42	12	42	-69
Valores distintos de acciones a corto plazo		19	3	-44	10	3	-9	60
Valores distintos de acciones a largo plazo		24	18	35	49	54	-15	18
Préstamos		1	17	95	17	2	4	39
<i>de los cuales: a largo plazo</i>		1	1	44	0	2	19	.
Acciones y otras participaciones		-27	35	-8	63	19	-7	130
Acciones cotizadas		-1	-12	-9	5	-2	-5	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		-14	53	2	55	3	-2	.
Participaciones en fondos de inversión por operaciones		-12	-6	-1	3	19	0	.
Reservas técnicas de seguro		62	5	0	0	9	0	-5
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		-4	-6	-35	15	3	15	18
<i>Variaciones del patrimonio financiero neto derivadas de operaciones</i>								
Cuenta de otras variaciones de activos financieros								
Total de otras variaciones de activos financieros		-30	155	-84	-100	-35	3	-228
Oro monetario y DEG				-17				
Efectivo y depósitos		7	-6	-38	5	-3	0	-108
Valores distintos de acciones a corto plazo		-1	-1	3	0	0	0	-21
Valores distintos de acciones a largo plazo		-15	0	-38	-44	-32	-4	-25
Préstamos		-3	-15	-29	-39	-1	0	24
<i>de los cuales: a largo plazo</i>		-3	-2	-21	-19	0	0	.
Acciones y otras participaciones		34	161	31	-19	3	9	-101
Acciones cotizadas		19	96	4	-12	11	6	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		21	71	33	3	-4	1	.
Participaciones en fondos de inversión		-7	-7	-6	-10	-4	2	.
Reservas técnicas de seguro		-36	0	0	0	-2	0	3
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		-16	16	3	-4	-1	-2	0
<i>Otras variaciones del patrimonio financiero neto</i>								
Balance al final del período, activos financieros								
Total activos financieros	18.905	18.905	16.832	32.053	14.898	6.718	3.783	16.600
Oro monetario y DEG				403				
Efectivo y depósitos	6.641	6.641	1.868	8.955	2.300	809	752	3.601
Valores distintos de acciones a corto plazo	59	59	83	515	332	43	34	685
Valores distintos de acciones a largo plazo	1.374	1.374	262	6.046	2.436	2.599	473	3.641
Préstamos	75	75	2.957	13.342	3.489	489	526	1.864
<i>de los cuales: a largo plazo</i>	56	56	1.672	10.229	2.434	353	459	.
Acciones y otras participaciones	4.567	4.567	7.971	1.933	6.045	2.388	1.341	6.112
Acciones cotizadas	814	814	1.571	414	2.076	435	268	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones	2.236	2.236	6.053	1.215	3.020	411	883	.
Participaciones en fondos de inversión	1.516	1.516	347	304	949	1.541	190	.
Reservas técnicas de seguro	5.729	5.729	179	3	0	239	4	231
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros	461	461	3.512	857	295	152	653	467
<i>Patrimonio financiero neto</i>								

Fuente: BCE.

3.1 Cuentas económicas y financieras integradas por sectores institucionales (cont.)

(mm de euros)

Pasivos	Zona del euro	Hogares	Sociedades no financieras	IFM	Otros intermediarios financieros	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Administraciones Públicas	Resto del mundo
2011 I								
Balance al principio del período, pasivos								
Pasivos totales	6.657		26.373	31.446	14.277	6.778	8.990	14.796
Oro monetario y derechos especiales de giro (DEG)								
Efectivo y depósitos			30	22.423	26	0	260	2.641
Valores distintos de acciones a corto plazo			70	633	77	0	694	254
Valores distintos de acciones a largo plazo			805	4.514	2.736	33	5.801	2.917
Préstamos		6.077	8.414		3.164	267	1.722	2.985
<i>de los cuales: a largo plazo</i>	5.718		5.969		1.657	116	1.361	.
Acciones y otras participaciones		7	13.091	2.700	8.206	422	7	5.600
Acciones cotizadas			3.814	456	225	124	0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		7	9.276	1.138	2.412	297	7	.
Participaciones en fondos de inversión				1.107	5.569			.
Reservas técnicas de seguro			335	66	1	5.910	1	.
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		539	3.628	1.110	67	147	504	399
<i>Patrimonio financiero neto ¹⁾</i>	-1.420	12.199	-9.741	879	610	-126	-5.241	
Cuenta financiera, pasivos								
Total de operaciones de pasivos	17		62	-181	66	96	165	146
Oro monetario y DEG								
Efectivo y depósitos			1	-306	-2	0	-8	3
Valores distintos de acciones a corto plazo			6	31	0	0	-12	17
Valores distintos de acciones a largo plazo			7	56	-34	0	157	-3
Préstamos		10	43		24	8	32	58
<i>de los cuales: a largo plazo</i>	17		11		23	1	35	.
Acciones y otras participaciones		0	55	-1	88	1	0	62
Acciones cotizadas			10	4	8	0	0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		0	45	5	25	1	0	.
Participaciones en fondos de inversión				-9	55			.
Reservas técnicas de seguro		0	0	1	0	71	0	.
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		6	-49	38	-11	16	-5	10
<i>Variaciones del patrimonio financiero neto ¹⁾</i>	-46	62	-17	-7	45	5	-134	46
Cuenta de otras variaciones de pasivos								
Total de otras variaciones de pasivos	-2		195	-131	-31	-41	-74	-218
Oro monetario y DEG								
Efectivo y depósitos			0	-85	0	0	0	-57
Valores distintos de acciones a corto plazo			0	-10	-1	0	0	-7
Valores distintos de acciones a largo plazo			-36	-60	20	-2	-72	-8
Préstamos		-3	-7		4	-3	-1	-54
<i>de los cuales: a largo plazo</i>	-7		-1		8	1	-2	.
Acciones y otras participaciones		0	265	21	-80	16	0	-105
Acciones cotizadas			99	30	17	7	0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		0	167	11	-36	9	0	.
Participaciones en fondos de inversión				-20	-62			.
Reservas técnicas de seguro		0	0	0	0	-35	0	.
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		2	-28	4	26	-17	-1	12
<i>Otras variaciones del patrimonio financiero neto ¹⁾</i>	-7	-28	-40	47	-69	6	77	-10
Balance al final del período, pasivos								
Total activos financieros	6.672		26.630	31.134	14.312	6.833	9.080	14.725
Oro monetario y DEG								
Efectivo y depósitos			30	22.032	24	0	252	2.587
Valores distintos de acciones a corto plazo			76	653	76	0	682	264
Valores distintos de acciones a largo plazo			775	4.509	2.723	31	5.886	2.906
Préstamos		6.084	8.451		3.193	272	1.753	2.989
<i>de los cuales: a largo plazo</i>	5.729		5.979		1.687	118	1.395	.
Acciones y otras participaciones		7	13.411	2.721	8.214	439	7	5.557
Acciones cotizadas			3.923	490	251	131	0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		7	9.487	1.154	2.401	307	7	.
Participaciones en fondos de inversión				1.077	5.562			.
Reservas técnicas de seguro		35	336	67	1	5.946	1	.
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		547	3.551	1.152	82	145	499	421
<i>Patrimonio financiero neto ¹⁾</i>	-1.473	12.233	-9.798	919	586	-115	-5.298	

Fuente: BCE.

3.2 Cuentas no financieras de la zona del euro

(mm de euros; flujos acumulados de cuatro trimestres)

Empleos	2007	2008	2009	2009 II- 2010 I	2009 III- 2010 II	2009 IV- 2010 III	2010 I- 2010 IV	2010 II- 2011 I
Cuenta de explotación								
Valor añadido bruto (precios básicos)								
Impuestos menos subvenciones sobre los productos								
Producto interior bruto (precios de mercado)								
Remuneración de los asalariados	4.271	4.451	4.434	4.436	4.453	4.468	4.488	4.514
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción	137	132	114	111	112	118	115	118
Consumo de capital fijo	1.325	1.388	1.404	1.404	1.408	1.415	1.423	1.431
<i>Excedente neto de explotación y renta mixta</i> ¹⁾	2.333	2.309	2.102	2.128	2.161	2.180	2.206	2.240
Cuenta de asignación de la renta primaria								
Excedente neto de explotación y renta mixta								
Remuneración de los asalariados								
Impuestos menos subvenciones sobre la producción								
Rentas de la propiedad	3.688	3.964	2.977	2.840	2.761	2.751	2.793	2.833
Intereses	2.115	2.360	1.618	1.497	1.433	1.407	1.406	1.420
Otras rentas de la propiedad	1.573	1.604	1.359	1.342	1.328	1.344	1.387	1.412
<i>Renta nacional neta</i> ¹⁾	7.735	7.795	7.518	7.558	7.628	7.688	7.740	7.814
Cuenta de distribución secundaria de la renta								
Renta nacional neta								
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	1.113	1.123	1.014	1.013	1.022	1.028	1.037	1.050
Cotizaciones sociales	1.597	1.668	1.675	1.678	1.683	1.688	1.699	1.709
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	1.602	1.672	1.789	1.809	1.821	1.829	1.837	1.842
Otras transferencias corrientes	736	768	769	773	770	771	764	765
Primas netas de seguros no vida	183	187	182	182	180	179	178	177
Derechos de seguros no vida	184	189	183	183	181	180	179	178
Otras	369	392	403	408	409	412	407	410
<i>Renta disponible neta</i> ¹⁾	7.641	7.692	7.409	7.445	7.515	7.570	7.626	7.698
Cuenta de utilización de la renta								
Renta disponible neta								
Gasto en consumo final	6.914	7.166	7.170	7.206	7.245	7.291	7.336	7.384
Gasto en consumo individual	6.198	6.414	6.385	6.419	6.457	6.502	6.547	6.593
Gasto en consumo colectivo	716	752	785	786	789	789	789	791
Ajuste por variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones	64	70	65	63	61	60	58	58
<i>Ahorro neto</i> ¹⁾	727	526	239	239	269	279	289	314
Cuenta de capital								
Ahorro neto								
Formación bruta de capital	2.033	2.044	1.712	1.695	1.734	1.762	1.788	1.839
Formación bruta de capital fijo	1.985	2.011	1.767	1.744	1.751	1.761	1.773	1.800
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos	48	33	-55	-49	-17	1	15	39
Consumo de capital fijo								
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos	-1	1	1	2	1	2	1	1
Transferencias de capital	154	155	187	195	188	200	208	194
Impuestos sobre el capital	24	24	34	34	30	29	25	25
Otras transferencias de capital	130	131	153	161	158	170	183	169
<i>Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital)</i> ¹⁾	35	-123	-61	-42	-47	-58	-65	-83

Fuentes: BCE y Eurostat.

1) Para más información sobre el cálculo de los saldos contables, véanse las Notas Técnicas.

3.2 Cuentas no financieras de la zona del euro (cont.)

(mm de euros; flujos acumulados de cuatro trimestres)

Recursos	2007	2008	2009	2009 II- 2010 I	2009 III- 2010 II	2009 IV- 2010 III	2010 I- 2010 IV	2010 II- 2011 I
Cuenta de explotación								
Valor añadido bruto (precios básicos)	8.066	8.279	8.053	8.079	8.133	8.180	8.233	8.303
Impuestos menos subvenciones sobre los productos	963	948	893	895	910	930	939	954
Producto interior bruto (precios de mercado) ²⁾	9.029	9.228	8.946	8.974	9.044	9.110	9.172	9.257
Remuneración de los asalariados								
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción								
Consumo de capital fijo								
<i>Excedente neto de explotación y renta mixta</i>								
Cuenta de asignación de la renta primaria								
Excedente neto de explotación y renta mixta	2.333	2.309	2.102	2.128	2.161	2.180	2.206	2.240
Remuneración de los asalariados	4.279	4.457	4.440	4.442	4.459	4.474	4.495	4.520
Impuestos menos subvenciones sobre la producción	1.107	1.087	1.024	1.024	1.037	1.061	1.067	1.085
Rentas de la propiedad	3.705	3.906	2.929	2.804	2.731	2.723	2.764	2.802
Intereses	2.084	2.309	1.569	1.454	1.395	1.369	1.365	1.383
Otras rentas de la propiedad	1.620	1.597	1.360	1.350	1.337	1.355	1.399	1.419
<i>Renta nacional neta</i>								
Cuenta de distribución secundaria de la renta								
Renta nacional neta	7.735	7.795	7.518	7.558	7.628	7.688	7.740	7.814
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	1.121	1.132	1.020	1.019	1.026	1.033	1.042	1.056
Cotizaciones sociales	1.596	1.666	1.674	1.678	1.683	1.688	1.698	1.709
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	1.595	1.664	1.783	1.803	1.815	1.823	1.831	1.835
Otras transferencias corrientes	642	666	662	661	657	655	650	650
Primas netas de seguros no vida	184	189	183	183	181	180	179	178
Derechos de seguros no vida	182	186	180	180	178	177	175	175
Otras	276	292	298	298	299	298	296	298
<i>Renta disponible neta</i>								
Cuenta de utilización de la renta								
Renta disponible neta	7.641	7.692	7.409	7.445	7.515	7.570	7.626	7.698
Gasto en consumo final								
Gasto en consumo individual								
Gasto en consumo colectivo								
Ajuste por variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones	64	70	65	63	61	60	58	58
<i>Ahorro neto</i>								
Cuenta de capital								
Ahorro neto	727	526	239	239	269	279	289	314
Formación bruta de capital								
Formación bruta de capital fijo								
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos								
Consumo de capital fijo	1.325	1.388	1.404	1.404	1.408	1.415	1.423	1.431
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos								
Transferencias de capital	169	164	196	206	199	212	220	206
Impuestos sobre el capital	24	24	34	34	30	29	25	25
Otras transferencias de capital	145	140	162	172	169	182	195	180
<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.

3.5 Empresas de seguros y fondos de pensiones

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

	2007	2008	2009	2009 II- 2010 I	2009 III- 2010 II	2009 IV- 2010 III	2010 I- 2010 IV	2010 II- 2011 I
Cuenta financiera, operaciones financieras								
Inversión financiera: principales partidas (+)								
Activos a corto plazo	22	79	-53	-65	-18	-2	-11	-21
Efectivo y depósitos	7	57	-33	-21	2	6	-9	-9
Participaciones en fondos del mercado monetario	4	15	-1	-11	0	-2	-6	-12
Valores distintos de acciones ¹⁾	11	7	-19	-33	-21	-6	4	0
Activos a largo plazo	230	113	304	329	277	266	227	205
Depósitos	47	-9	19	1	-6	-6	-8	5
Valores distintos de acciones	108	50	112	125	145	163	153	131
Préstamos	-15	37	11	12	12	14	31	27
Acciones cotizadas	-1	3	-68	-74	-71	4	2	0
Acciones no cotizadas y otras participaciones	22	14	-7	-1	0	2	8	10
Participaciones en fondos de inversión	69	18	239	266	197	88	40	32
Otros activos netos (+)	6	21	6	25	16	20	16	-6
Financiación: principales partidas (-)								
Valores distintos de acciones	3	4	5	3	5	2	0	0
Préstamos	-2	24	-20	-11	-4	15	11	6
Acciones y otras participaciones	4	5	0	-1	2	2	2	2
Reservas técnicas de seguro	245	124	232	275	266	259	241	210
Particip. neta hogares en reservas seguros de vida y fondos de pensiones	212	121	227	262	255	249	227	200
Reservas para primas y para siniestros	34	4	4	12	11	10	14	10
= Variaciones del patrimonio financiero neto derivadas de operaciones	9	56	40	24	6	5	-23	-39
Cuenta de otras variaciones								
Otras variaciones de los activos financieros (+)								
Acciones y otras participaciones	-13	-506	187	287	120	72	77	26
Otros activos netos	-35	56	36	68	86	77	-19	-52
Otras variaciones de los pasivos (-)								
Acciones y otras participaciones	-20	-174	11	73	22	-16	-5	-5
Reservas técnicas de seguro	30	-263	190	272	182	122	91	3
Particip. neta hogares en reservas seguros de vida y fondos de pensiones	18	-251	185	271	179	123	94	6
Reservas para primas y para siniestros	12	-12	5	2	3	-1	-3	-2
= Otras variaciones del patrimonio financiero neto	-58	-12	22	9	3	42	-28	-25
Balance financiero								
Activos financieros (+)								
Activos a corto plazo	318	399	340	354	370	363	335	335
Efectivo y depósitos	163	224	195	196	206	203	190	186
Participaciones en fondos del mercado monetario	91	104	95	100	104	102	90	92
Valores distintos de acciones ¹⁾	63	71	50	58	59	58	55	57
Activos a largo plazo	5.467	5.089	5.648	5.822	5.806	5.941	5.934	5.992
Depósitos	594	599	616	615	610	615	610	623
Valores distintos de acciones	2.203	2.252	2.427	2.514	2.546	2.620	2.561	2.584
Préstamos	411	446	456	462	467	470	487	489
Acciones cotizadas	684	397	409	426	401	423	426	435
Acciones no cotizadas y otras participaciones	415	419	411	408	405	399	412	411
Participaciones en fondos de inversión	1.161	975	1.330	1.398	1.376	1.414	1.438	1.450
Otros activos netos (+)	175	241	223	243	256	274	236	245
Pasivos (-)								
Valores distintos de acciones	19	23	30	31	31	30	33	31
Préstamos	244	273	253	265	271	284	267	272
Acciones y otras participaciones	583	415	425	442	411	416	422	439
Reservas técnicas de seguro	5.295	5.156	5.578	5.732	5.774	5.873	5.910	5.946
Particip. neta hogares en reservas seguros de vida y fondos de pensiones	4.472	4.342	4.754	4.891	4.930	5.032	5.074	5.097
Reservas para primas y para siniestros	822	814	824	841	844	841	835	849
= Riqueza financiera neta	-182	-138	-76	-51	-55	-25	-126	-115

