



BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

BOLETÍN MENSUAL NOVIEMBRE

01 | 2011

02 | 2011

03 | 2011

04 | 2011

05 | 2011

06 | 2011

07 | 2011

08 | 2011

09 | 2011

10 | 2011

11 | 2011

12 | 2011



BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA



BOLETÍN MENSUAL NOVIEMBRE 2011

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

© Banco Central Europeo, 2011

© De la traducción: Banco de España,
Madrid 2011

Dirección

Kaiserstrasse 29
60311 Fráncfort del Meno,
Alemania

Apartado de Correos

Postfach 16 03 19
60066 Fráncfort del Meno,
Alemania

Teléfono

+49 69 13440

Internet

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

Fax

+49 69 13446000

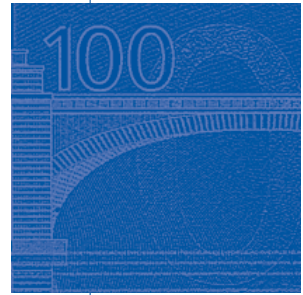
Este Boletín ha sido elaborado bajo la responsabilidad del Comité Ejecutivo del BCE. Su traducción y publicación corren a cargo de los bancos centrales nacionales.

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

La recepción de información estadística para elaborar este Boletín se ha cerrado el 2 de noviembre de 2011.

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

Depósito legal: M. 1235 - 1999
Impreso en España por:
Artes Gráficas Coyve, S. A.



ÍNDICE

EDITORIAL **5**

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

Entorno exterior de la zona del euro	9
Evolución monetaria y financiera	16
Precios y costes	40
Producto, demanda y mercado de trabajo	53

Recuadros

1	Evolución reciente de los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras, desglosados por sector económico	20
2	Cuentas integradas de la zona del euro del segundo trimestre de 2011	34
3	Evolución reciente de los precios de la vivienda en la zona del euro	45
4	Resultados de la encuesta del BCE a expertos en previsión económica correspondientes al cuarto trimestre de 2011	47
5	Evidencia reciente sobre la incertidumbre en torno a las estimaciones en tiempo real de la brecha de producción de la zona del euro	55
6	Actualización de las medidas de la demanda externa de la zona del euro para tener en cuenta los cambios en la distribución geográfica de las exportaciones de la zona	60

ARTÍCULOS

Evolución de los precios de la vivienda en la zona del euro y Estados Unidos	67
Los mercados de financiación mediante deuda a largo plazo de las entidades de crédito de la zona del euro: evolución reciente, estado de la integración e implicaciones para la transmisión de la política monetaria	81

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 3 de noviembre de 2011, el Consejo de Gobierno decidió, sobre la base de su análisis económico y monetario periódico, reducir los tipos de interés oficiales del BCE en 25 puntos básicos. Si bien la inflación ha seguido siendo elevada y es probable que se mantenga por encima del 2% durante los próximos meses, se espera que las tasas de inflación desciendan durante 2012, situándose por debajo del 2%. Al mismo tiempo, el ritmo subyacente de la expansión monetaria sigue siendo moderado. Tras la decisión de este mes, la inflación debería mantenerse en niveles acordes con la estabilidad de precios durante el horizonte temporal relevante para la política monetaria. Debido a sus efectos desfavorables sobre las condiciones de financiación y la confianza, es probable que las tensiones actuales en los mercados financieros debiliten el ritmo de crecimiento económico en la zona del euro hasta después del segundo semestre de este año. Las perspectivas económicas siguen estando sujetas a un grado particularmente elevado de incertidumbre e intensos riesgos a la baja. Algunos riesgos se han venido materializando, por lo que es muy probable que las previsiones y proyecciones para el crecimiento medio del PIB real en 2012 se revisen significativamente a la baja. En este contexto, también deberían moderarse las presiones de los precios, costes y salarios en la zona del euro, y la decisión adoptada el 3 de noviembre por el Consejo de Gobierno de reducir los tipos de interés oficiales del BCE tiene en cuenta este factor. En conjunto, para la política monetaria sigue siendo esencial mantener la estabilidad de precios a medio plazo, asegurando así un firme anclaje de las expectativas de inflación en la zona del euro, en consonancia con el objetivo del Consejo de Gobierno de mantener la inflación en tasas inferiores, aunque próximas, al 2% a medio plazo. Dicho anclaje constituye un requisito indispensable para que la política monetaria contribuya al crecimiento económico y a la creación de empleo en la zona del euro.

La provisión de liquidez y las modalidades de adjudicación para las operaciones de financiación se mantendrán para garantizar que las entidades

de crédito de la zona del euro no tengan dificultades de liquidez. Todas las medidas no convencionales de política monetaria adoptadas durante el período de agudas tensiones en los mercados financieros son, por su propio diseño, de naturaleza temporal.