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 periodo; datos desestacionalizados; operaciones realizadas en el mes y saldos vivos a fin de periodo; valores nominales)

	Emisiones totales en euros ¹⁾			Emisiones por residentes en la zona del euro								
	Saldos vivos	Emisiones brutas	Emisiones netas	En euros			En todas las monedas					
				Saldos vivos	Emisiones brutas	Emisiones netas	Saldos vivos	Emisiones brutas	Emisiones netas	Tasas de crecimiento interanual	Desestacionalizadas ²⁾	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Emisiones netas 11	Tasas crec. de 6 meses 12	
Total												
2010 May	16.187,0	867,6	9,0	13.937,0	839,7	38,4	15.733,3	944,2	57,0	4,3	-7,0	2,4
Jun	16.171,9	1.049,5	7,6	13.912,5	984,1	-1,6	15.714,5	1.081,4	-12,4	3,7	8,0	2,6
Jul	16.192,9	1.008,7	22,0	13.959,5	970,0	48,1	15.688,8	1.075,7	15,2	3,3	47,5	2,4
Ago	16.257,6	841,0	64,9	14.021,4	800,6	62,2	15.794,7	902,8	82,0	3,7	143,4	4,4
Sep	16.275,9	984,9	18,7	14.039,1	908,4	18,0	15.748,8	1.013,2	4,5	3,1	48,4	3,7
Oct	16.283,6	887,9	10,3	14.076,9	843,0	40,3	15.787,1	950,1	52,8	3,2	23,9	3,4
Nov	16.463,2	992,6	180,8	14.275,5	953,7	199,8	16.070,9	1.066,7	239,0	4,3	211,6	6,3
Dic	16.301,8	876,3	-160,0	14.131,3	843,5	-142,7	15.881,2	916,1	-181,8	3,6	-135,1	4,4
2011 Ene	16.381,2	1.004,9	78,6	14.205,9	954,3	73,8	15.954,1	1.070,0	91,5	3,7	102,6	5,1
Feb	16.480,7	866,0	100,4	14.297,5	813,5	92,7	16.045,9	919,2	97,6	4,1	50,2	3,8
Mar	16.483,9	978,6	3,5	14.291,9	911,6	-5,4	16.024,9	1.019,5	3,5	3,4	-11,3	3,1
Abr	.	.	.	14.338,8	849,0	47,6	16.050,7	933,5	50,8	3,2	23,2	3,1
May	.	.	.	14.437,1	865,9	100,4	16.203,1	963,5	126,8	3,6	59,8	1,1
A largo plazo												
2010 May	14.651,8	154,4	11,7	12.515,1	148,4	33,6	14.096,9	181,7	58,0	5,9	-5,7	3,5
Jun	14.656,4	272,7	28,9	12.520,4	245,5	29,8	14.111,0	265,3	23,7	5,0	5,8	4,1
Jul	14.689,9	260,6	34,6	12.555,7	241,3	36,5	14.088,7	268,7	14,6	4,7	57,2	3,4
Ago	14.721,2	140,7	32,1	12.586,8	127,3	31,9	14.154,3	152,7	43,6	4,7	104,5	4,7
Sep	14.724,8	268,4	3,9	12.600,7	228,3	14,2	14.111,6	258,7	4,3	4,1	37,9	3,7
Oct	14.762,3	222,2	37,7	12.650,2	195,4	49,6	14.167,5	233,2	65,8	4,0	58,1	3,7
Nov	14.906,6	338,4	145,3	12.809,5	321,8	160,3	14.399,4	360,3	191,3	4,8	159,8	6,2
Dic	14.865,4	186,6	-38,5	12.786,2	179,4	-20,7	14.343,6	193,6	-48,6	4,7	-47,4	5,4
2011 Ene	14.932,6	308,9	68,6	12.837,0	277,9	52,2	14.391,3	320,1	67,8	4,8	122,5	6,3
Feb	15.038,0	283,5	105,7	12.932,4	252,8	95,9	14.478,8	284,8	92,1	5,0	40,7	5,3
Mar	15.052,7	304,7	15,2	12.952,2	268,6	20,3	14.474,2	302,9	17,1	4,3	10,1	4,9
Abr	.	.	.	13.017,4	277,8	65,5	14.521,1	308,2	68,5	4,3	53,1	4,8
May	.	.	.	13.096,2	246,6	81,5	14.636,4	269,6	94,4	4,5	28,6	2,9

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.

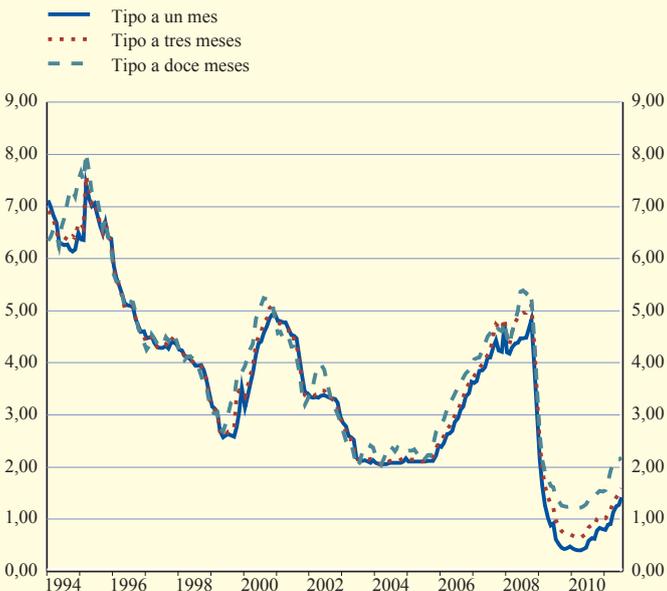
4.6 Tipos de interés del mercado monetario

(porcentaje; medias del periodo)

	Zona del euro ^(1,2)					Estados Unidos	Japón
	Depósitos a 1 día (EONIA)	Depósitos a 1 mes (EURIBOR)	Depósitos a 3 meses (EURIBOR)	Depósitos a 6 meses (EURIBOR)	Depósitos a 12 meses (EURIBOR)	Depósitos a 3 meses (LIBOR)	Depósitos a 3 meses (LIBOR)
	1	2	3	4	5	6	7
2008	3,87	4,28	4,64	4,73	4,83	2,93	0,93
2009	0,71	0,89	1,22	1,43	1,61	0,69	0,47
2010	0,44	0,57	0,81	1,08	1,35	0,34	0,23
2010 II	0,35	0,43	0,69	0,98	1,25	0,44	0,24
III	0,45	0,61	0,87	1,13	1,40	0,39	0,24
IV	0,59	0,81	1,02	1,25	1,52	0,29	0,19
2011 I	0,67	0,86	1,10	1,37	1,74	0,31	0,19
II	1,04	1,22	1,42	1,70	2,13	0,26	0,20
2010 Jul	0,48	0,58	0,85	1,10	1,37	0,51	0,24
Ago	0,43	0,64	0,90	1,15	1,42	0,36	0,24
Sep	0,45	0,62	0,88	1,14	1,42	0,29	0,22
Oct	0,70	0,78	1,00	1,22	1,50	0,29	0,20
Nov	0,59	0,83	1,04	1,27	1,54	0,29	0,19
Dic	0,50	0,81	1,02	1,25	1,53	0,30	0,18
2011 Ene	0,66	0,79	1,02	1,25	1,55	0,30	0,19
Feb	0,71	0,89	1,09	1,35	1,71	0,31	0,19
Mar	0,66	0,90	1,18	1,48	1,92	0,31	0,20
Abr	0,97	1,13	1,32	1,62	2,09	0,28	0,20
May	1,03	1,24	1,43	1,71	2,15	0,26	0,20
Jun	1,12	1,28	1,49	1,75	2,14	0,25	0,20
Jul	1,01	1,42	1,60	1,82	2,18	0,25	0,20

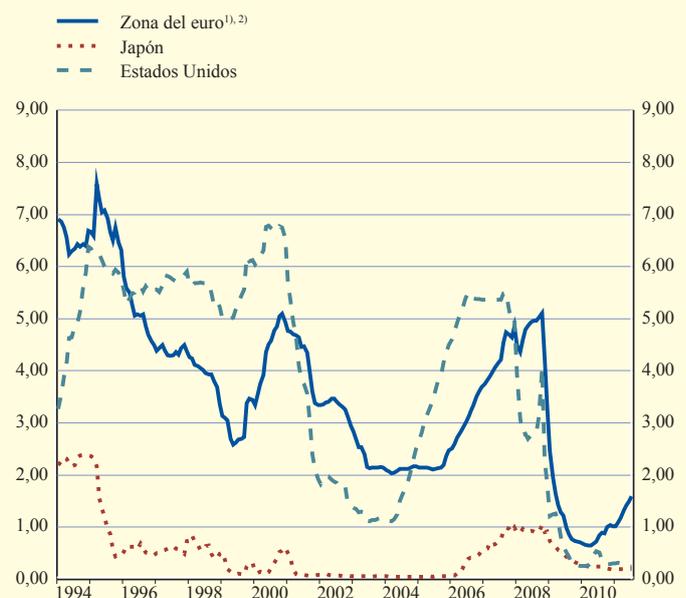
G23 Tipos de interés del mercado monetario de la zona del euro^(1,2)

(medias mensuales; porcentaje)



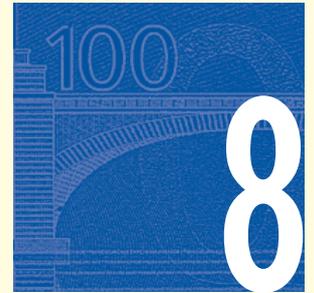
G24 Tipos a tres meses del mercado monetario

(medias mensuales; porcentaje)



Fuente: BCE.

- 1) Para fechas anteriores a enero de 1999, los tipos de interés sintéticos de la zona del euro se han calculado ponderando los tipos de interés nacionales por el PIB. Para más información, véanse las Notas Generales.
- 2) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.



TIPOS DE CAMBIO

8.1 Tipos de cambio efectivos ¹⁾

(medias del periodo; índice: I 1999 = 100)

	TCE-20						TCE-40		
	Nominal	Real, IPC	Real, IPRI	Real, deflactor del PIB	Real, CLUM	Real, CLUT	Nominal	Real, IPC	
	1	2	3	4	5	6	7	8	
2008	110,4	109,9	107,6	105,2	115,3	104,5	117,9	107,1	
2009	111,7	110,6	104,9	106,3	120,7	106,3	120,6	108,0	
2010	104,6	103,0	98,8	98,6	109,3	98,5	112,3	99,3	
2010 II	103,1	101,7	97,4	97,4	108,3	97,3	110,4	97,9	
III	102,3	100,8	96,9	96,7	106,6	95,8	109,8	97,2	
IV	104,4	102,4	98,7	98,0	109,1	98,2	112,1	98,7	
2011 I	103,7	101,5	97,8	97,1	108,4	96,5	111,6	97,9	
II	106,4	104,2	99,7	-	-	-	114,5	100,4	
2010 Jul	102,5	101,0	97,0	-	-	-	109,9	97,5	
Ago	102,1	100,6	96,6	-	-	-	109,5	97,0	
Sep	102,5	100,8	97,2	-	-	-	110,0	97,2	
Oct	106,0	104,1	100,4	-	-	-	113,8	100,3	
Nov	104,7	102,7	98,9	-	-	-	112,5	99,0	
Dic	102,6	100,5	96,7	-	-	-	110,1	96,8	
2011 Ene	102,4	100,3	96,7	-	-	-	110,1	96,7	
Feb	103,4	101,1	97,6	-	-	-	111,4	97,6	
Mar	105,2	103,0	99,0	-	-	-	113,2	99,4	
Abr	107,0	104,9	100,5	-	-	-	115,0	101,0	
May	106,0	103,7	99,2	-	-	-	114,1	100,0	
Jun	106,1	103,9	99,4	-	-	-	114,4	100,3	
Jul	105,2	103,0	98,3	-	-	-	113,4	99,4	
	<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>								
2011 Jul	-0,9	-0,9	-1,1	-	-	-	-0,9	-0,9	
	<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>								
2011 Jul	2,7	1,9	1,4	-	-	-	3,1	1,9	

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.

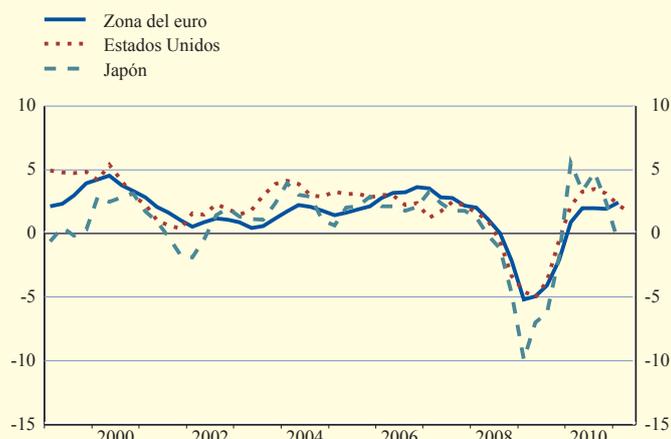
9.2 Evolución económica y financiera en Estados Unidos y Japón

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Índice de precios de consumo	Costes laborales unitarios ¹⁾	PIB a precios constantes	Índice de producción industrial (manufacturas)	Tasa de desempleo en % de la población activa (d.)	Agregado monetario amplio ²⁾	Tipos de depósitos interbancarios a 3 meses ³⁾	Rendimiento de la deuda pública a 10 años (cupón cero); ³⁾ fin de período	Tipo de cambio en moneda nacional por euro ⁴⁾	Déficit (-)/superávit (+) presupuestario en % del PIB	Deuda pública bruta en % del PIB ⁵⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Estados Unidos											
2007	2,9	2,4	1,9	3,1	4,6	6,3	5,30	4,81	1,3705	-2,9	48,4
2008	3,8	2,2	-0,3	-4,7	5,8	7,1	2,93	2,70	1,4708	-6,3	56,7
2009	-0,4	-1,6	-3,5	-13,5	9,3	7,9	0,69	4,17	1,3948	-11,3	68,6
2010	1,6	-1,6	3,0	5,9	9,6	2,3	0,34	3,57	1,3257	-10,6	77,4
2010 II	1,8	-1,9	3,3	7,5	9,6	1,6	0,44	3,13	1,2708	-11,1	73,3
2010 III	1,2	-1,0	3,5	7,2	9,6	2,5	0,39	2,69	1,2910	-10,4	75,3
2010 IV	1,3	-0,7	3,1	6,6	9,6	3,2	0,29	3,57	1,3583	-10,4	77,4
2011 I	2,1	0,7	2,2	6,6	8,9	4,5	0,31	3,76	1,3680	-9,9	78,4
2011 II	3,4	.	1,6	4,4	9,1	5,5	0,26	3,46	1,4391	.	.
2011 Mar	2,7	.	.	6,4	8,8	4,9	0,31	3,76	1,3999	.	.
2011 Abr	3,2	.	.	5,1	9,0	5,2	0,28	3,55	1,4442	.	.
2011 May	3,6	.	.	4,0	9,1	5,3	0,26	3,33	1,4349	.	.
2011 Jun	3,6	.	.	4,1	9,2	6,0	0,25	3,46	1,4388	.	.
2011 Jul	.	.	.	.	.	.	0,25	3,08	1,4264	.	.
Japón											
2007	0,1	-2,3	2,3	2,8	3,8	1,6	0,79	1,70	161,25	-2,4	156,2
2008	1,4	1,7	-1,2	-3,4	4,0	2,1	0,93	1,21	152,45	-2,2	162,0
2009	-1,4	1,3	-6,3	-21,9	5,1	2,7	0,47	1,42	130,34	-8,7	180,4
2010	-0,7	-2,6	4,0	16,6	5,1	2,8	0,23	1,18	116,24	.	.
2010 II	-0,9	-1,8	3,3	21,2	5,1	2,9	0,24	1,18	117,15	.	.
2010 III	-0,8	-3,0	4,8	14,0	5,0	2,8	0,24	1,03	110,68	.	.
2010 IV	0,1	-1,2	2,4	6,0	5,0	2,6	0,19	1,18	112,10	.	.
2011 I	0,0	.	-0,7	-2,6	4,7	2,5	0,19	1,33	112,57	.	.
2011 II	0,3	.	.	-6,8	.	2,8	0,20	1,18	117,41	.	.
2011 Mar	0,0	.	.	-13,1	4,6	2,6	0,20	1,33	114,40	.	.
2011 Abr	0,3	.	.	-13,6	4,7	2,8	0,20	1,26	120,42	.	.
2011 May	0,3	.	.	-5,5	4,5	2,7	0,20	1,22	116,47	.	.
2011 Jun	0,2	.	.	-1,7	.	2,9	0,20	1,18	115,75	.	.
2011 Jul	.	.	.	.	.	.	0,20	1,09	113,26	.	.

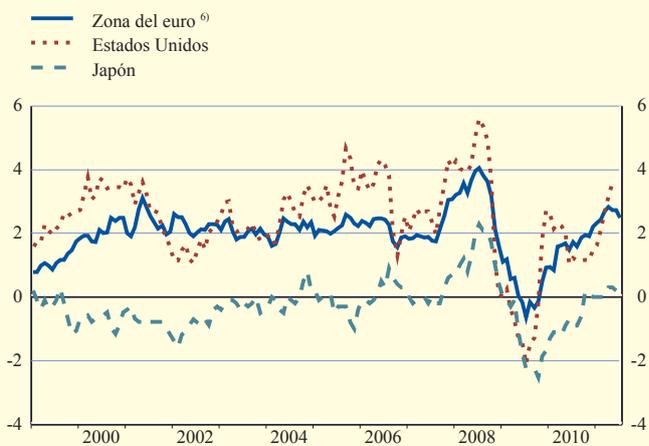
G41 Producto interior bruto a precios constantes

(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).

1) Los datos de Estados Unidos están desestacionalizados y se refieren al sector privado no agrícola.

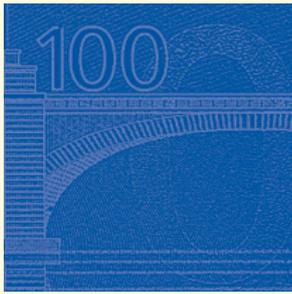
2) Medias del período; M2 para Estados Unidos y M2+certificados de depósito para Japón.

3) En porcentaje. Para más información sobre los tipos de interés de los depósitos interbancarios a tres meses, véase la sección 4.6.

4) Para más información, véase sección 8.2.

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

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



LISTA DE GRÁFICOS

G1	Agregados monetarios	S12
G2	Contrapartidas	S12
G3	Componentes de los agregados monetarios	S13
G4	Componentes de los pasivos financieros a más largo plazo	S13
G5	Préstamos a otros intermediarios financieros y sociedades no financieras	S14
G6	Préstamos a hogares	S14
G7	Préstamos a las AAPP	S16
G8	Préstamos a no residentes en la zona del euro	S16
G9	Depósitos totales por sector	S17
G10	Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector	S17
G11	Depósitos totales por sector	S18
G12	Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector	S18
G13	Depósitos de las AAPP y de no residentes en la zona del euro	S19
G14	Detalle de los valores en poder de las IFM	S20
G15	Saldo vivo total y emisiones brutas de valores distintos de acciones por residentes en la zona del euro	S35
G16	Emisiones netas de valores distintos de acciones: desestacionalizadas y sin desestacionalizar	S37
G17	Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a largo plazo por sector emisor en todas las monedas	S38
G18	Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a corto plazo por sector emisor en todas las monedas	S39
G19	Tasas de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro	S40
G20	Emisiones brutas de acciones cotizadas por sector emisor	S41
G21	Nuevos depósitos a plazo	S43
G22	Nuevos préstamos sin fijación inicial del tipo y con período inicial de fijación hasta un año	S43
G23	Tipos de interés del mercado monetario de la zona del euro	S44
G24	Tipos a tres meses del mercado monetario	S44
G25	Curvas de tipos al contado de la zona del euro	S45
G26	Tipos al contado y diferenciales de la zona del euro	S45
G27	Índice Dow Jones EURO STOXX amplio, Standard & Poor's 500 y Nikkei 225	S46
G28	Empleo – personas ocupadas y horas trabajadas	S55
G29	Desempleo y tasas de vacantes	S55
G30	Déficit, necesidad de financiación y variaciones de la deuda	S60
G31	Deuda según los criterios de Maastricht	S60
G32	Balanza de pagos de la zona del euro: cuenta corriente	S61
G33	Balanza de pagos de la zona del euro: inversiones directas y de cartera	S61
G34	Balanza de pagos de la zona del euro: bienes	S62
G35	Balanza de pagos de la zona del euro: servicios	S62
G36	Posición de inversión internacional de la zona del euro	S65
G37	Posición de inversiones directas y de cartera de la zona del euro	S65
G38	Balanza de pagos: Principales rúbricas que reflejan la evolución de las operaciones exteriores netas de las IFM	S70
G39	Tipos de cambio efectivos	S73
G40	Tipos de cambio bilaterales	S73
G41	Producto interior bruto a precios constantes	S76
G42	Índices de precios de consumo	S76



NOTAS TÉCNICAS

PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LA EVOLUCIÓN MONETARIA

La tasa media de crecimiento del trimestre que finaliza en el mes t se calcula como:

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

donde I_t es el índice de saldos ajustados del mes t (véase también más abajo). Del mismo modo, la tasa media de crecimiento del año que finaliza en el mes t se calcula como:

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

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

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

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

SECCIONES 2.1 A 2.6

CÁLCULO DE LAS OPERACIONES

Las operaciones mensuales se calculan a partir de las diferencias mensuales de los saldos ajustados por

reclasificaciones, otras revalorizaciones, variaciones del tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones.

Si L_t representa el saldo vivo a fin del mes t ; C_t^M , el ajuste por reclasificaciones en el mes t ; E_t^M , el ajuste por variaciones del tipo de cambio, y V_t^M , otros ajustes por revalorizaciones, las operaciones F_t^M del mes t se definen como:

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

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

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

donde L_{t-3} es el saldo vivo a fin del mes $t-3$ (el final del trimestre anterior) y, por ejemplo, C_t^Q es el ajuste por reclasificaciones en el trimestre que termina en el mes t .

En el caso de las series trimestrales para las que ahora se dispone de datos mensuales (véase más abajo), las operaciones trimestrales pueden calcularse como la suma de las operaciones mensuales de los tres meses del trimestre.

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LAS SERIES MENSUALES

Las tasas de crecimiento se pueden calcular a partir de las operaciones o del índice de saldos ajustados. Si F_t^M y L_t se definen como se ha indicado más arriba, el índice I_t de saldos ajustados del mes t queda definido como:

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

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

dos ajustados están disponibles en el apartado «Monetary and financial statistics», de la sección «Statistics», de la dirección del BCE en Internet (www.ecb.europa.eu).

La tasa de crecimiento interanual a_t del mes t —es decir, la variación en los 12 meses que finalizan en el mes t — se puede calcular utilizando cualquiera de las dos fórmulas siguientes:

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

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

Salvo indicación en contrario, las tasas de crecimiento interanual corresponden al final del período indicado. Por ejemplo, la tasa de variación interanual para el año 2002 se calcula en la fórmula h) dividiendo el índice de diciembre de 2002 por el índice de diciembre de 2001.

Las tasas de crecimiento para períodos inferiores al anual pueden obtenerse adaptando la fórmula h). Por ejemplo, la tasa de crecimiento intermensual a_t^M se puede calcular como:

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

Por último, la media móvil de tres meses centrada de la tasa de crecimiento interanual de M3 se calcula como $(a_{t+1} + a_t + a_{t-1})/3$, donde a_t se define igual que en las fórmulas g) o h).

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LAS SERIES TRIMESTRALES

Si F_t^Q y L_{t-3} se definen como se ha indicado más arriba, el índice I_t de saldos ajustados del trimestre que finaliza en el mes t queda definido como:

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

La tasa de crecimiento interanual de los cuatro trimestres que terminan en el mes t , es decir, a_t , se puede calcular utilizando la fórmula h).

DESESTACIONALIZACIÓN DE LAS ESTADÍSTICAS MONETARIAS DE LA ZONA DEL EURO¹

El procedimiento se basa en una descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12-ARIMA². La desestacionalización puede incluir ajustes por día de la semana y, en el caso de algunas series, se lleva a cabo indirectamente mediante una combinación lineal de los componentes. Este es el caso de M3, que se obtiene agregando las series desestacionalizadas de M1, M2 menos M1, y M3 menos M2.

Los procedimientos de desestacionalización se aplican, en primer lugar, al índice de saldos ajustados³. Las estimaciones de los factores estacionales resultantes se aplican posteriormente a los saldos y a los ajustes que se deriven de las reclasificaciones y las revalorizaciones, que, a su vez, producen operaciones desestacionalizadas. Los factores estacionales y efectos de calendario se revisan anualmente o cuando proceda.

SECCIONES 3.1 A 3.5

IDENTIDAD DE EMPLEOS Y RECURSOS

En la sección 3.1, los datos se ajustan a una identidad contable básica. En el caso de las operaciones

1 Para más información, véanse «Seasonal adjustment of monetary aggregates and HIPC for the euro area», BCE (agosto de 2000), y la dirección del BCE en Internet (www.ecb.europa.eu), sección «Statistics», apartado «Monetary and financial statistics».

2 Para más información, véanse D. Findley, B. Monsell, W. Bell, M. Otto y B. C. Chen (1998), «New Capabilities and Methods of the X-12-ARIMA Seasonal Adjustment Program», *Journal of Business and Economic Statistics*, 16, 2, pp. 127-152, o «X-12-ARIMA Reference Manual», Time Series Staff, Bureau of the Census, Washington, D. C. A efectos internos, también se utiliza el procedimiento, basado en modelos de TRAMO-SEATS. Para más información sobre TRAMO-SEATS, véase V. Gómez y A. Maravall (1996), «Programs TRAMO and SEATS: Instructions for the user», Documento de Trabajo n.º 9628, Banco de España, Madrid.

3 De lo que resulta que, para las series desestacionalizadas, el nivel del índice del período base, es decir, diciembre de 2008, difiere, en general, de 100, como reflejo de la estacionalidad del mes.

no financieras, el total de los empleos es igual al total de los recursos en cada una de las categorías. Esta identidad contable también se refleja en la cuenta financiera, es decir, para cada categoría de instrumento financiero, el total de las operaciones de activos financieros es igual al total de las operaciones de pasivos. En la cuenta de otras variaciones de activos y en los balances financieros, el total de activos financieros es igual al total de pasivos en cada categoría de instrumento financiero, salvo en el caso del oro monetario y los derechos especiales de giro, que, por definición, no constituyen un pasivo de ningún sector.

CÁLCULO DE LOS SALDOS CONTABLES

Los saldos contables al final de cada cuenta de las secciones 3.1, 3.2 y 3.3 se calculan de la manera siguiente:

El saldo comercial es la diferencia entre las importaciones y las exportaciones de bienes y servicios de la zona del euro frente al resto del mundo. El excedente neto de explotación y la renta mixta solo se definen para los sectores residentes y se calculan por diferencia entre el valor añadido bruto (producto interior bruto a precios de mercado de la zona del euro) y la suma de las siguientes partidas: remuneración de los asalariados (empleos), otros impuestos menos subvenciones sobre la producción (empleos) y consumo de capital fijo (empleos).

La renta nacional neta solo se define para los sectores residentes y se calcula como la suma del excedente neto de explotación y la renta mixta, más la remuneración de los asalariados (recursos), más los impuestos menos subvenciones sobre la producción (recursos), más las rentas de la propiedad netas (recursos menos empleos).

La renta disponible neta también se define solo para los sectores residentes y es igual a la renta nacional neta más los impuestos corrientes netos sobre la renta y el patrimonio (recursos menos empleos), más las cotizaciones sociales netas (recursos menos empleos), más las prestaciones

sociales netas distintas de transferencias sociales en especie (recursos menos empleos), más otras transferencias corrientes netas (recursos menos empleos).

El ahorro neto se define para los sectores residentes y se calcula como la suma de la renta disponible neta, más el ajuste por la variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones (recursos menos empleos), menos el gasto en consumo final (empleos). Para el resto del mundo, la cuenta de operaciones corrientes con el exterior se calcula sumando al saldo de la balanza comercial todas las rentas netas (recursos menos empleos).

La capacidad/necesidad de financiación se calcula a partir de la cuenta de capital como la diferencia entre la suma del ahorro neto y las transferencias de capital netas (recursos menos empleos), menos la formación bruta de capital (empleos) y las adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos (empleos), más el consumo de capital fijo (recursos). También puede calcularse en la cuenta financiera por la diferencia entre el total de operaciones de activos financieros y el total de operaciones de pasivos [lo que se conoce también como variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto derivadas de operaciones]. En los sectores hogares y sociedades no financieras existe una discrepancia estadística entre los saldos contables calculados a partir de la cuenta de capital y aquellos que se obtienen a partir de la cuenta financiera.

Las variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto derivadas de operaciones se calculan como el total de operaciones de activos financieros menos el total de operaciones de pasivos, mientras que otras variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto se calculan como (el total de otras variaciones de los activos financieros menos (el total) de otras variaciones de pasivos).

El patrimonio (riqueza) financiero neto se calcula por la diferencia entre el total de activos financieros y el total de pasivos, mientras que las variaciones de dicho patrimonio (riqueza) son

iguales a la suma de las variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto derivadas de operaciones (capacidad/necesidad de financiación obtenida a partir de la cuenta financiera) y de las otras variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto.

Las variaciones del patrimonio (riqueza) neta se calculan como las variaciones del patrimonio (riqueza) neto atribuibles al ahorro y a las transferencias de capital más otras variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto y otras variaciones de activos no financieros.

El patrimonio (riqueza) neto de los hogares se calcula como la suma de los activos no financieros y el patrimonio (riqueza) financiero neto de los hogares.

SECCIONES 4.3 Y 4.4

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LOS VALORES DISTINTOS DE ACCIONES Y LAS ACCIONES COTIZADAS

Las tasas de crecimiento se calculan a partir de las operaciones financieras y, por lo tanto, excluyen las reclasificaciones, las revalorizaciones, las variaciones del tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones. Se pueden calcular a partir de los flujos o del índice de saldos nominales. Si N_t^M representa el flujo (emisiones netas) en el mes t y L_t el saldo vivo a fin del mes t , el índice I_t de los saldos nominales en el mes t queda definido como:

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

Como base, se fija el índice igual a 100 en diciembre de 2008. La tasa de crecimiento a_t del mes t correspondiente a la variación de los 12 meses que terminan en el mes t se puede calcular utilizando cualquiera de las dos fórmulas siguientes:

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

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

El método para calcular las tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones es el mismo que se emplea para los agregados monetarios. La única diferencia estriba en que aquí se usa una «N» en lugar de una «F», con el fin de mostrar que el método utilizado para obtener las «emisiones netas» de las estadísticas de emisiones de valores es distinto del utilizado para calcular las «operaciones» equivalentes de los agregados monetarios.

La tasa media de crecimiento del trimestre que finaliza en el mes t se calcula como:

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

donde I_t es el índice de saldos nominales del mes t . Del mismo modo, la tasa media de crecimiento del año que finaliza en el mes t se calcula como:

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

La fórmula de cálculo que se emplea en la sección 4.3 también se usa en la sección 4.4, y se basa, igualmente, en la utilizada en el caso de los agregados monetarios. La sección 4.4 se basa en valores de mercado, y los cálculos se basan en operaciones financieras que excluyen las reclasificaciones, las revalorizaciones y otros cambios que no se deriven de operaciones. Las variaciones del tipo de cambio no se incluyen, pues todas las acciones cotizadas cubiertas están denominadas en euros.

DESESTACIONALIZACIÓN DE LAS ESTADÍSTICAS DE EMISIONES DE VALORES⁴

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12 ARIMA. La desestacionalización del total de valores emitidos se realiza indirectamente mediante la combinación lineal del detalle por sector y por plazo a la emisión.

Los procedimientos de desestacionalización se aplican al índice de saldos nominales. Las estimaciones resultantes de los factores estacionales se aplican posteriormente a los saldos vivos, de donde se obtienen las emisiones netas desestacionalizadas. Los factores estacionales se revisan anualmente o cuando proceda.