Por lo que se refiere al análisis económico, se espera que el crecimiento del PIB real de la zona del euro, tras la desaceleración experimentada en el segundo trimestre de 2011 hasta el 0,2% intertrimestral, sea muy moderado en el segundo semestre de este año. Se aprecian señales de que algunos riesgos a la baja identificados anteriormente se han venido materializando, como refleja la información desfavorable procedente de los datos de encuestas. Respecto al futuro, diversos factores parecen estar debilitando el dinamismo subyacente de la zona del euro, entre ellos, una moderación del ritmo de la demanda mundial y los efectos desfavorables para las condiciones de financiación y la confianza derivados de las tensiones existentes en algunos mercados de deuda soberana de la zona del euro. Al mismo tiempo, el Consejo de Gobierno sigue esperando que la actividad económica de la zona del euro se beneficie de la continuación del crecimiento positivo de las economías emergentes, de los bajos niveles de los tipos de interés a corto plazo y de las diversas medidas adoptadas para apoyar el funcionamiento del sector financiero.

De acuerdo con la valoración realizada por el Consejo de Gobierno, los riesgos a la baja en las perspectivas económicas para la zona del euro se confirman en un contexto de incertidumbre particularmente elevada. Estos riesgos están relacionados principalmente con una nueva intensificación de las tensiones existentes en algunos segmentos de los mercados financieros de la zona del euro y a nivel mundial, así como con la posibilidad de un mayor contagio de estas presiones a la economía real de la zona del euro. Hay también riesgos a la baja asociados con el impacto de los precios todavía altos de la energía, con las presiones proteccionistas y con la posibilidad de una corrección desordenada de los desequilibrios mundiales.

En cuanto a la evolución de los precios, según la estimación preliminar de Eurostat, la tasa de inflación interanual de la zona del euro medida por el IAPC se situó en octubre de 2011 en el 3 %, sin variación respecto de septiembre. Las tasas de inflación se han mantenido en niveles elevados desde finales del año pasado, impulsadas, principalmente, por el aumento de los precios de la energía y de otras materias primas. Es probable que las tasas de inflación se mantengan por encima del 2 % durante los próximos meses, y que posteriormente se sitúen por debajo del 2 % durante 2012. Se espera que las tasas de inflación se mantengan en niveles compatibles con la estabilidad de precios en el horizonte temporal relevante para la política monetaria. Esta evolución refleja la expectativa de que, en un contexto de mayor debilidad del crecimiento en la zona del euro y a escala mundial, las presiones de los precios, costes y salarios se moderen también en la zona del euro.

El Consejo de Gobierno sigue considerando que los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios a medio plazo están, en conjunto, equilibrados, teniendo en cuenta también su decisión adoptada el 3 de noviembre de 2011 de reducir los tipos de interés oficiales del BCE en 25 puntos básicos. En sentido alcista, los riesgos principales están relacionados con la posibilidad de incrementos de los impuestos indirectos y de los precios administrados, debido a la necesidad de sanear las finanzas públicas en los próximos años. Sin embargo, en la situación actual, las presiones inflacionistas deberían disminuir. Los principales riesgos bajistas están relacionados con los efectos de un crecimiento más débil de lo esperado en la zona del euro y en el resto del mundo. De hecho, si se mantuviera, la debilidad del crecimiento económico podría reducir las presiones inflacionistas a medio plazo en la zona del euro.

En lo que concierne al análisis monetario, la tasa de crecimiento interanual de M3 se situó en septiembre de 2011 en el 3,1 %, frente al 2,7 % registrado en agosto. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado, ajustada de ventas y titulaciones de préstamos, se situó en el 2,7 % en septiembre, sin variación respecto de agosto. Al igual que en agosto, los flujos hacia M3 reflejan

asimismo la intensificación de las tensiones en algunos mercados financieros. En particular, los flujos de entrada en participaciones en fondos del mercado monetario y en cesiones temporales realizadas a través de entidades de contrapartida central parecen haber influido significativamente en la evolución monetaria en septiembre. La tasa de crecimiento interanual de M1 aumentó hasta el 2,0 % en septiembre, desde el 1,7 % de agosto.

Por lo que se refiere a las contrapartidas, el crecimiento interanual de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras y a los hogares en septiembre, ajustado de ventas y titulaciones de préstamos, se mantuvo prácticamente sin variación respecto a agosto, en el 2,2 % y el 2,6 %, respectivamente. Estas cifras no indican que la intensificación de las tensiones en los mercados financieros haya afectado a la oferta de crédito hasta septiembre. No obstante, como estos efectos pueden manifestarse con desfases, procede examinar atentamente la evolución del crédito en el futuro próximo. Si se adopta una perspectiva adecuada a medio plazo y se considera la volatilidad a corto plazo, el crecimiento subyacente del agregado monetario amplio y de los préstamos se ha estabilizado durante los últimos meses. En conjunto, el ritmo de expansión monetaria subyacente sigue siendo moderado.

El tamaño total de los balances de las instituciones financieras monetarias ha permanecido prácticamente sin variación en los últimos meses. La solidez de los balances de las entidades de crédito será determinante para reducir la posible espiral de reacciones adversas a las tensiones en los mercados financieros y facilitar así una provisión adecuada de crédito a la economía a lo largo del tiempo. Por consiguiente, el Consejo de Gobierno acoge con satisfacción el acuerdo del Consejo Europeo de 26 de octubre de exigir a las entidades de crédito que aumenten su coeficiente de capital hasta llegar al 9 % del capital principal (tier 1) a final de junio de 2012 a más tardar, y apoya plenamente, además, el llamamiento a los supervisores nacionales para que velen por que los planes de recapitalización de las entidades de crédito no conduzcan a un desapalancamiento excesivo.

En síntesis, en su reunión del 3 de noviembre de 2011, el Consejo de Gobierno decidió, sobre la base de su análisis económico y monetario periódico, reducir los tipos de interés oficiales del BCE en 25 puntos básicos. Si bien la inflación ha seguido siendo elevada y es probable que se mantenga por encima del 2% durante los próximos meses, se espera que las tasas de inflación disminuyan durante 2012, situándose por debajo del 2%. Al realizar el contraste con la información procedente del análisis monetario se confirma que el ritmo subyacente de la expansión monetaria sigue siendo moderado. Tras la decisión de este mes, la inflación debería mantenerse en niveles acordes con la estabilidad de precios durante el horizonte temporal relevante para la política monetaria. Debido a sus efectos desfavorables sobre las condiciones de financiación y la confianza, es probable que las tensiones actuales en los mercados financieros debiliten el ritmo de crecimiento económico en la zona del euro en el segundo semestre de este año y los primeros meses del siguiente. Las perspectivas económicas siguen estando sujetas a un grado particularmente elevado de incertidumbre y mayores riesgos a la baja. Algunos riesgos se han venido materializando, por lo que es muy probable que las previsiones y proyecciones para el crecimiento medio del PIB real en 2012 se revisen significativamente a la baja. En este contexto, también deberían moderarse las presiones de los precios, costes y salarios en la zona del euro, y la decisión adoptada el 3 de noviembre por el Consejo de Gobierno de reducir los tipos de interés oficiales del BCE en 25 puntos básicos tiene en cuenta este factor. En conjunto, para la política monetaria sigue siendo esencial mantener la estabilidad de precios a medio plazo, asegurando así un firme anclaje de las expectativas de inflación en la zona del euro en consonancia con el objetivo del Consejo de Gobierno de mantener la inflación en tasas inferiores, aunque próximas, al 2% a medio plazo. Dicho anclaje constituye un requisito indispensable para que la política monetaria contribuya al crecimiento económico y a la creación de empleo en la zona del euro.

En cuanto a las políticas fiscales, todos los Gobiernos de la zona del euro deben demostrar su determinación inflexible de cumplir plenamente sus

respectivos compromisos en relación con su deuda soberana como factor decisivo para garantizar la estabilidad financiera de la zona del euro en su conjunto. El Consejo de Gobierno toma nota de los compromisos fiscales formulados en la declaración de la cumbre del euro del 26 de octubre de 2011 y apremia a todos los Gobiernos para que apliquen plenamente lo antes posible las medidas necesarias para lograr el saneamiento presupuestario y sistemas de pensiones sostenibles, así como para que mejoren la gobernanza económica. Los Gobiernos de países sujetos a programas de ajuste conjuntos de la UE y el FMI o de países especialmente vulnerables deben estar en disposición de adoptar cualesquiera otras medidas que resulten necesarias.