Al igual que en las fórmulas l) y m), la tasa de crecimiento a_t del mes t correspondiente a la variación en los seis meses que terminan en el mes t se puede calcular utilizando cualquiera de las dos fórmulas siguientes:

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

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

CUADRO 1 DE LA SECCIÓN 5.1

DESESTACIONALIZACIÓN DEL IAPC⁴

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12-ARIMA (véase nota 2 de la página S78). La desestacionalización del IAPC general de la zona del euro se realiza indirectamente agregando las series desestacionalizadas de la zona del euro correspondientes a los alimentos elaborados, los alimentos no elaborados y los bienes industriales, excluida la energía, y los servicios. Se añade la energía sin ajustar, dado que no existe eviden-

cia estadística de su carácter estacional. Los factores estacionales se revisan anualmente o cuando proceda.

CUADRO 2 DE LA SECCIÓN 7.1

DESESTACIONALIZACIÓN DE LA BALANZA POR CUENTA CORRIENTE DE LA BALANZA DE PAGOS

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12-ARIMA o TRAMO-SEATS, dependiendo de las balanzas. En los datos originales de la balanza de bienes, servicios, rentas y transferencias corrientes se realiza un ajuste previo para tener en cuenta efectos de días laborables significativos. El ajuste por días laborables en la balanza de bienes y servicios está corregido por días festivos nacionales. La desestacionalización de ambas balanzas se lleva a cabo utilizando estas series ajustadas previamente. La desestacionalización del total de la balanza por cuenta corriente se realiza agregando las series desestacionalizadas para las balanzas de bienes, servicios, rentas y transferencias corrientes. Los factores estacionales y efectos de calendario se revisan semestralmente o cuando proceda.

SECCIÓN 7.3

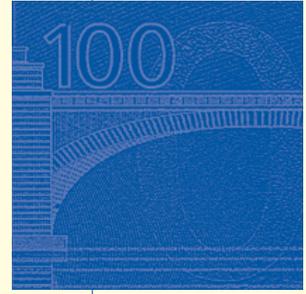
CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LAS SERIES TRIMESTRALES Y ANUALES

La tasa de crecimiento interanual para el trimestre t se calcula a partir de las transacciones (F_t) y las posiciones (L_t) trimestrales de la siguiente manera:

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

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

4 Para más información, véanse «Seasonal adjustment of monetary aggregates and HIPC for the euro area», BCE (agosto de 2000), y la dirección del BCE en Internet (www.ecb.europa.eu), sección «Statistics», apartado «Monetary and financial statistics».



NOTAS GENERALES

Las estadísticas para la zona del euro en su conjunto se incluyen en la sección «Estadísticas de la zona del euro», del Boletín Mensual. En la sección «Statistics», que figura en la dirección del BCE en Internet (www.ecb.europa.eu), pueden consultarse series de datos más largas y detalladas, así como notas explicativas. Se puede acceder fácilmente a los datos a través de la «Statistical Data Warehouse» (SDW) del BCE (<http://sdw.ecb.europa.eu>), que permite realizar búsquedas y descargas de datos. Entre los servicios disponibles en el apartado «Data services», se encuentran la posibilidad de suscribirse a distintos conjuntos de datos y un repositorio de ficheros comprimidos en formato CSV (*comma separated values*). Puede solicitarse más información a través de statistics@ecb.europa.eu.

Como norma general, la fecha de cierre de las estadísticas incluidas en el Boletín Mensual es el día anterior a la primera reunión mantenida en el mes por el Consejo de Gobierno del BCE. Para esta edición, la fecha de cierre ha sido el 3 de agosto de 2011.

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

La composición de la zona del euro ha cambiado en diversas ocasiones a lo largo de los años. Cuando el euro se introdujo en 1999, la zona del euro estaba integrada por 11 países (el Euro-11): Bélgica, Alemania, Irlanda, España, Francia, Italia, Luxemburgo, Países Bajos, Austria, Portugal y Finlandia. Grecia se incorporó en 2001, dando lugar al Euro-12; Eslovenia en 2007, conformando el Euro-13; Chipre y Malta en 2008, apareciendo el Euro-15; y Eslovaquia en 2009, constituyendo el Euro-16. Por último, Estonia se incorporó en 2011, con lo que el número de países de la zona del euro se elevó a 17.

SERIES DE LA ZONA DEL EURO CON UNA COMPOSICIÓN FIJA

Las series estadísticas agregadas correspondientes a las composiciones fijas de la zona del euro se refieren a una composición fija dada para las series temporales completas, independientemente de la composición existente en el momento al que se refieren las estadísticas. Por ejemplo, las series agregadas se calculan para el Euro-17 (es decir, agregando los datos de los 17 países que integran actualmente la zona del euro) para todos los años, a pesar de que la zona del euro solo ha tenido esa composición desde enero de 2011. Salvo indicación en contrario, en el Boletín Mensual se publican series estadísticas correspondientes a la composición actual.

SERIES DE LA ZONA DEL EURO CON UNA COMPOSICIÓN VARIABLE

Las series estadísticas agregadas con una composición variable tienen en cuenta la composición de la zona del euro en el momento al que se refieren las estadísticas. Por ejemplo, estas series estadísticas agregan los datos del Euro-11 hasta el período que finaliza el 31 de diciembre de 2000, los del Euro-12, desde 2001 hasta el final de 2006, y así sucesivamente. Con este enfoque, cada serie estadística individual incluye las distintas composiciones que ha tenido la zona del euro.

En el caso del IAPC y de los agregados monetarios y sus contrapartidas, las tasas de variación interanual se calculan a partir de índices encadenados, encadenándose las series con los países que se acaban de incorporar a la zona del euro en el dato correspondiente a diciembre. Por lo tanto, si un país se incorpora a la zona del euro en enero de un año dado, las tasas de variación interanual se refieren a la composición anterior de la zona del euro hasta diciembre del año precedente, dicho mes incluido, y, a partir de entonces, a la composición ampliada de la zona del euro. Las variaciones porcentuales se calculan a partir de un índice encadenado, que toma en consideración la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Las variaciones absolutas de los agregados

monetarios y de sus contrapartidas (operaciones) se refieren a la composición de la zona del euro en el momento al que se refieren las estadísticas.

Dado que la composición de la unidad de cuenta europea (ECU) no coincide con las antiguas monedas de los países que han adoptado la moneda única, los importes anteriores a 1999, expresados originalmente en las monedas nacionales participantes y convertidos a ECU al tipo de cambio vigente, resultan afectados por los movimientos de los tipos de cambio de las monedas de los Estados miembros de la UE que no han adoptado el euro. Para evitar este efecto en las estadísticas monetarias, los datos anteriores a 1999¹ se expresan en unidades resultantes de la conversión de las monedas nacionales a los tipos de cambio irrevocables fijados el 31 de diciembre de 1998. Salvo indicación en contrario, las estadísticas de precios y costes anteriores a 1999 se basan en datos expresados en monedas nacionales.

Cuando ha sido necesario, se han utilizado métodos de agregación y de consolidación (incluida la consolidación entre países).

Los últimos datos suelen ser provisionales y pueden ser objeto de revisión. Cabe la posibilidad de que se produzcan discrepancias entre los totales y sus componentes debido al redondeo.

El grupo de «Otros Estados miembros de la UE» comprende Bulgaria, la República Checa, Dinamarca, Letonia, Lituania, Hungría, Polonia, Rumanía, Suecia y Reino Unido.

En la mayoría de las ocasiones, la terminología utilizada en los cuadros sigue estándares internacionales, como los del Sistema Europeo de Cuentas 1995 y los del Manual de Balanza de Pagos del FMI. Las operaciones se refieren a intercambios voluntarios (medidos directamente u obtenidos a partir de otros datos), mientras que los flujos también incluyen los cambios en los saldos vivos debidos a variaciones de precios, de tipo de cambio, saneamientos y otras variaciones.

En los cuadros, «hasta (x) años» quiere decir «inferior o igual a (x) años».

PANORÁMICA GENERAL

La evolución de los principales indicadores de la zona del euro se resume en un cuadro general.

ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA

En la sección 1.4 se recogen estadísticas de reservas mínimas y de liquidez. Los períodos de mantenimiento de reservas comienzan todos los meses el día en que se liquida la operación principal de financiación (OPF) posterior a la reunión del Consejo de Gobierno en la que esté previsto efectuar la valoración de la orientación de la política monetaria y terminan el día anterior a la fecha de liquidación correspondiente del mes siguiente. Los datos anuales y trimestrales se refieren a las medias del último período de mantenimiento del año/trimestre.

En el cuadro 1 de la sección 1.4 figuran los componentes de la base de reservas de las entidades de crédito sujetas a reservas mínimas. Los pasivos frente a otras entidades de crédito sujetas al sistema de reservas mínimas del SEBC, el BCE y los bancos centrales nacionales participantes quedan excluidos de la base de reservas. Cuando una entidad de crédito no pueda justificar el importe de sus emisiones de valores distintos de acciones hasta dos años mantenidos por las instituciones mencionadas, puede deducirse un determinado porcentaje de estos pasivos de su base de reservas. El porcentaje utilizado para calcular la base de reservas fue del 10% hasta noviembre de 1999 y del 30% a partir de esa fecha.

El cuadro 2 de la sección 1.4 contiene los datos medios de períodos de mantenimiento completos. En primer lugar, el importe de las reservas obligatorias de cada entidad de crédito se calcula aplicando los coeficientes de reservas de las categorías de pasivos correspondientes a los pasivos computables, utilizando los datos del balance a fin de cada mes. Posteriormente, cada entidad de crédito deduce de esta ci-

¹ Las estadísticas monetarias de las secciones 2.1 a 2.8 para los períodos anteriores a enero de 1999 pueden consultarse en la dirección del BCE en Internet (<http://www.ecb.europa.eu/stats/services/downloads/html/index.en.html>) y en la SDW (<http://sdw.ecb.europa.eu/browse.do?node=2018811>).

fra una franquicia de 100.000 euros. Las reservas mínimas resultantes se agregan a nivel de la zona del euro (columna 1). Los saldos en cuentas corrientes (columna 2) son los saldos diarios medios agregados de las entidades de crédito, incluidos aquellos que sirven para cumplir las reservas mínimas. El exceso de reservas (columna 3) corresponde a los saldos medios en cuentas corrientes durante el período de mantenimiento que exceden las reservas obligatorias. Los incumplimientos (columna 4) son los saldos medios en cuentas corrientes durante el período de mantenimiento inferiores a las reservas obligatorias, calculados sobre la base de aquellas entidades de crédito que no han cumplido con las exigencias de reservas. El tipo de interés de las reservas mínimas (columna 5) es igual a la media, durante el período de mantenimiento, del tipo aplicado por el BCE (ponderado según el número de días naturales) a las OPF del Eurosistema (véase sección 1.3).

El cuadro 3 de la sección 1.4 muestra la liquidez del sistema bancario, que se define como los saldos en cuentas corrientes de las entidades de crédito de la zona del euro con el Eurosistema, en euros. Todos los importes se obtienen a partir del estado financiero consolidado del Eurosistema. Las otras operaciones de absorción de liquidez (columna 7) excluyen la emisión de certificados de deuda iniciada por los BCN en la segunda fase de la UEM. El saldo de otros factores (columna 10) representa las partidas restantes, en cifras netas, del estado financiero consolidado del Eurosistema. Las cuentas corrientes de entidades de crédito (columna 11) equivalen a la diferencia entre la suma de los factores de inyección de liquidez (columnas 1 a 5) y la suma de los factores de absorción de liquidez (columnas 6 a 10). La base monetaria (columna 12) se calcula como la suma de la facilidad de depósito (columna 6), los billetes en circulación (columna 8) y los saldos en cuentas corrientes de las entidades de crédito (columna 11).

DINERO, SISTEMA BANCARIO Y OTRAS INSTITUCIONES FINANCIERAS

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

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

En la sección 2.1 se presenta el balance agregado del sector de IFM, es decir, la suma de los balances armonizados de todas las IFM residentes en la zona del euro. Las IFM comprenden bancos centrales, entidades de crédito definidas según el derecho de la UE, fondos del mercado monetario y otras entidades cuyo negocio es recibir depósitos y/o sustitutos próximos de los depósitos de entidades distintas de IFM y, por cuenta propia (al menos, en términos económicos), otorgar créditos y/o realizar inversiones en valores. En la dirección del BCE en Internet se publica una lista completa de las IFM.

La sección 2.2 recoge el balance consolidado del sector IFM, obtenido de la compensación de las posiciones del balance agregado de las IFM de la zona del euro. Debido a ligeras diferencias en las prácticas de registro, la suma de posiciones de las distintas IFM no es necesariamente cero; el saldo aparece en la columna 10 del pasivo de la sección 2.2. En la sección 2.3 figuran los agregados monetarios de la zona del euro y sus contrapartidas, que se obtienen del balance consolidado de las IFM y que incluyen posiciones de no IFM residentes en la zona del euro mantenidas en IFM residentes en la zona y también algunos activos/pasivos monetarios de la Administración Central. Las series estadísticas relativas a los agregados monetarios y a las contrapartidas están ajustadas de efectos estacionales y de calendario. En la partida otros pasivos frente a no residentes de las secciones 2.1 y 2.2 figuran las tenencias en poder de no residentes en la zona del euro de: (i) participaciones emitidas por fondos del mercado monetario radicados en la zona del euro, y (ii) valores distintos de acciones hasta dos años emitidos por IFM de la zona. Sin embargo, en la sección 2.3 los agregados monetarios excluyen estas tenencias, que contribuyen a la rúbrica «activos netos frente a no residentes».

La sección 2.4 ofrece un análisis de los préstamos concedidos por IFM distintas del Eurosistema residentes en la zona del euro (es decir, el sistema bancario) por sector, finalidad y plazo inicial. En la sección 2.5 se presenta un análisis de los depósitos mantenidos en el sistema bancario de la zona del euro por sector e instrumento. En la sección 2.6 figuran los valores mantenidos por el sistema bancario de la zona del euro por tipo de emisor. En la sección 2.7 se presenta un detalle trimestral por monedas de algunas partidas del balance de las IFM.

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

A partir del 1 de enero de 1999, la información estadística se recopiló de conformidad con diversos Reglamentos del BCE sobre el balance del sector de instituciones financieras monetarias. A partir de julio de 2010 se recopila de conformidad con el Reglamento BCE/2008/32². En la tercera edición del manual «Monetary financial institutions and markets statistics sector manual – Guidance for the statistical classification of customers» (BCE, marzo de 2007), se detallan las definiciones de los sectores.

En la sección 2.8 figuran los saldos vivos y las operaciones registradas en el balance de los fondos de inversión de la zona del euro (distintos de los fondos del mercado monetario, que se incluyen en las estadísticas del balance de las IFM). Un fondo de inversión es una institución de inversión colectiva que invierte el capital obtenido del público en activos financieros o no financieros. En la dirección del BCE en Internet se publica una lista completa de los fondos de inversión de la zona del euro. El balance es agregado, de tal modo que los activos de los fondos de inversión incluyen sus participaciones en otros fondos de inversión. Las participaciones de los fondos de inversión también se detallan por política de inversión [es decir, fondos de renta fija, fondos de renta variable, fondos mixtos, fondos inmobiliarios; fondos de inversión libre (hedge fund) y otros fondos] y por tipo de fondo (es decir, fondos de inversión de capital variable y de capital fijo). En la sección 2.9 se presenta más información sobre los principales tipos de activos manteni-

dos por los fondos de inversión de la zona del euro. En esta sección se incluye el detalle geográfico de los emisores de los valores mantenidos por los fondos de inversión, desagregados por sector económico cuando son residentes en la zona del euro.

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

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

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

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

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

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

CUENTAS DE LA ZONA DEL EURO

En la sección 3.1 se presentan datos relativos a las cuentas trimestrales integradas de la zona del euro, que ofrecen información completa sobre la actividad económica de los hogares (incluidas las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares), las sociedades no financieras, las instituciones financieras y las Administraciones Públicas, y sobre la interacción entre estos sectores y la zona del euro y el resto del mundo. Los datos no desestacionalizados sobre precios corrientes corresponden al último trimestre disponible, siguiendo una secuencia simplificada de cuentas, de conformidad con el marco metodológico del Sistema Europeo de Cuentas 1995.

Expresado en forma sucinta, la secuencia de cuentas (operaciones) comprende: (1) la cuenta de explotación, que indica cómo se materializan las actividades de producción en diversas categorías de renta; (2) la cuenta de asignación de la renta primaria, que registra los ingresos y gastos relacionados con diversas formas de rentas de la propiedad (para el total de la economía, el saldo contable de la cuenta de renta primaria es la renta nacional); (3) la cuenta de distribución secundaria de la renta, que muestra cómo varía la renta nacional de un sector institucional como consecuencia de las transferencias corrientes; (4) la cuenta de utilización de la renta, que permite observar cómo se distribuye la renta disponible entre consumo y ahorro; (5) la cuenta de capital, que muestra cómo

se dedican el ahorro y las transferencias de capital netas a la adquisición de activos no financieros (el saldo contable de la cuenta de capital es la capacidad o necesidad de financiación), y (6) la cuenta financiera, que registra las adquisiciones netas de activos financieros y los pasivos netos contraídos. Como cada operación no financiera tiene su reflejo en una operación financiera, el saldo contable de la cuenta financiera también es igual, conceptualmente, a la capacidad o necesidad de financiación, calculada a partir de la cuenta de capital.