Es esencial que el saneamiento presupuestario y las reformas estructurales se acometan conjuntamente para reforzar la confianza, las perspectivas de crecimiento y la creación de empleo. Por lo tanto, el Consejo de Gobierno pide a todos los Gobiernos de la zona del euro que aceleren urgentemente la aplicación de reformas estructurales sustanciales y amplias. Estas reformas contribuirán a incrementar la competitividad y a reforzar la flexibilidad y el potencial de crecimiento a más largo plazo de las economías de los países de la zona del euro. En este sentido, son imprescindibles las reformas del mercado de trabajo, que deben centrarse en medidas que eliminen sus rigideces y aumenten la flexibilidad salarial, de modo que los salarios y las condiciones laborales puedan adaptarse a las necesidades específicas de las empresas. En general, en estos tiempos difíciles, es esencial la moderación tanto de los márgenes de beneficio como de los salarios. Estas medidas deberían venir acompañadas de reformas estructurales dirigidas a incrementar la competencia en los mercados de productos, particularmente en los servicios —incluyendo la liberalización de las profesiones de acceso restringido—, y, en los casos en que resulte apropiado, la privatización de los servicios suministrados actualmente por el sector público. Al mismo tiempo, el Consejo de Gobierno subraya la necesidad absoluta de que las autoridades nacionales de la zona del euro adopten y apliquen con urgencia las medidas anunciadas y recomendadas en la declaración de la cumbre del euro del 26 de octubre de 2011.

La presente edición del Boletín Mensual contiene dos artículos. En el primero se analiza la evolución reciente de los precios de la vivienda en la zona del euro y en Estados Unidos. El segundo artículo trata sobre la evolución reciente de

los mercados de financiación mediante deuda a largo plazo de las entidades de crédito de la zona del euro y el estado de la integración e implicaciones para la transmisión de la política monetaria.

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

El crecimiento económico mundial ha experimentado una desaceleración en los últimos meses, debido, en parte, a algunos factores transitorios. Aunque la progresiva desaparición de estos factores debería proporcionar cierto impulso al crecimiento económico en el segundo semestre del año, la reaparición de las tensiones en los mercados financieros, así como las persistentes dificultades estructurales, especialmente en las economías avanzadas, podrían limitar las perspectivas de crecimiento mundial a medio plazo. El crecimiento en los mercados emergentes se ha moderado ligeramente, lo que debería contribuir a mitigar las presiones de recalentamiento que se observan actualmente en algunos de ellos. Las tasas de inflación interanual se han estabilizado en las economías avanzadas, mientras que, en las economías emergentes, las presiones inflacionistas siguen siendo más pronunciadas.

I.1 EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

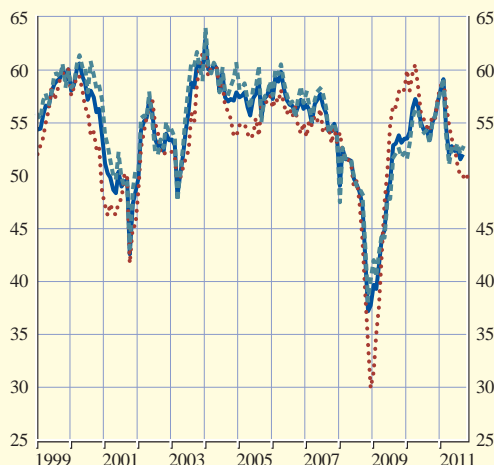
El crecimiento económico mundial ha experimentado una desaceleración en los últimos meses, debido, en parte, a algunos factores transitorios. Si bien la progresiva desaparición de estos factores debería proporcionar cierto impulso al crecimiento económico en el segundo semestre del año, la necesidad de seguir saneando los balances de los sectores público y privado, así como la persistente debilidad de los mercados de la vivienda y de trabajo, continúan limitando la fortaleza de la recuperación, especialmente en las economías avanzadas. Además, la reaparición de las tensiones en los mercados financieros mundiales y la caída de la confianza empresarial y de los consumidores siguen frenando el ritmo de la recuperación. En las economías emergentes, el crecimiento se ha moderado ligeramente, lo que debería contribuir a mitigar las presiones de recalentamiento que se observan actualmente en algunos de esos países.

En octubre, el índice PMI global de producción de manufacturas y servicios no se modificó y permaneció en 49,9. Este reducido nivel es inferior al umbral teórico de 50 que separa la expansión de la

Gráfico 1 PMI: producción mundial

(índice de difusión; datos mensuales desestacionalizados)

- PMI: producción total
- ... PMI: producción manufacturera
- - - PMI: producción de servicios

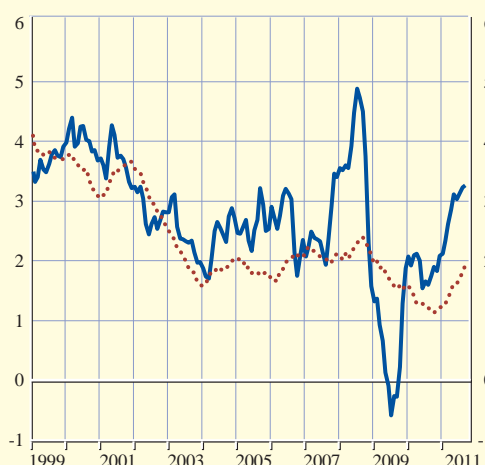


Fuente: Markit.