Además, se presentan los balances financieros correspondientes al inicio y al final del período, lo que permite observar la riqueza financiera de cada sector en un momento dado. Finalmente, se incluyen también otras variaciones de los activos financieros y de los pasivos (por ejemplo, las resultantes del impacto de las variaciones de los precios de los activos).

La cobertura por sectores de la cuenta financiera y de los balances financieros es más detallada en el caso de las instituciones financieras, pues presentan el detalle por IFM, otros intermediarios financieros (incluidos los auxiliares financieros) y empresas de seguros y fondos de pensiones.

En la sección 3.2 se presentan los flujos (operaciones) acumulados de cuatro trimestres de las «cuentas no financieras» de la zona del euro [es decir, las cuentas (1) a (5) descritas anteriormente], siguiendo igualmente la secuencia simplificada de cuentas.

En la sección 3.3 se muestran los flujos (operaciones y otras variaciones) acumulados de cuatro trimestres de las cuentas de renta, gasto y acumulación de los hogares, así como los saldos vivos de los balances financieros y no financieros conforme a una presentación más analítica de los datos. Las operaciones específicas de cada sector y los saldos contables se presentan de tal manera que se facilita una descripción más clara de las decisiones de los hogares en materia de financiación e inversión, respetando al mismo tiempo las identidades contables que se presentan en las secciones 3.1 y 3.2.

En la sección 3.4 se muestran los flujos (operaciones) acumulados de cuatro trimestres de las cuentas de renta y acumulación de las sociedades no financieras, así como los saldos vivos del balance financiero, conforme a una presentación más analítica de los datos.

En la sección 3.5 se presentan los flujos financieros (operaciones y otras variaciones) acumulados de cuatro trimestres y los saldos vivos de los balances financieros de las empresas de seguros y los fondos de pensiones.

MERCADOS FINANCIEROS

Las series de estadísticas relativas a los mercados financieros de la zona del euro incluyen los Estados miembros que habían adoptado el euro en la fecha a que hacen referencia (es decir, composición cambiante), salvo las de valores distintos de acciones (secciones 4.1 a 4.4), que se refieren al Euro-16 para toda la serie temporal (es decir, composición fija).

El BCE elabora las estadísticas de valores distintos de acciones y de acciones cotizadas (secciones 4.1 a 4.4) a partir de datos del SEBC y del BPI. En la sección 4.5 se presentan las estadísticas de tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos y a los préstamos denominados en euros recibidos y concedidos a sectores residentes en la zona del euro. El BCE elabora las estadísticas relativas a los tipos de interés del mercado monetario, al rendimiento de la deuda pública a largo plazo y a los índices bursátiles (secciones 4.6 a 4.8), a partir de la información distribuida a través de las pantallas de las diferentes agencias.

Las estadísticas sobre emisiones de valores incluyen (i) los valores distintos de acciones, excluidos los derivados financieros, y (ii) las acciones cotizadas. Los valores distintos de acciones se presentan en las secciones 4.1, 4.2 y 4.3, y las acciones cotizadas en la sección 4.4. Los valores distintos de acciones se clasifican en valores a corto plazo y valores a largo plazo. «A corto plazo» se refiere a valores con un plazo a la emisión infe-

rior o igual a un año (en casos excepcionales, inferior o igual a dos años). Los valores con (i) un plazo a la emisión superior a un año, (ii) fechas de amortización opcionales, siendo la última superior a un año, o (iii) fecha indefinida de amortización, se clasifican como «a largo plazo». Las emisiones de valores distintos de acciones a largo plazo por residentes en la zona del euro se clasifican a su vez en emisiones a tipo de interés fijo y a tipo de interés variable. En las emisiones a tipo de interés fijo, el cupón no varía a lo largo de la vida de la emisión. Las emisiones a tipo de interés variable comprenden todas las emisiones en las que el cupón vuelve a fijarse periódicamente con referencia a un tipo de interés o índice independiente. Los valores denominados en euros que figuran en las secciones 4.1, 4.2 y 4.3 también incluyen partidas expresadas en las denominaciones nacionales del euro.

En la sección 4.1 figuran los valores distintos de acciones, desagregados por plazo a la emisión, residencia del emisor y moneda. En esta sección se presenta el detalle de los saldos vivos, las emisiones brutas y las emisiones netas de los valores distintos de acciones por (i) emisiones denominadas en euros y en todas las monedas; (ii) emisiones de residentes en la zona del euro y total de emisiones, y (iii) total de valores distintos de acciones y valores distintos de acciones a largo plazo. Las emisiones netas difieren de las variaciones del saldo en circulación debido a cambios de valoración, reclasificaciones y otros ajustes. En esta sección se presentan también estadísticas desestacionalizadas, que incluyen las tasas de crecimiento de seis meses anualizadas y desestacionalizadas para el total de valores distintos de acciones y para los valores distintos de acciones a largo plazo. Los datos desestacionalizados se obtienen a partir del índice de saldos nominales, del que se han eliminado los efectos estacionales. Para más información, véanse las Notas Técnicas.

En la sección 4.2 figura un detalle por sectores de los saldos vivos, de las emisiones brutas y de las emisiones netas de los residentes en la zona del euro que es conforme con el SEC 95. El BCE está incluido en el Eurosistema.

Los saldos vivos totales del total de valores distintos de acciones y de valores distintos de acciones a largo plazo que figuran en la columna 1 del cuadro 1 de la sección 4.2 se corresponden con los datos de saldos del total de valores distintos de acciones y de valores distintos de acciones a largo plazo emitidos por los residentes en la zona del euro que se recogen en la columna 7 de la sección 4.1. Los saldos vivos del total de valores distintos de acciones y de valores distintos de acciones a largo plazo emitidos por las IFM que se presentan en la columna 2 del cuadro 1 de la sección 4.2 son prácticamente comparables con los datos de valores distintos de acciones que aparecen en el pasivo del balance agregado de las IFM, columna 8 del cuadro 2 de la sección 2.1. Las emisiones netas totales del total de valores distintos de acciones que figuran en la columna 1 del cuadro 2 de la sección 4.2 se corresponden con los datos del total de emisiones netas realizadas por residentes en la zona del euro que se recogen en la columna 9 de la sección 4.1. La diferencia residual entre los valores distintos de acciones a largo plazo y el total de valores distintos de acciones a largo plazo emitidos a tipo de interés fijo y a tipo de interés variable que figuran en el cuadro 1 de la sección 4.2 se debe a los bonos de cupón cero y a los efectos de revalorización.

En la sección 4.3 se presentan las tasas de crecimiento, desestacionalizadas y sin desestacionalizar, de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro (detallados por plazo a la emisión, tipo de instrumento, sector emisor y moneda), basadas en las operaciones financieras que se producen cuando una unidad institucional contrae o cancela pasivos. Por lo tanto, las tasas de crecimiento excluyen las reclasificaciones, las revalorizaciones, las variaciones de tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones. Las tasas de crecimiento desestacionalizadas se han anualizado por motivos de presentación. Para más información, véanse las Notas Técnicas.

En las columnas 1, 4, 6 y 8 del cuadro 1 de la sección 4.4 se recogen los saldos vivos de las acciones cotizadas emitidas por los residentes en la

zona del euro por sector emisor. Los datos mensuales de las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras se corresponden con las series trimestrales que aparecen en la sección 3.4 (balance financiero, acciones cotizadas).

En las columnas 3, 5, 7 y 9 del cuadro 1 de la sección 4.4 figuran las tasas de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro (por sector emisor), basadas en las operaciones financieras que se producen cuando un emisor emite acciones o las amortiza por efectivo, excluidas las inversiones en acciones propias. El cálculo de las tasas de crecimiento interanual excluye las reclasificaciones, las revalorizaciones y otros cambios que no se deriven de operaciones.

En la sección 4.5 se presentan las estadísticas de todos los tipos de interés que las IFM residentes en la zona del euro aplican a los depósitos y a los préstamos denominados en euros frente a hogares y sociedades no financieras residentes en la zona. Los tipos de interés aplicados por las IFM de la zona del euro para cada categoría se calculan como media ponderada (por volumen de operaciones correspondiente) de los tipos de interés aplicados en los países de la zona del euro.

Las estadísticas de tipos de interés de las IFM aparecen detalladas por tipo de operación, sector, instrumento y vencimiento, período de preaviso o período inicial de fijación del tipo de interés. Estas estadísticas de tipos de interés sustituyeron a las diez series estadísticas provisionales relativas a los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito de la zona del euro a su clientela, que se publicaban en el Boletín Mensual desde enero de 1999.

La sección 4.6 presenta los tipos de interés del mercado monetario en la zona del euro, Estados Unidos y Japón. En el caso de la zona del euro se incluye una amplia gama de tipos de interés del mercado monetario, que abarca desde tipos de interés aplicados a los depósitos a un día, hasta los aplicados a los depósitos a doce meses. Con anterioridad a enero de 1999, los tipos de interés sintéticos de la zona del euro se calculaban a partir de

los tipos de interés nacionales ponderados por el PIB. Salvo en el caso del tipo de interés a un día antes de enero de 1999, los valores mensuales, trimestrales y anuales son medias del período. Los depósitos a un día están representados por los tipos de oferta de los depósitos interbancarios a fin de período hasta diciembre de 1998 y, posteriormente, por medias del período del índice medio del tipo de interés del euro a un día (EONIA). Desde enero de 1999, los tipos de interés aplicados a los depósitos a uno, tres, seis y doce meses en la zona del euro son tipos de interés de oferta en el mercado interbancario del euro (EURIBOR); hasta esa fecha se aplicaban los tipos de interés de oferta en el mercado interbancario de Londres (LIBOR). En el caso de Estados Unidos y Japón, los tipos de interés de los depósitos a tres meses están representados por el LIBOR.

En la sección 4.7 se presentan los tipos de interés a fin de período estimados a partir de las curvas de tipos nominales al contado basadas en la deuda pública denominada en euros, con calificación AAA, emitida por las Administraciones Centrales de la zona del euro. Las curvas se han estimado utilizando el modelo de Svensson⁵. Se incluyen también los diferenciales entre los tipos de los bonos con vencimiento a diez años y los de los bonos con vencimiento a tres meses y a dos años. En la dirección <http://www.ecb.europa.eu/stats/money/yc/html/index.en.html> pueden consultarse otras curvas de tipos (publicación diaria, incluidos gráficos y cuadros) y la información metodológica correspondiente. También pueden descargarse datos diarios.

En la sección 4.8 figuran los índices bursátiles de la zona del euro, Estados Unidos y Japón.

PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

La mayoría de los datos presentados en esta sección son elaborados por la Comisión Europea (principalmente, Eurostat) y las autoridades estadísticas nacionales. Los resultados de la zona del euro se obtienen por agregación de los datos de los distintos países. En la medida de lo posible, los datos se han

armonizado y son comparables. Las estadísticas relativas a los índices de costes laborales, al PIB y a los componentes del gasto, al valor añadido por ramas de actividad, a la producción industrial, a las ventas del comercio al por menor, a las matriculaciones de automóviles y al empleo en términos de horas trabajadas están ajustadas por días laborables.

El Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) de la zona del euro (cuadro 1 de la sección 5.1), disponible a partir de 1995, se basa en los IAPC nacionales, que siguen la misma metodología en todos los países de la zona del euro. El detalle por componentes de bienes y servicios se obtiene de la Clasificación del Consumo Individual por Finalidad (COICOP/IAPC). El IAPC abarca el gasto monetario en consumo final de los hogares en el territorio económico de la zona del euro. El cuadro incluye los datos desestacionalizados del IAPC y estimaciones experimentales de los precios administrados basadas en el IAPC, elaboradas por el BCE.

Los datos relativos a los precios industriales (cuadro 2 de la sección 5.1), la producción industrial, los nuevos pedidos, la cifra de negocios y las ventas del comercio al por menor (sección 5.2) siguen el Reglamento (CE) n° 1165/98 del Consejo, de 19 de mayo de 1998, sobre las estadísticas coyunturales⁶. Desde enero de 2009, se ha aplicado en la elaboración de las estadísticas coyunturales la nomenclatura de actividades económicas revisada (NACE Revisión 2) incluida en el Reglamento (CE) n° 1893/2006, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de diciembre de 2006, por el que se establece la nomenclatura estadística de actividades económicas NACE Revisión 2, y por el que se modifican el Reglamento del Consejo (CEE) n° 3037/90 y determinados Reglamentos de la CE sobre aspectos estadísticos específicos⁷. El detalle por destino final de los productos en el caso de los precios industriales y de la producción industrial corresponde a la subdivisión armonizada de la in-

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

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

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

dustria, excluida la construcción (NACE Revisión 2, secciones B a E), en grandes sectores industriales definida en el Reglamento (CE) nº 656/2007 de la Comisión, de 14 de junio de 2007⁸. Los precios industriales reflejan los precios de venta en fábrica. Incluyen los impuestos indirectos, excepto el IVA y otros impuestos deducibles. La producción industrial refleja el valor añadido del sector de que se trate.

Los dos índices de precios de las materias primas no energéticas mostrados en el cuadro 3 de la sección 5.1 se elaboran incluyendo la misma cesta de materias primas, pero con dos sistemas de ponderación distintos: uno se basa en las respectivas importaciones de materias primas de la zona del euro (columnas 2 a 4), y el otro (columnas 5 a 7) se basa en la demanda interna estimada, o destino, de la zona del euro, tomando en consideración información sobre las importaciones, las exportaciones y la producción interna de cada materia prima (prescindiendo, por simplicidad, de las existencias, que se supone que son relativamente estables a lo largo del período observado). El índice de precios de las materias primas ponderado por las importaciones es adecuado para analizar el entorno exterior, mientras que el índice ponderado por el destino es apropiado para el fin específico de analizar las presiones de los precios internacionales de las materias primas sobre la inflación de la zona del euro. Los índices de precios de las materias primas ponderados por el destino son datos experimentales. Para más información sobre la compilación de los índices de precios de las materias primas elaborados por el BCE, véase el recuadro 1 del Boletín Mensual de diciembre de 2008.

Los índices de costes laborales (cuadro 5 de la sección 5.1) miden las variaciones de los costes laborales por hora trabajada en la industria (incluida la construcción) y en los servicios de mercado. La metodología está establecida en el Reglamento (CE) nº 450/2003 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de febrero de 2003, sobre el índice de costes laborales⁹, y en el Reglamento de aplicación (CE) nº 1216/2003 de la Comisión, de 7 de julio de 2003¹⁰. Se dispone del detalle de los índices de costes laborales de la zona del euro por componentes (sueldos y

salarios, cotizaciones sociales a cargo de la empresa, más los impuestos relacionados con el empleo pagados por el empresario, menos las subvenciones recibidas por éste) y por ramas de actividad. El BCE calcula el indicador de salarios negociados (pro memoria del cuadro 3 de la sección 5.1) a partir de datos nacionales no armonizados.

Los componentes de los costes laborales unitarios (cuadro 4 de la sección 5.1), el PIB y sus componentes (cuadros 1 y 2 de la sección 5.2), los deflatores del PIB (cuadro 3 de la sección 5.1) y las estadísticas de empleo (cuadros 1, 2 y 3 de la sección 5.3) se basan en las cuentas nacionales trimestrales SEC 95.

Los nuevos pedidos (cuadro 4 de la sección 5.2) recogen los pedidos recibidos durante el período de referencia en las ramas de actividad que basan su producción principalmente en pedidos, en especial las industrias textil, de pasta de papel y papel, química, de fabricación de productos metálicos, de bienes de equipo y de bienes de consumo duradero. Los datos se calculan a precios corrientes.

Los índices de cifra de negocios en la industria y en el comercio al por menor (cuadro 4 de la sección 5.2) miden la cifra de negocios, incluidos todos los gravámenes e impuestos (a excepción del IVA) del período de referencia. La cifra de negocios del comercio al por menor incluye todo el comercio al por menor (salvo las ventas de automóviles y motocicletas), excepto el combustible para vehículos de motor. Las matriculaciones de automóviles abarcan las matriculaciones de automóviles, tanto privados como de uso comercial.

Los datos cualitativos de las encuestas de opinión (cuadro 5 de la sección 5.2) se basan en las encuestas de la Comisión Europea realizadas a empresas y consumidores.

Las tasas de desempleo (cuadro 4 de la sección 5.3), que se adecuan a las pautas de la Organización Internacional del Trabajo, se refieren a personas que buscan empleo activamente en porcentaje de la

8 DO L 155, de 15.6.2007, p. 3

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

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

población activa y utilizan criterios y definiciones armonizados. Las estimaciones de población activa en las que se basa la tasa de desempleo son distintas de la suma de las cifras de parados y ocupados que figuran en la sección 5.3.