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.

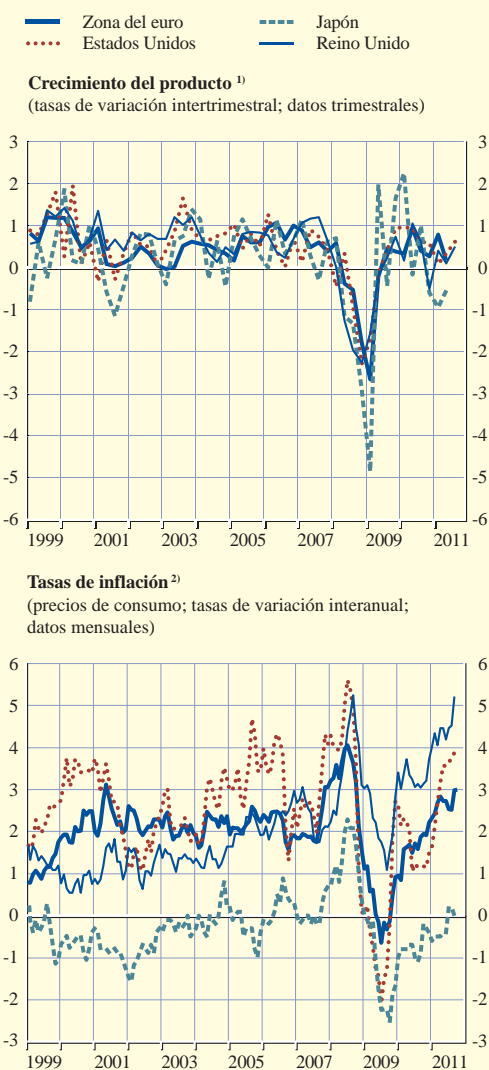
contracción y a la media de largo plazo. En octubre, el componente de nuevos pedidos del PMI aumentó, aunque se mantuvo contenido y por debajo del mencionado umbral de 50, y el componente de empleo siguió situándose por encima de 50.

Las presiones sobre los precios en la economía mundial parecen haber continuado atenuándose en cierta medida. En octubre, el índice PMI global de precios de los bienes intermedios del sector manufacturero se redujo hasta 49,9, desde el nivel de 56,6 registrado en septiembre. En general, en tasa interanual, la inflación general se ha estabilizado en las economías avanzadas, mientras que, en las economías emergentes, las presiones inflacionistas siguen siendo más pronunciadas. En los países de la OCDE, la inflación interanual, medida por los precios de consumo, se situó en el 3,3% en septiembre de 2011, en comparación con el 3,2% de agosto. Excluidos la energía y los alimentos, la tasa de inflación interanual se situó en el 1,9% en septiembre, frente al 1,8% de agosto. En los mercados emergentes, las tasas de inflación siguen siendo elevadas como consecuencia de las restricciones de la capacidad productiva y de la mayor ponderación asignada a las materias primas en sus respectivas cestas de consumo.

ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos, la recuperación económica cobró impulso en el tercer trimestre de 2011. Según la estimación de avance de la Oficina de Análisis Económico, el PIB real creció a una tasa interanual del 2,5% en el tercer trimestre de 2011 (0,6% en tasa intertrimestral), frente al 1,3% del trimestre anterior. La expansión registrada en el tercer trimestre se vio favorecida por el crecimiento del gasto en consumo y la inversión empresarial. El primero aumentó a una tasa interanual del 2,4%, ya que las compras de bienes duraderos repuntaron tras una contracción en el trimestre anterior, relacionada en parte con los efectos del desastre japonés. No obstante, la coincidente debilidad de la renta personal disponible, que se redujo un 1,7% en términos reales, y una caída de la tasa de ahorro personal hasta un mínimo no observado desde el último trimestre de 2007, pusieron en tela de juicio la sostenibilidad de la aceleración de cara al futuro. Al mismo tiempo, la inversión empresarial creció a una tasa interanual del 16,3% y la inversión residencial continuó recuperándose moderadamente desde unos niveles muy bajos. La demanda exterior neta contribuyó positivamente al crecimiento del PIB, ya que el avance de las exportaciones sobrepasó al de las importaciones, mientras que las existencias registraron una contribución negativa.

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



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

1) Para la zona del euro se utilizan datos de Eurostat; para Estados Unidos, el Reino Unido 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.

Por lo que respecta a la evolución de los precios, la inflación interanual, medida por el IPC, aumentó hasta el 3,9 % en septiembre de 2011, el nivel más alto de los tres últimos años, desde el 3,8 % registrado en el mes anterior. El aumento de la inflación general a lo largo de 2011 sigue reflejando una acusada subida interanual de los precios de la energía y los alimentos, que se incrementaron a una tasa del 19,3 % y del 4,7 %, respectivamente, en el año transcurrido hasta septiembre de 2011. Excluidos la energía y los alimentos, la inflación interanual no experimentó variación con respecto al mes anterior, y se situó en el 2 % en septiembre, tras haber seguido una tendencia alcista durante casi un año. En parte, la estabilización de la inflación subyacente en tasa interanual refleja cierta moderación en el coste de los vehículos de motor y las prendas de vestir, que ha corregido los sustanciales incrementos registrados en los meses anteriores.

El 21 de septiembre 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 y siguió previendo que la situación económica probablemente justifique que dicho tipo se mantenga en niveles excepcionalmente bajos, como mínimo, hasta mediados de 2013. Al mismo tiempo, el Comité anunció nuevas medidas para estimular la lenta recuperación económica y ayudar a favorecer las condiciones en los mercados hipotecarios, incluida una ampliación del vencimiento medio de sus tenencias de valores.

JAPÓN

En Japón, la actividad económica se ha recuperado considerablemente del desplome causado por el gran terremoto que asoló la región oriental del país, ya que las restricciones por el lado de la oferta parecen haber disminuido de manera sustancial. En consecuencia, se espera fundamentalmente que el crecimiento económico del tercer trimestre de 2011 sea bastante positivo, tras tres trimestres de crecimiento negativo. No obstante, el ritmo de recuperación parece haberse moderado ligeramente en relación con el rápido repunte observado inmediatamente después del terremoto. Tras registrar ligeros incrementos en julio y agosto, la producción industrial se redujo alrededor de un 4 % (en tasa intermensual desestacionalizada) en septiembre. Pese a ello, las exportaciones reales de bienes aumentaron un 3,4 % en cifras intermensuales (desestacionalizadas) en septiembre, después de haberse incrementado con moderación en los dos meses anteriores, mientras que, por primera vez desde marzo, las importaciones reales disminuyeron un 1,8 %, en tasa intermensual. En términos nominales, la balanza de bienes continuó en niveles negativos, como ha sido el caso desde el seísmo, pero el déficit se redujo de modo significativo y se situó en 21,8 mm de yenes, en cifras desestacionalizadas (frente a un déficit de 265,2 mm de yenes en agosto). Recientemente, el Gobierno ha presentado ante el Parlamento la tercera propuesta de presupuesto suplementario por un total de unos 12 billones de yenes, destinados en su mayor parte a actividades de reconstrucción.

Por lo que respecta a la evolución de los precios de consumo, la inflación interanual, medida por el IPC, descendió hasta el 0 % en septiembre, desde el 0,2 % del mes anterior. Excluidos los alimentos frescos, la inflación interanual, medida por el IPC, se situó en el 0,2 % en septiembre, el mismo nivel que en agosto, mientras que, si se excluyen los alimentos y la energía, esta tasa aumentó desde el -0,5 % hasta el -0,4 %. En la reunión más reciente sobre política monetaria celebrada el 27 de octubre, 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 y ampliar su Programa de compras de activos en unos 5 billones de yenes, hasta 55 billones de yenes, aproximadamente.

REINO UNIDO

En el Reino Unido, la actividad económica ha seguido siendo relativamente moderada en los últimos meses. En el tercer trimestre de 2011, el PIB real aumentó un 0,5 %, en tasa intertrimestral, una evolución

que fue reflejo, en gran parte, de la desaparición de algunos factores temporales en el segundo trimestre del año. La mayor parte de los indicadores basados en encuestas de opinión permanecieron en niveles reducidos en octubre. Por consiguiente, en conjunto, es probable que el ritmo subyacente de crecimiento siga siendo lento a corto plazo, aunque los estímulos monetarios deberían respaldar la actividad económica. Todavía se prevé que el crecimiento de la demanda interna siga estando limitado por las restrictivas condiciones de concesión de créditos, el ajuste de los balances de los hogares y las sustanciales restricciones presupuestarias, mientras que el deterioro de las perspectivas relativas a la demanda externa podría obstaculizar el crecimiento de las exportaciones.