FINANZAS PÚBLICAS

Las secciones 6.1 a 6.5 muestran la situación de las finanzas públicas de la zona del euro. Los datos son, en su mayor parte, consolidados y se basan en la metodología del SEC 95. Los agregados anuales de la zona del euro que figuran en las secciones 6.1 a 6.3 son datos obtenidos por el BCE a partir de los datos armonizados facilitados por los BCN, que se actualizan regularmente. Por tanto, los datos relativos al déficit y a la deuda de los países de la zona del euro pueden diferir de los utilizados por la Comisión Europea en el procedimiento de déficit excesivo. Los agregados trimestrales de la zona del euro que aparecen en las secciones 6.4 y 6.5 son datos obtenidos por el BCE a partir de datos nacionales y de Eurostat.

En la sección 6.1 se presentan los datos anuales sobre los recursos y los empleos de las Administraciones Públicas, basados en las definiciones establecidas en el Reglamento (CE) n° 1500/2000 de la Comisión, de 10 de julio de 2000¹¹, que modifica el SEC 95. En la sección 6.2 se ofrecen detalles de la deuda bruta consolidada de las Administraciones Públicas en valor nominal que se ajustan a las disposiciones del Tratado relativas al procedimiento de déficit excesivo. Las secciones 6.1 y 6.2 incluyen un resumen de datos correspondiente a cada uno de los países de la zona del euro, debido a su importancia en el marco del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Los déficits y los superávits de cada país de la zona del euro se corresponden con el código B.9, tal y como se define en el Reglamento (CE) n° 479/2009 del Consejo, por lo que respecta a las referencias al SEC 95. La sección 6.3 presenta las variaciones de la deuda de las Administraciones Públicas. La diferencia entre las variaciones de la deuda y el déficit —el ajuste entre déficit y deuda— se explica, fundamentalmente, por las operaciones de las Administraciones Públicas con acti-

vos financieros y por los efectos de tipo de cambio. En la sección 6.4 se presentan los datos trimestrales sobre los recursos y los empleos de las Administraciones Públicas, basados en las definiciones establecidas en el Reglamento (CE) n° 1221/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 10 de junio de 2002, sobre cuentas no financieras trimestrales de las Administraciones Públicas¹². En la sección 6.5 se presentan datos trimestrales sobre la deuda pública bruta consolidada, el ajuste entre déficit y deuda y la necesidad de financiación del Estado. Estas cifras se han recopilado a partir de datos facilitados por los Estados miembros, de conformidad con el Reglamento (CE) n° 501/2004 y el Reglamento (CE) n° 1222/2004, y de datos proporcionados por los BCN.

TRANSACCIONES Y POSICIONES FRENTE AL EXTERIOR

Los conceptos y definiciones utilizados en las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional (PII) (secciones 7.1 a 7.4) se ajustan, en general, a lo establecido en la quinta edición del Manual de Balanza de Pagos del FMI (octubre de 1993), así como a la Orientación del BCE de 16 de julio de 2004 sobre las exigencias de información estadística del BCE (BCE/2004/15)¹³, modificada por la Orientación del BCE de 31 de mayo de 2007 (BCE/2007/3)¹⁴. En la publicación del BCE titulada «European Union balance of payments/international investment position statistical methods» (mayo de 2007), y en los informes de los grupos de trabajo sobre sistemas de recopilación de inversiones de cartera (junio de 2002), renta de inversiones de cartera (agosto de 2003) e inversión exterior directa (marzo de 2004), que pueden descargarse del sitio web del BCE, se encuentra información adicional sobre las metodologías y los recursos utilizados en las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional de la zona del euro. Por otra parte, en el sitio web del Comité de Estadísticas Monetarias, Financieras y de Balanza

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

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

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

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

de Pagos (www.cmfb.org) se puede consultar un informe del grupo de trabajo del BCE y la Comisión Europea (Eurostat) sobre la calidad de las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional (junio de 2004). En la dirección del BCE en Internet puede consultarse el informe anual sobre la calidad de las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional de la zona del euro, elaborado de conformidad con las recomendaciones del grupo de trabajo y con los principios básicos del «ECB Statistics Quality Framework», publicado en abril de 2008.

Los cuadros de las secciones 7.1 y 7.4 siguen las convenciones de signos del Manual de Balanza de Pagos del FMI, es decir, los superávits de la balanza por cuenta corriente y por cuenta de capital se presentan con un signo positivo, mientras que, en la cuenta financiera, el signo positivo indica un incremento de los pasivos o una disminución de los activos. En los cuadros de la sección 7.2, los ingresos y los pagos se presentan con un signo positivo. Además, a partir del Boletín Mensual de febrero de 2008, los cuadros de la sección 7.3 se han reestructurado con el fin de presentar conjuntamente datos de balanza de pagos, de posición de inversión internacional y de las tasas de crecimiento relacionadas; en los nuevos cuadros, las operaciones de activos y pasivos que corresponden a incrementos en las posiciones figuran con un signo positivo.

La balanza de pagos de la zona del euro es elaborada por el BCE. Los datos mensuales más recientes deben considerarse provisionales. Estos datos se revisan al llevar a cabo la actualización para el mes siguiente y al publicarse los datos trimestrales detallados de la balanza de pagos. Los datos anteriores se revisan periódicamente o al producirse cambios metodológicos en la compilación de los datos originales.

En el cuadro 1 de la sección 7.2 se presentan también datos desestacionalizados de la balanza por cuenta corriente. Cuando procede, los datos también se ajustan por días laborables, años bisiestos y Semana Santa. El cuadro 3 de la sección 7.2 y el cuadro 9 de la sección 7.3 presentan una desagregación de la balanza de pagos y de la posición de

inversión internacional de la zona del euro frente a los principales socios comerciales, individualmente o por grupos, distinguiendo entre Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y países o áreas fuera de la Unión Europea. La citada desagregación muestra también las transacciones y las posiciones frente a instituciones de la UE (que, salvo el BCE, se consideran no residentes en la zona a efectos estadísticos, con independencia de dónde estén ubicados) y, en ciertos casos, también frente a centros financieros extraterritoriales y a organizaciones internacionales. La desagregación no incluye las transacciones ni las posiciones de pasivos de inversiones de cartera, derivados financieros o reservas internacionales. Además, no se proporcionan datos por separado sobre las rentas de la inversión pendientes de pago a Brasil, China continental, India o Rusia. El detalle geográfico se describe en el artículo titulado «Balanza de pagos y posición de inversión internacional de la zona del euro frente a las principales contrapartes», publicado en el Boletín Mensual de febrero de 2005.

Los datos de la balanza por cuenta financiera y de la PII de la zona del euro que aparecen en la sección 7.3 se elaboran en función de las transacciones y las posiciones frente a no residentes en la zona del euro, considerando la zona del euro como una entidad económica única (véanse también el recuadro 9 del Boletín Mensual de diciembre de 2002, el recuadro 5 del Boletín Mensual de enero de 2007, y el recuadro 6 del Boletín Mensual de enero de 2008). La PII se valora a precios corrientes de mercado, con la excepción de la inversión directa, en la que se utiliza el valor contable para las acciones no cotizadas y otras inversiones (como, por ejemplo, préstamos y depósitos). Los datos trimestrales sobre la posición de inversión internacional se compilan utilizando el mismo enfoque metodológico que en los datos anuales. Dado que algunos datos no están disponibles con periodicidad trimestral (o lo están con retraso), la PII trimestral se estima parcialmente a partir de las transacciones financieras, de los precios de los activos y de la evolución del tipo de cambio.

El cuadro 1 de la sección 7.3 resume la PII y las transacciones financieras de la balanza de pagos

de la zona del euro. El detalle de las variaciones de la PII anual se obtiene aplicando un modelo estadístico a las modificaciones de la posición de inversión internacional no atribuibles a transacciones en el que se utiliza información procedente de la desagregación geográfica y la composición por monedas de los activos y pasivos, así como de los índices de precios de diferentes activos financieros. Las columnas 5 y 6 de ese cuadro se refieren a la inversión directa por residentes en el extranjero y a la inversión directa por parte de no residentes en la zona del euro.

En el cuadro 5 de la sección 7.3, el detalle de «préstamos» y «efectivo y depósitos» se basa en el sector de entidades de contrapartida no residentes, es decir, los activos frente a entidades de crédito no residentes se clasifican como depósitos, mientras que los activos frente a otros sectores no residentes se clasifican como préstamos. Este detalle mantiene la distinción efectuada en otras estadísticas, como las del balance consolidado de las IFM, y es acorde con el Manual de Balanza de Pagos del FMI.

En el cuadro 7 de la sección 7.3 se recogen los saldos vivos de las reservas internacionales del Eurosistema y de otros activos y pasivos relacionados con los anteriores. Estos datos no son totalmente comparables con los del estado financiero semanal del Eurosistema, debido a diferencias de cobertura y de valoración. Los datos que figuran en el cuadro 7 siguen las recomendaciones de la presentación de las reservas internacionales y la liquidez en moneda extranjera. Por definición, los activos incluidos en las reservas internacionales del Euro-sistema tienen en cuenta la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Antes de que los países se incorporen a la zona del euro, los activos de sus bancos centrales nacionales se incluyen en las inversiones de cartera (en el caso de los valores) o de otras inversiones (en el caso de otros activos). Las variaciones en las tenencias de oro del Eurosistema (columna 3) se deben a operaciones en oro efectuadas en los términos del Acuerdo sobre el Oro de los Bancos Centrales, de 26 de septiembre de 1999, actualizado el 27 de septiembre de

2009. En la dirección del BCE en Internet puede consultarse y descargarse una publicación titulada «Statistical treatment of the Eurosystem's international reserves» (octubre de 2000), con más información sobre el tratamiento estadístico de las reservas internacionales del Eurosistema. En esta dirección también figuran datos más exhaustivos, acordes con la presentación de las reservas internacionales y la liquidez en moneda extranjera.

Las estadísticas relativas a la deuda externa bruta de la zona del euro que figuran en el cuadro 8 de la sección 7.3 representan los pasivos en circulación (excluidos los pasivos contingentes) frente a residentes en la zona del euro que exigen el pago del principal o de los intereses por parte del deudor en algún momento o momentos futuros. En el cuadro 8 se presenta la deuda externa bruta desagregada por instrumentos y por sectores institucionales.

En la sección 7.4 figura una presentación monetaria de la balanza de pagos de la zona del euro, en la que se muestran las operaciones de las instituciones distintas de IFM como contrapartida de las operaciones exteriores netas de las IFM. En las operaciones de las instituciones distintas de IFM se incluyen las transacciones de balanza de pagos para las que no se dispone de detalle por sectores, es decir, las cuentas corriente y de capital (columna 2) y los derivados financieros (columna 1). En la sección «Statistics» de la dirección del BCE en Internet puede consultarse una nota metodológica actualizada sobre la presentación monetaria de la balanza de pagos de la zona del euro. Véase también el recuadro 1 del Boletín Mensual de junio de 2003.

En la sección 7.5 se recogen datos sobre el comercio exterior de bienes de la zona del euro, cuya fuente es Eurostat. Los índices de comercio en términos nominales y en términos reales están desestacionalizados y ajustados por días laborables. El detalle por grupos de productos que figura en las columnas 4 a 6 y 9 a 11 del cuadro 1 de la sección 7.5 sigue la Clasificación por destino económico de los bienes y se corresponde con las

categorías básicas de bienes del Sistema de Cuentas Nacionales. Las manufacturas (columnas 7 y 12) y el petróleo (columna 13) se detallan conforme a las definiciones de la CUCI Rev. 4. El detalle por área geográfica (cuadro 3 de la sección 7.5) presenta los principales socios comerciales, individualmente o por grupos regionales. Los datos de China no incluyen Hong Kong. Al existir diferencias en las definiciones, clasificaciones, cobertura y momento de registro, los datos de comercio exterior, en particular las importaciones, no son totalmente comparables con la rúbrica de bienes de las estadísticas de balanza de pagos (secciones 7.1 y 7.2). Parte de la diferencia tiene su origen en que los seguros y los fletes están incluidos en la rúbrica de importaciones de bienes de los datos de comercio exterior.

Los precios industriales de importación y de exportación (o precios de producción en el mercado no interior) que figuran en el cuadro 2 de la sección 7.5 fueron introducidos por el Reglamento (CE) n° 1158/2005 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 6 de julio de 2005, por el que se modifica el Reglamento (CE) n° 1165/98 del Consejo, que es la principal base legal para las estadísticas coyunturales. El índice de precios industriales de importación incluye los productos industriales importados de países de fuera de la zona del euro tal como se definen en las secciones B a E de la Clasificación estadística de productos por actividades en la Comunidad Económica Europea (CPA) y todos los sectores institucionales importadores, salvo los hogares, los Gobiernos y las instituciones sin fines de lucro. Este índice refleja el precio CIF (coste, seguro y fletes), excluidos los impuestos a las importaciones, y se refiere a las operaciones reales en euros registradas en el punto donde se transfiere la propiedad de los bienes. Los precios industriales de exportación incluyen todos los productos industriales exportados directamente por los productores de la zona del euro a mercados de fuera de la zona, en el ámbito de las secciones B a E de la NACE, Revisión 2. No están incluidas las exportaciones de los mayoristas ni las reexportaciones. Los índices reflejan el precio FOB (franco a bordo) expresado en euros y calculado en las fronteras de la zona del

euro, e incluyen todos los impuestos indirectos, salvo el IVA, y otros impuestos deducibles. Se dispone de los precios industriales de importación y de exportación por grandes sectores industriales, según se definen en el Reglamento (CE) n° 656/2007 de la Comisión, de 14 de junio de 2007. Para más información, véase el recuadro 11 del Boletín Mensual de diciembre de 2008.

TIPOS DE CAMBIO

En la sección 8.1 se presentan los índices de tipos de cambio efectivos nominales y reales del euro, calculados por el BCE sobre la base de las medias ponderadas de los tipos de cambio bilaterales del euro frente a las monedas de algunos socios comerciales de la zona del euro. Una variación positiva indica una apreciación del euro. Las ponderaciones se basan en el comercio de manufacturas con los socios comerciales de la zona correspondiente a los años 1995-1997, 1998-2000, 2001-2003 y 2004-2006, y captan los efectos de terceros mercados. Los índices de tipos de cambio efectivos se obtienen encadenando los indicadores basados en cada uno de esos cuatro conjuntos de ponderaciones al final de cada período de tres años. El período base del TCE resultante es el primer trimestre de 1999. El grupo de socios comerciales TCE-20 está integrado por los 10 Estados miembros de la UE que no pertenecen a la zona del euro, más Australia, Canadá, China, Corea del Sur, Estados Unidos, Hong Kong, Japón, Noruega, Singapur y Suiza. El grupo TCE-40 incluye, además de los del TCE-20, los siguientes países: Argelia, Argentina, Brasil, Chile, Croacia, Filipinas, India, Indonesia, Islandia, Israel, Malasia, Marruecos, México, Nueva Zelanda, Rusia, Sudáfrica, Tailandia, Taiwán, Turquía y Venezuela. Los tipos de cambio efectivos reales se calculan utilizando los índices de precios de consumo, los índices de precios industriales, los deflatores del producto interior bruto, los costes laborales unitarios de las manufacturas y los costes laborales unitarios del total de la economía.

Para más información sobre el cálculo de los tipos de cambio efectivos, véanse la nota metodológica

pertinente y el Occasional Paper n.º 2 del BCE («The effective exchange rate of the euro»), de Luca Buldorini, Stelios Makrydakis y Christian Thimann (febrero de 2002), que puede descargarse de la dirección del BCE en Internet.

Los tipos de cambio bilaterales que figuran en la sección 8.2 son medias mensuales de los publicados diariamente como tipos de referencia para estas monedas.

EVOLUCIÓN FUERA DE LA ZONA DEL EURO

Las estadísticas correspondientes a otros Estados miembros de la UE (sección 9.1) se basan en los mismos principios que los datos relativos a la zona del euro. Como resultado, los datos sobre las cuentas corriente y de capital y sobre la deuda externa bruta incluyen los fondos de titulización. Los datos de Estados Unidos y Japón que figuran en la sección 9.2 se obtienen de fuentes nacionales.

ANEXOS

CRONOLOGÍA DE MEDIDAS DE POLÍTICA MONETARIA DEL EUROSISTEMA¹



15 DE ENERO DE 2009

El Consejo de Gobierno del BCE decide reducir el tipo de interés aplicable a las operaciones principales de financiación en 50 puntos básicos, hasta situarlo en el 2 %, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 21 de enero de 2009. Asimismo, decide que los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se sitúen en el 3 % y el 1 %, respectivamente, con efectos a partir del 21 de enero del 2009, de conformidad con la decisión adoptada el 18 de diciembre de 2008.

5 DE FEBRERO DE 2009

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2 %, 3 % y 1 %, respectivamente.

5 DE MARZO DE 2009

El Consejo de Gobierno del BCE decide reducir el tipo de interés aplicable a las operaciones principales de financiación en 50 puntos básicos, hasta situarlo en el 1,5 %, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 11 de marzo de 2009. Asimismo, decide que los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se sitúen en el 2,5 % y el 0,5 %, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 11 de marzo de 2009.