La inflación medida por el IPC ha seguido siendo elevada en los últimos meses, y en septiembre se incrementó hasta el 5,2%, desde el 4,5% de agosto. La inflación de los bienes energéticos y no energéticos continuó acelerándose, y el aumento de la inflación estuvo impulsado, fundamentalmente, por las considerables subidas de los precios del gas, el agua y la electricidad. A corto plazo, es probable que la inflación siga siendo alta, pero de cara a un futuro más lejano se espera que la gradual moderación de determinados factores transitorios (incluidos las anteriores subidas de los precios de las materias primas, los efectos retardados de la depreciación de la libra esterlina y el aumento del tipo impositivo del IVA en enero de 2011), así como la existencia de capacidad productiva sin utilizar, atenúen las presiones inflacionistas. 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, aunque en octubre decidió incrementar en 75 mm de libras esterlinas las compras de activos financiadas mediante la emisión de reservas del banco central, que se sumarían al saldo remanente de compras anteriores, que ascendía a 200 mm de libras esterlinas.

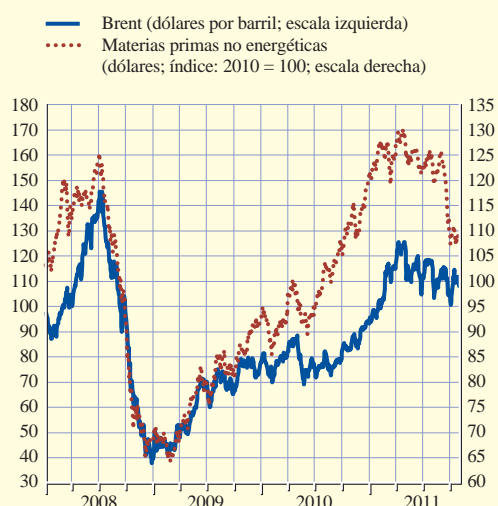
CHINA

En China, hasta ahora, la economía se ha mostrado resistente al deterioro de las perspectivas mundiales, y la evidencia disponible apunta a un aterrizaje suave en los próximos trimestres. En el tercer trimestre de 2011, el PIB real aumentó un 9,1%, en tasa interanual (desde el 9,5% del segundo trimestre), con una disminución de la contribución de la demanda interna al crecimiento y una contribución negativa de la demanda exterior neta. El proceso de apreciación del renminbi frente al dólar estadounidenses ha perdido bastante impulso desde principios de septiembre, mes en el que se observó una ligera disminución de las reservas internacionales, como consecuencia de efectos de tipo de cambio. El Banco Central de la República Popular China mantuvo sin variación sus tipos de interés oficiales y el coeficiente de reservas, en un entorno de presiones inflacionistas y abundante liquidez interna. En septiembre, la inflación interanual medida por el IPC se redujo hasta el 6,1%, solo 0,1 puntos porcentuales por debajo de la tasa de agosto. El descenso de la inflación medida por el IPC estuvo impulsado, fundamentalmente, por los precios de los alimentos, mientras que, excluidos los alimentos, la tasa también se moderó ligeramente. En el mercado inmobiliario, los precios solo experimentaron una ligera desaceleración, pese a los esfuerzos concertados de las autoridades. En octubre, el fondo soberano de China decidió adquirir una pequeña cantidad de acciones de los cuatro principales bancos comerciales públicos, con el fin de mejorar el clima de los mercados, en un entorno caracterizado por el aumento de las vulnerabilidades financieras internas.

1.2 MERCADOS DE MATERIAS PRIMAS

Los precios del petróleo aumentaron en octubre. El precio del barril de Brent se situaba, el 2 de noviembre, en 108 dólares estadounidenses, es decir, un 15,8% por encima del nivel registrado a comienzos de año y un 4,5% por encima del observado a principios de octubre (véase gráfico 4). No obstante, de cara al futuro, los participantes en el mercado prevén que los precios del petróleo sean más bajos en el medio

Gráfico 4 Evolución de los precios de las materias primas



Fuentes: Bloomberg y HWWI.

plazo y los futuros con entrega en diciembre de 2012 se negocian actualmente en torno a 103,1 dólares estadounidenses el barril.

El aumento de los precios guardó relación con la relativa tensión de las variables fundamentales físicas de los mercados, incluidas distorsiones en la oferta, principalmente en los países no pertenecientes a la OPEP, lo que contribuyó aún más al descenso observado de las existencias. No obstante, la presión alcista sobre los precios se atenuó en cierta medida como consecuencia de la reaparición de las tensiones en algunos mercados de deuda soberana de la zona del euro y de su esperado impacto a la baja sobre la demanda. En este contexto, la Agencia Internacional de la Energía rebajó aún más sus proyecciones de demanda para 2011 y 2012.