Además, el Consejo de Gobierno decide mantener el procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena para todas las operaciones principales de financiación, las operaciones de financiación a plazo especial y las operaciones de financiación a plazo más largo ordinarias y complementarias durante el tiempo que sea necesario, y, en cualquier caso, hasta después del final de 2009. Asimismo, el Consejo de Gobierno decide mantener el actual perfil de frecuencia y de vencimiento de las operaciones de financiación a plazo más largo complementarias

y de las operaciones de financiación a plazo especial durante el tiempo que sea necesario, y, en cualquier caso, hasta después de final de 2009.

2 DE ABRIL DE 2009

El Consejo de Gobierno del BCE decide reducir el tipo de interés aplicable a las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 1,25 %, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 8 de abril de 2009. Asimismo, decide que los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se sitúen en el 2,25 % y el 0,25 %, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 8 de abril de 2009.

7 DE MAYO DE 2009

El Consejo de Gobierno del BCE decide reducir el tipo de interés aplicable a las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 1 %, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 13 de mayo de 2009. Asimismo, decide reducir el tipo de interés de la facilidad marginal de crédito en 50 puntos básicos, hasta el 1,75 %, con efectos a partir del 13 de mayo de 2009, y que el tipo de interés de la facilidad de depósito se mantenga sin cambios en el 0,25 %. Además, el Consejo de Gobierno del BCE decide seguir con su política de apoyo al crédito y acuerda, en particular, que el Eurosistema realizará operaciones de financiación a plazo más largo con vencimiento a un año aplicando un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena. Asimismo, decide, en principio, que el Eurosistema adquirirá instrumentos de renta fija tipo *Pfandbrief* denominados en euros y emitidos en la zona del euro.

4 DE JUNIO DE 2009

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

¹ La cronología de las medidas de política monetaria adoptadas por el Eurosistema entre 1999 y 2008 puede consultarse en el Informe Anual del BCE de los respectivos años.

ciación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1 %, 1,75 % y 0,25 %, respectivamente. Asimismo, el Consejo de Gobierno del BCE decide sobre detalles técnicos relacionados con la compra de instrumentos de renta fija tipo *Pfandbrief* denominados en euros y emitidos en la zona del euro acordada el 7 de mayo de 2009.

2 DE JULIO, 6 DE AGOSTO, 3 DE SEPTIEMBRE, 8 DE OCTUBRE Y 5 DE NOVIEMBRE DE 2009

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1 %, 1,75 % y 0,25 %, respectivamente.

3 DE DICIEMBRE DE 2009

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1 %, 1,75 % y 0,25 %, respectivamente. También acuerda los detalles relativos a los procedimientos y las modalidades de subasta que se han de aplicar en sus operaciones de financiación hasta el 13 de abril de 2010.

14 DE ENERO Y 4 DE FEBRERO DE 2010

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1 %, 1,75 % y 0,25 %, respectivamente.

4 DE MARZO DE 2010

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

financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1 %, 1,75 % y 0,25 %, respectivamente. También acuerda los detalles relativos a los procedimientos y las modalidades de subasta que se han de aplicar en sus operaciones de financiación hasta el 12 de octubre de 2010, que incluye la vuelta a los procedimientos de subasta a tipo de interés variable en las operaciones de financiación a plazo más largo a tres meses a partir de la operación que se adjudicará el 28 de abril de 2010.

8 DE ABRIL Y 6 DE MAYO DE 2010

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1 %, 1,75 % y 0,25 %, respectivamente.

10 DE MAYO DE 2010

El Consejo de Gobierno del BCE adopta varias medidas para hacer frente a las tensiones existentes en los mercados financieros. En particular, lleva a cabo intervenciones en los mercados de renta fija pública y privada de la zona del euro (Programa para los Mercados de Valores) y adopta un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena en las operaciones regulares de financiación a plazo más largo a tres meses que se lleven a cabo en mayo y junio de 2010.

10 DE JUNIO DE 2010

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1 %, 1,75 % y 0,25 %, respectivamente. Además, decide adoptar un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena en las operaciones regulares de financiación regulares a plazo más largo a tres meses que se adjudicarán en el tercer trimestre de 2010.

8 DE JULIO Y 5 DE AGOSTO DE 2010

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1 %, 1,75 % y 0,25 %, respectivamente.

2 DE SEPTIEMBRE DE 2010

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1 %, 1,75 % y 0,25 %, respectivamente. También acuerda los detalles relativos a los procedimientos y las modalidades de subasta que se han de aplicar en sus operaciones de financiación hasta el 11 de enero de 2011, sobre todo la adopción de un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena en las operaciones de financiación a plazo más largo a tres meses.

7 DE OCTUBRE Y 4 DE NOVIEMBRE DE 2010

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1 %, 1,75 % y 0,25 %, respectivamente.

2 DE DICIEMBRE DE 2010

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1 %, 1,75 % y 0,25 %, respectivamente. Asimismo acuerda los detalles relativos a las modalidades y los procedimientos de subasta que se aplicarán en sus operaciones de financiación hasta el 12 de abril de 2011, que seguirán ejecutándose mediante subastas a tipo de interés fijo con adjudicación plena.

13 DE ENERO Y 3 DE FEBRERO DE 2011

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1 %, 1,75 % y 0,25 %, respectivamente.

3 DE MARZO DE 2011

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1 %, 1,75 % y 0,25 %, respectivamente. También acuerda los detalles relativos a los procedimientos y las modalidades de subasta que se han de aplicar en sus operaciones de financiación hasta el 12 de julio de 2011, en concreto, continuar aplicando procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena.

7 DE ABRIL DE 2011

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

5 DE MAYO DE 2011

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1,25 %, 2 % y 0,50 %, respectivamente.



9 DE JUNIO DE 2011

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1,25 %, 2 % y 0,50 %, respectivamente. También acuerda los detalles relativos a los procedimientos y a las modalidades de subasta que se aplicarán en sus operaciones de financiación hasta el 11 de octubre de 2011; en concreto, se continuarán aplicando procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena.

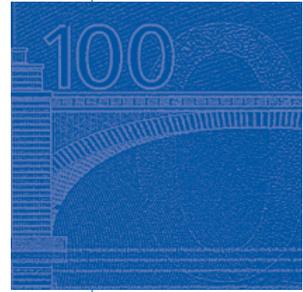
7 DE JULIO DE 2011

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

0,75 %, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 13 de julio de 2011.

4 DE AGOSTO DE 2011

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1,50 %, 2,25 % y 0,75 %, respectivamente. También ha decidido adoptar varias medidas para hacer frente a las nuevas tensiones en algunos mercados financieros. Concretamente, ha decidido que el Eurosistema lleve a cabo una operación de financiación a plazo más largo complementaria con vencimiento de aproximadamente seis meses aplicando un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena. También ha adoptado una decisión sobre los detalles relativos a los procedimientos y a las modalidades de subasta que se aplicarán en sus operaciones de financiación hasta el 17 de enero de 2012, en particular, continuar con los procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena.



PUBLICACIONES DEL BANCO CENTRAL EUROPEO

El BCE publica distintos documentos que proporcionan información sobre sus principales actividades: política monetaria, estadísticas, sistemas de pago y de liquidación de valores, estabilidad y supervisión financieras, cooperación internacional y europea y asuntos jurídicos.

PUBLICACIONES ESTATUTARIAS

- Informe Anual
- Informe de Convergencia
- Boletín Mensual

DOCUMENTOS DE INVESTIGACIÓN

- Legal Working Paper Series
- Occasional Paper Series
- Research Bulletin
- Working Paper Series

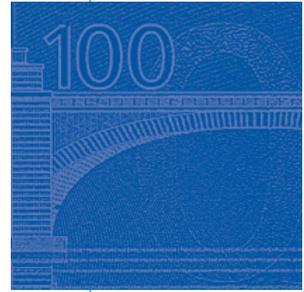
PUBLICACIONES RELACIONADAS CON LAS FUNCIONES DEL BCE Y OTRAS PUBLICACIONES

- Enhancing monetary analysis
- Financial integration in Europe
- Financial Stability Review
- Statistics Pocket Book
- El Banco Central Europeo: historia, papel y funciones
- The international role of the euro
- La aplicación de la política monetaria en la zona del euro («Documentación General»)
- La política monetaria del BCE
- The payment system

El BCE también publica folletos e información sobre distintos temas, como billetes y monedas en euros, así como actas de seminarios y conferencias.

La lista completa de documentos (en formato pdf) publicados por el BCE y por el Instituto Monetario Europeo, el precursor del BCE de 1994 a 1998, se encuentra en el sitio web del BCE <http://www.ecb.europa.eu/pub/>. Los códigos de idioma indican en qué lengua está disponible cada publicación.

Salvo indicación en contrario, para realizar suscripciones o recibir gratuitamente copia impresa de las publicaciones, siempre que haya existencias, se ruega ponerse en contacto con info@ecb.europa.eu.



GLOSARIO

En este glosario se ofrece la definición de algunas de las expresiones que se utilizan con frecuencia en el Boletín Mensual. Puede consultarse un glosario más completo y detallado en la dirección del BCE en Internet (www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/index.en.html).

Activos de garantía: Activos pignorados o transferidos de algún modo como garantía de devolución de los préstamos, así como activos vendidos como parte de las cesiones temporales. Los activos de garantía utilizados en las operaciones temporales del Eurosistema deben cumplir determinados criterios de selección.

Activos exteriores netos de las IFM: Activos exteriores del sector de las IFM de la zona del euro (como oro, billetes y monedas en moneda extranjera, valores emitidos por no residentes en la zona del euro y préstamos concedidos a no residentes en la zona) menos pasivos exteriores del sector de las IFM de la zona del euro (como depósitos y cesiones temporales de los no residentes en la zona del euro, así como sus participaciones en fondos del mercado monetario y valores distintos de acciones emitidos por las IFM hasta dos años).

Administraciones Públicas: Según la definición del SEC 95, este sector comprende las unidades residentes que se dedican principalmente a la producción de bienes y servicios no de mercado que se destinan al consumo individual o colectivo y/o que efectúan operaciones de redistribución de la renta y de la riqueza nacional. Incluye las Administraciones central, regional y local, así como las Administraciones de Seguridad Social, quedando excluidas las entidades de titularidad pública que lleven a cabo operaciones comerciales, como las empresas públicas.

Ajuste entre déficit y deuda (Administraciones Públicas): La diferencia entre el déficit público y las variaciones en la deuda de las Administraciones Públicas.

Apoyo reforzado al crédito: Medidas no convencionales adoptadas por el BCE/Eurosistema durante la crisis financiera para sostener las condiciones de financiación y los flujos de crédito en mayor medida de lo que podría lograrse solamente con la reducción de los tipos de interés oficiales del BCE.

Balance consolidado del sector de las IFM: Obtenido mediante la exclusión de las posiciones cruzadas entre las IFM que figuran en su balance agregado (como, por ejemplo, los préstamos recíprocos entre IFM). Ofrece información estadística sobre los activos y pasivos del sector de las IFM frente a residentes en la zona del euro que no pertenecen a este sector (es decir, las Administraciones Públicas y otros residentes) y frente a los no residentes. El balance consolidado constituye la principal fuente de información estadística para el cálculo de los agregados monetarios y es la base del análisis periódico de las contrapartidas de M3.

Balanza de pagos: Información estadística que resume las transacciones económicas de una economía con el resto del mundo en un período determinado.

Comercio exterior de bienes: Exportaciones e importaciones de bienes fuera de la zona del euro, medidas en términos nominales, reales y como índices de valor unitario. Las estadísticas de comercio exterior no son comparables con las exportaciones e importaciones registradas en las cuentas nacionales, pues éstas incluyen operaciones dentro y fuera de la zona del euro y también combinan los bienes y los servicios. Tampoco son totalmente comparables con la partida de bienes de las estadísticas de balanza de pagos. Además de ajustes metodológicos, la principal diferencia estriba en el hecho de que en las estadísticas de comercio exterior las importaciones se registran con seguros y fletes, mientras que en la partida de bienes de las estadísticas de balanza de pagos se registran sin cargo a bordo.

Costes laborales unitarios: Medida del total de costes laborales por unidad de producto, calculada para la zona del euro como la remuneración total por asalariado en relación con la productividad del trabajo (definida como el PIB por persona ocupada).

Crédito de las IFM a residentes en la zona del euro: Préstamos de las IFM a residentes en la zona del euro distintos de IFM (incluidas las Administraciones Públicas y el sector privado) y valores emitidos por residentes en la zona distintos de IFM mantenidos por IFM (acciones, otras participaciones y valores distintos de acciones).

Cuenta corriente: Cuenta de la balanza de pagos que incluye todas las operaciones de bienes y servicios, rentas y transferencias corrientes entre residentes y no residentes.

Cuenta de capital: Cuenta de la balanza de pagos que incluye todas las transferencias de capital y las adquisiciones/cesiones de activos no financieros no producidos entre residentes y no residentes.

Cuentas de capital: Parte del sistema de cuentas nacionales (o de la zona del euro) compuesta por las variaciones del patrimonio neto atribuibles al ahorro neto, a las transferencias de capital netas y a la adquisición neta de activos no financieros.

Cuenta financiera: Cuenta de la balanza de pagos que incluye todas las operaciones relativas a inversiones directas, inversiones de cartera, otras inversiones, derivados financieros y activos de reserva entre residentes y no residentes.

Cuentas financieras: Parte del sistema de cuentas nacionales (o de la zona del euro) que muestra las posiciones financieras (saldos o balances), las operaciones financieras y otras variaciones de los distintos sectores institucionales de una economía por tipo de activo financiero.

Curva de rendimientos: Representación gráfica de la relación, en un momento dado, entre el tipo de interés o rendimiento y el vencimiento residual de los valores distintos de acciones suficientemente homogéneos, pero a vencimientos diferentes. La pendiente de la curva de rendimientos puede medirse como la diferencia entre los tipos de interés o el rendimiento a dos vencimientos distintos.

Déficit (Administraciones Públicas): Necesidad de financiación de las Administraciones Públicas, es decir, la diferencia entre el total de ingresos y gastos públicos.

Deflación: Descenso generalizado, persistente y autosostenido en un amplio conjunto de precios, provocado por una caída de la demanda agregada, que queda incorporado a las expectativas.

Desinflación: Proceso de desaceleración de la inflación que da lugar a tasas de inflación negativas de carácter temporal.

Deuda (Administraciones Públicas): Deuda bruta (efectivo y depósitos, préstamos y valores distintos de acciones) a su valor nominal que permanece viva a fin de año y que está consolidada entre los sectores de las Administraciones Públicas y dentro de ellos.

Deuda (cuentas financieras): Préstamos de los hogares y préstamos, valores distintos de acciones y reservas de los fondos de pensiones (resultantes de los fondos de pensiones de empleo constituidos por las empresas a favor de sus asalariados) de las sociedades no financieras.

Deuda externa bruta: El saldo vivo de los pasivos corrientes reales (es decir, no contingentes) de una economía que exigen el pago del principal o de los intereses a los no residentes en algún momento futuro.

Deuda pública indiciada con la inflación: Valores de renta fija emitidos por las Administraciones Públicas, cuyos pagos de cupón y principal están ligados a un índice de precios de consumo determinado.

Empresas de seguros y fondos de pensiones: Un sector que según la definición del SEC 95 está formado por todas las sociedades y cuasi sociedades no financieras que se dedican principalmente a la intermediación financieras resultante de la compensación de riesgos.

Encuesta a expertos en previsión económica (EPE): Encuesta trimestral que el BCE viene realizando desde el año 1999 y en la que se recogen las previsiones macroeconómicas de los expertos de instituciones financieras y no financieras radicadas en la UE respecto a la inflación, el crecimiento del PIB real y el desempleo de la zona del euro.

Encuesta sobre préstamos bancarios (EPB): Encuesta trimestral sobre políticas crediticias que el Eurosistema viene realizando desde enero del 2003. En esa encuesta, que está dirigida a una muestra predeterminada de entidades de crédito de la zona del euro, se formulan preguntas cualitativas sobre los criterios de aprobación de los préstamos, las condiciones aplicables a los mismos y la demanda de crédito para las empresas y los hogares.

Encuestas a los directores de compras de la zona del euro: Encuestas sobre la actividad en los sectores manufacturero y de servicios realizadas en algunos países de la zona del euro y utilizadas para elaborar índices. El índice de directores de compras de la industria manufacturera de la zona del euro es un indicador ponderado que se calcula a partir de índices de producción, nuevos pedidos, empleo, plazos de entrega de proveedores e inventarios de compras. La encuesta al sector servicios incluye preguntas sobre la actividad en el sector, expectativas relativas a la actividad futura, operaciones en curso, nuevas operaciones, empleo, precios de los consumos intermedios y precios cobrados. El índice compuesto o sintético de la zona del euro se calcula combinando los resultados de las encuestas a los sectores manufacturero y de servicios.

Encuestas de opinión de la Comisión Europea: Encuestas económicas armonizadas a empresarios y/o consumidores realizadas por cuenta de la Comisión Europea en cada uno de los Estados miembros de la UE. Estas encuestas basadas en cuestionarios van dirigidas a los directivos de los sectores manufacturero, de la construcción, del comercio al por menor y de los servicios, así como a los consumidores. A partir de cada encuesta mensual se calculan unos índices que sintetizan las respuestas a distintas preguntas en un único indicador (indicadores de confianza).

EONIA (índice medio del tipo del euro a un día): Medida del tipo de interés vigente en el mercado interbancario del euro a un día, que se calcula como media ponderada de los tipos de interés de las operaciones de préstamo a un día sin garantías, denominadas en euros, de acuerdo con la información facilitada por un panel de bancos.

Estabilidad de precios: Definida por el Consejo de Gobierno como un incremento interanual del IAPC para la zona del euro inferior al 2%. El Consejo de Gobierno también ha puesto de manifiesto que, con el fin de conseguir la estabilidad de precios, pretende mantener las tasas de inflación por debajo del 2%, pero próximas a este valor, en el medio plazo.

EURIBOR (tipo de interés de oferta en el mercado interbancario del euro): Tipo de interés de oferta al que una entidad de crédito importante está dispuesta a prestar fondos en euros a otra. El EURIBOR se calcula diariamente, basándose en los tipos de interés de una muestra de bancos, para distintos vencimientos hasta doce meses.

Eurosistema: Sistema de bancos centrales compuesto por el BCE y los BCN de los Estados miembros cuya moneda es el euro.

Exigencia de reservas: Exigencia de que una entidad mantenga reservas mínimas en el banco central durante un período de mantenimiento. Su cumplimiento se determina sobre la base de la media de los saldos diarios en las cuentas de reservas durante el período de mantenimiento.

Facilidad de depósito: Facilidad permanente del Eurosistema que permite a las entidades de contrapartida realizar depósitos a un día en el BCN de su jurisdicción, por iniciativa propia. Los depósitos están remunerados a un tipo de interés especificado previamente que representa normalmente un límite inferior para los tipos de interés del mercado a un día.

Facilidad marginal de crédito: Facilidad permanente del Eurosistema que permite a las entidades de contrapartida recibir créditos a un día del BCN de su jurisdicción a un tipo de interés especificado previamente en forma de operación temporal, por iniciativa propia. El tipo de interés de los préstamos concedidos en el ámbito de la facilidad marginal de crédito representa normalmente un límite superior para los tipos de interés del mercado a un día.

Factores autónomos de liquidez: Factores de liquidez que habitualmente no tienen su origen en el uso de los instrumentos de política monetaria. Incluyen, por ejemplo, los billetes en circulación, los depósitos de las Administraciones Públicas en el banco central y los activos exteriores netos del banco central.

Fondos de inversión (excluidos fondos del mercado monetario): Instituciones financieras que agrupan el capital captado del público y lo invierten en activos financieros y no financieros. Véase también IFM.

IFM (instituciones financieras monetarias): Instituciones financieras que constituyen el sector emisor de dinero de la zona del euro. Incluyen el Eurosistema, las entidades de crédito residentes en la zona (definidas con arreglo al derecho comunitario) y todas las instituciones financieras residentes cuya actividad consiste en recibir depósitos y/o sustitutos próximos de los depósitos de entidades distintas de IFM y en conceder créditos y/o invertir en valores por cuenta propia (al menos en términos económicos). Este último grupo está compuesto, fundamentalmente, por fondos del mercado monetario, esto es, fondos que invierten en instrumentos a corto plazo y de bajo riesgo, normalmente con vencimiento no superior a un año.

Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC): Medida de la evolución de los precios de consumo elaborada por Eurostat y armonizada para todos los Estados miembros de la UE.

Índice de costes laborales por hora: Medida de los costes laborales, incluidos los sueldos y salarios brutos (en efectivo y en especie, incluidos los componentes salariales variables) y otros costes laborales (cotizaciones sociales a cargo de los empresarios más impuestos relacionados con el empleo pagados por el empresario menos las subvenciones recibidas por el empresario) por hora trabajada (incluidas las horas extraordinarias).

Índice de salarios negociados: Medida del resultado directo de los acuerdos alcanzados en los convenios colectivos en términos de sueldo o salario base (es decir, excluidas las primas o complementos salariales) en el ámbito de la zona del euro. Se refiere a la variación media implícita de los sueldos y salarios mensuales.

Inflación: Incremento del nivel general de precios; por ejemplo, del índice de precios de consumo.

Inversiones de cartera: Operaciones y/o posiciones netas de residentes en valores emitidos por no residentes en la zona del euro («activos») y operaciones y/o posiciones netas de no residentes en valores emitidos por residentes («pasivos»). Comprende acciones y participaciones y valores distintos de acciones (bonos y obligaciones e instrumentos del mercado monetario). Las operaciones se registran al precio real pagado o cobrado, excluidos los gastos y las comisiones. Para que se considere activo de cartera, la participación en una empresa debe ser inferior al 10% de las acciones ordinarias o con derecho a voto.

Inversiones directas: Inversión transfronteriza realizada con objeto de obtener una participación permanente en una empresa residente en otra economía (en la práctica, esta participación debe ser igual, al menos, al 10% de las acciones ordinarias o con derecho de voto). Comprende acciones y participaciones, beneficios reinvertidos y otro capital asociado con préstamos entre empresas relacionadas. Las inversiones directas registran las operaciones/posiciones netas de residentes en la zona del euro en activos del exterior (como «inversión directa en el exterior») y las operaciones/posiciones netas de no residentes en activos de la zona del euro (como «inversión directa en la zona del euro»).

M1: Agregado monetario estrecho que comprende el efectivo en circulación y los depósitos a la vista mantenidos en IFM y la Administración Central (por ejemplo, en Correos o en el Tesoro).

M2: Agregado monetario intermedio que comprende M1 y los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses (es decir, depósitos de ahorro a corto plazo) y depósitos a plazo hasta dos años (es decir, depósitos a plazo a corto plazo) mantenidos en IFM y la Administración Central.

M3: Agregado monetario amplio que comprende M2 y los instrumentos negociables, en particular, cesiones temporales, participaciones en fondos del mercado monetario y valores distintos de acciones emitidos por las IFM hasta dos años.

MTC II (mecanismo de tipos de cambio II): Mecanismo de tipos de cambio que proporciona el marco para la cooperación en materia de política cambiaria entre los países de la zona del euro y los Estados miembros de la UE que no participan en la tercera fase de la UEM.

Necesidad de financiación (Administraciones Públicas): Contracción neta de deuda por las Administraciones Públicas.

Operaciones de absorción de liquidez: Operación a través de la cual el Eurosistema absorbe liquidez con el fin de reducir el exceso de liquidez o de crear una escasez de fondos. Tales operaciones pueden llevarse a cabo mediante la emisión de certificados de deuda o de depósitos a plazo fijo.

Operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML): Operación de mercado abierto con vencimiento superior a una semana realizada por el Eurosistema en forma de operación temporal. Las operaciones mensuales de carácter regular tienen un vencimiento a tres meses. Durante la crisis financiera que se inició en agosto de 2007, se llevaron a cabo operaciones complementarias con vencimientos comprendidos entre un período de mantenimiento y un año, con periodicidad variable.

Operación de mercado abierto: Operación ejecutada en los mercados financieros a iniciativa del banco central. Estas operaciones incluyen operaciones temporales, operaciones simples, así como la emisión de depósitos a plazo fijo o certificados de depósitos o *swaps* de divisas. Las operaciones de mercado abierto pueden ser de inyección o de absorción de liquidez.

Operación principal de financiación (OPF): Operación de mercado abierto regular realizada por el Eurosistema en forma de operación temporal. Estas operaciones se llevan a cabo mediante subastas estándar de periodicidad semanal y tienen, normalmente, un vencimiento a una semana.

Operación temporal: Operación por la cual el BCN compra o vende activos mediante una cesión temporal o realiza operaciones de crédito con garantía de activos.

Otras inversiones: Rúbrica de la balanza de pagos y de la posición de inversión internacional que incluye todas las operaciones/posiciones financieras relativas a créditos comerciales, depósitos y préstamos, y otras cuentas pendientes de cobro y pago con no residentes.

Paridad central (o tipo central): Tipo de cambio frente al euro de cada una de las monedas que participan en el MTC II y en torno al cual se definen las bandas de fluctuación del MTC II.

Paridad del poder adquisitivo (PPA): Tipo de cambio al que una moneda se convierte en otra para equiparar el poder adquisitivo de ambas, eliminando las diferencias en los niveles de precios vigentes en los respectivos países. En su forma más sencilla, el PPA muestra la ratio de los precios del mismo bien o servicio en la moneda nacional de los distintos países.

Pasivos financieros a más largo plazo de las IFM: Depósitos a plazo a más de dos años, depósitos disponibles con preaviso a más de tres meses, valores distintos de acciones emitidos por IFM de la zona del euro a un plazo a la emisión superior a dos años, y el capital y las reservas del sector de las IFM de la zona del euro.

Población activa: Total de trabajadores ocupados y parados.

Posición de inversión internacional: Valor y composición del saldo de los activos o pasivos financieros netos frente al resto del mundo.

Precios industriales: Precio de venta a pie de fábrica (sin excluir los costes de transporte) de todos los productos vendidos por la industria, excluida la construcción, en el mercado nacional de los países de la zona del euro, excluidas las importaciones.

Producción industrial: Valor añadido bruto generado por la industria a precios constantes.

Productividad del trabajo: Producción que puede generarse con la utilización de una cantidad dada de trabajo. La productividad del trabajo puede medirse de varias maneras, aunque habitualmente se mide como el PIB dividido bien por el empleo total, o bien por el total de horas trabajadas.

Producto interior bruto (PIB): Valor de la producción total de bienes y servicios de la economía, excluidos los consumos intermedios e incluidos los impuestos netos sobre producción e importaciones. El PIB puede desagregarse por producto, gasto e ingresos. Los principales agregados del gasto que componen el PIB son el consumo final de los hogares, el consumo final de las Administraciones Públicas,

la formación bruta de capital fijo, la variación de existencias, las importaciones y las exportaciones de bienes y servicios (incluido el comercio dentro de la zona del euro).

Ratio de déficit (Administraciones Públicas): Proporción entre el déficit público y el PIB a precios corrientes de mercado. Constituye uno de los criterios de convergencia fiscal establecidos en el apartado 2 del artículo 126 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea utilizado para determinar la existencia de un déficit excesivo. También se la denomina ratio de déficit presupuestario o ratio de déficit fiscal.

Ratio de deuda en relación con el PIB (Administraciones Públicas): Proporción entre la deuda pública y el PIB a precios corrientes de mercado. Constituye uno de los criterios de convergencia fiscal establecidos en el apartado 2 del artículo 126 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea utilizado para determinar la existencia de un déficit excesivo.

Remuneración por asalariado o por hora trabajada: Remuneración total, en efectivo o en especie, que una empresa paga a sus asalariados, es decir, los sueldos y salarios brutos, así como los componentes salariales variables, las horas extraordinarias y las cotizaciones sociales a cargo de la empresa, dividida por el número total de asalariados o por el número total de horas trabajadas.

Reservas internacionales: Activos exteriores controlados por las autoridades monetarias, de los que pueden disponer de inmediato para financiar directamente o para regular la magnitud de los desequilibrios en los pagos mediante la intervención en los mercados de divisas. Las reservas internacionales de la zona del euro se componen de activos no denominados en euros frente a no residentes en la zona del euro, oro, derechos especiales de giro y posiciones de reserva en el FMI mantenidas por el Eurosistema.

Saneamiento parcial: Ajuste a la baja del valor de los préstamos incluidos en los balances de las IFM cuando se considera que éstos han pasado a ser parcialmente incobrables.

Saneamiento total: Eliminación del valor de los préstamos de los balances de las IFM cuando se considera que éstos son totalmente incobrables.

Sociedades instrumentales: Una entidad cuya actividad principal es llevar a cabo operaciones de titulación. Estas sociedades suelen emitir valores negociables que se ofrecen para su compra por el público en general o se venden en forma de colocaciones privadas. En algunos casos, la sociedad instrumental simplemente mantiene los activos titulizados y emite los valores a través de otra entidad, que con frecuencia es otra sociedad instrumental.

Subasta a tipo de interés fijo: Procedimiento de subasta en el que el banco central establece con antelación el tipo de interés, y las entidades de contrapartida participantes solicitan el volumen de liquidez que desean obtener al tipo de interés fijado.

Subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena: Procedimiento de subasta en el que el banco central especifica previamente el tipo de interés (tipo fijo) y en el que las contrapartidas pujan por la cantidad de dinero que desean obtener a ese tipo, sabiendo de antemano que todas sus pujas se cubrirán (adjudicación plena).

Subasta a tipo de interés variable: Procedimiento de subasta en el que las entidades de contrapartida pujan tanto por el volumen de liquidez que desean obtener del banco central como por el tipo de interés al que desean participar.

Tasa de inflación implícita: Diferencial entre el rendimiento de un bono nominal y el de un bono indexado con la inflación con el mismo vencimiento o con un vencimiento tan similar como sea posible.

Tipos de cambio efectivos del euro (TCE, nominales/reales): Medias ponderadas de los tipos de cambio bilaterales del euro frente a las monedas de los principales socios comerciales de la zona del euro. Los índices de tipos de cambio efectivos nominales del euro se calculan frente a grupos diferentes de socios comerciales: el TCE-20, integrado por los 10 Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y 10 socios comerciales extracomunitarios, y el TCE-40, compuesto por el TCE-20 y otros 20 países. Las ponderaciones utilizadas reflejan la participación de cada socio en el comercio de bienes manufacturados de la zona del euro, así como la competencia en terceros mercados. Los tipos de cambio efectivos reales son tipos de cambio efectivos nominales deflactados por una media ponderada de precios o costes externos en relación con los precios o costes de la zona del euro. Por lo tanto, son medidas de la competitividad en términos de precios y costes.

Tipos de interés de las IFM: Tipos de interés aplicados por las entidades de crédito y otras IFM residentes en la zona del euro, excluidos los bancos centrales y los fondos del mercado monetario, a los depósitos y préstamos denominados en euros frente a los hogares y las sociedades no financieras residentes en los países de la zona.

Tipos de interés oficiales del BCE: Tipos de interés que fija el Consejo de Gobierno y que reflejan la orientación de la política monetaria del BCE. Son los tipos de interés de las operaciones principales de financiación, el de la facilidad marginal de crédito y el de la facilidad de depósito.

Tipo mínimo de puja: Tipo de interés más bajo al que las entidades de contrapartida pueden pujar en las subastas a tipo de interés variable.

Titulización: Operación o sistema por el que un activo o un conjunto de activos que generan un flujo financiero, que suelen ser préstamos (hipotecas, préstamos al consumo, etc.), es transferido del originador (habitualmente una entidad de crédito) a una sociedad instrumental. Esta sociedad instrumental convierte estos activos en valores negociables mediante la emisión de instrumentos de renta fija que atienden el pago del principal y los intereses con los flujos financieros generados por el conjunto de activos.

Vacantes: Término colectivo que incluye los empleos de nueva creación, los puestos de trabajo sin cubrir o los que estarán disponibles en un futuro próximo, respecto de los cuales la empresa ha adoptado medidas activas para encontrar un candidato idóneo.

Valor de referencia para el crecimiento de M3: Tasa de crecimiento interanual de M3 que se considera compatible con la estabilidad de precios a medio plazo. Actualmente, el valor de referencia para el crecimiento anual de M3 es 4,5%.

Valores de renta variable: Representan una participación en la propiedad de una empresa, es decir, acciones cotizadas en Bolsa (acciones cotizadas), acciones no cotizadas y otras formas de participación. Los valores de renta variable suelen generar ingresos en forma de dividendos.

Valores distintos de acciones: Representan la promesa del emisor (es decir, del prestatario) de efectuar uno o más pagos al tenedor (el prestamista) en una fecha o fechas futuras. Habitualmente tienen un tipo de interés nominal específico (el cupón) y/o se venden a descuento respecto al importe que se reembolsará al vencimiento. Los valores distintos de acciones a más de un año se clasifican como valores a largo plazo.

Volatilidad: El grado de fluctuación de una variable dada.

Volatilidad implícita: La volatilidad esperada (es decir, la desviación típica) de las tasas de variación del precio de un activo (v. g., una acción o un bono). Puede obtenerse a partir del precio de los activos, de la fecha de vencimiento y del precio de ejercicio de sus opciones, así como de una tasa de rendimiento sin riesgo, utilizando un modelo de valoración de opciones como el modelo Black-Scholes.

Zona del euro: Incluye aquellos Estados miembros de la UE que, de conformidad con el Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea, han adoptado el euro como moneda única.