Los precios de las materias primas no energéticas descendieron aún más, en cifras agregadas, durante el mes de octubre, como consecuencia, princi-

palmente, de una acusada caída del componente de mineral de hierro. Por el contrario, tanto los precios de los alimentos como los de los metales se incrementaron en octubre, impulsados, sobre todo, por el maíz y el cobre, respectivamente, como resultado de las sólidas importaciones de las economías emergentes, además de la tensa situación de la oferta de cobre. En cifras agregadas, el índice de precios de las materias primas no energéticas (denominado en dólares estadounidenses) se situaba, a finales de septiembre, un 11,7 % por debajo del nivel de comienzos del año.

1.3 TIPOS DE CAMBIO

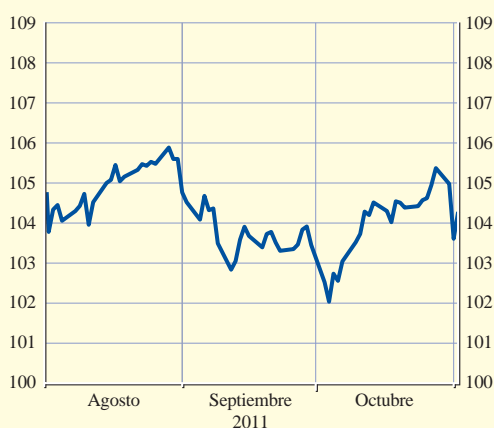
Desde finales de julio hasta principios de noviembre, el tipo de cambio efectivo nominal del euro, medido frente a las monedas de 20 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro, se mantuvo prácticamente estable en un entorno de fuerte volatilidad. El 2 de noviembre, se situaba un 0,1 % por debajo del nivel registrado a finales de julio de 2011 y un 0,3 % por debajo de la media de 2010 (véase gráfico 5).

En términos bilaterales, en los tres últimos meses el euro se ha depreciado frente a la mayoría de las principales monedas. Entre el 31 de julio y el 2 de noviembre, el euro se depreció un 3,2 % frente al dólar estadounidense, un 1,5 % frente a la libra esterlina, un 2,5 % frente al yen japonés y un 4,4 % frente al renminbi chino. Durante el mismo período, el euro se apreció un 6,6 % frente al franco suizo (que ahora cotiza por encima del tipo de cambio mínimo fijado por el Banco Nacional de Suiza), un 3 % frente al won coreano y un 2,3 % frente al dólar de Singapur. La moneda única se apreció también con fuerza frente a algunas otras monedas europeas, especialmente frente al forint húngaro (13,1 %) y frente al zloty polaco (9,1 %), así como frente a la corona checa (4 %) (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 todos los pares de monedas, salvo en el caso del euro frente al franco suizo, y actualmente se sitúa muy por encima de las medias de largo plazo.

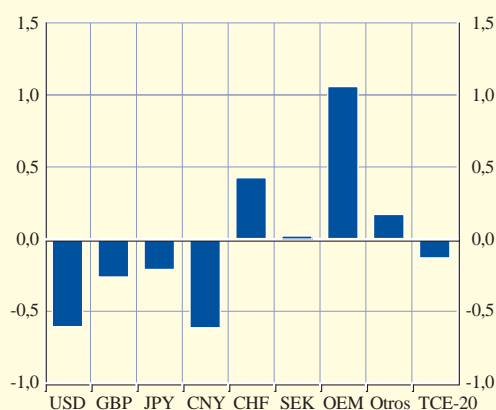
Gráfico 5 Tipo de cambio efectivo del euro (TCE-20) y sus componentes¹⁾

(datos diarios)

Índice: I 1999 = 100



Contribuciones a las variaciones del TCE-20²⁾
Del 29 de julio al 2 de noviembre de 2011
(en puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

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

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

Cuadro I Evolución del tipo de cambio del euro¹⁾

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

	Ponderación en el TCE-20	Nivel a 2 de noviembre de 2011	Apreciación (+)/depreciación (-) del euro a 2 de noviembre de 2011		
			desde:		en comparación con: media 2010
			29 de julio de 2011	1 de enero de 2010	
Dólar estadounidense	19,4	1,381	-3,2	-4,0	4,2
Libra esterlina	17,8	0,862	-1,5	-3,3	0,5
Renminbi chino	13,6	8,779	-4,4	-10,6	-2,1
Yen japonés	8,3	107,8	-2,5	-19,3	-7,3
Franco suizo	6,4	1,217	6,6	-18,2	-11,9
Zloty polaco	4,9	4,373	9,1	6,6	9,5
Corona sueca	4,9	9,073	0,0	-11,0	-4,9
Corona checa	4,1	25,15	4,0	-4,3	-0,5
Won coreano	3,9	1,548	3,0	-6,9	1,1
Forint húngaro	3,1	305,4	13,1	13,2	10,8
TCEN ²⁾		104,3	-0,1	-6,8	-0,3

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).

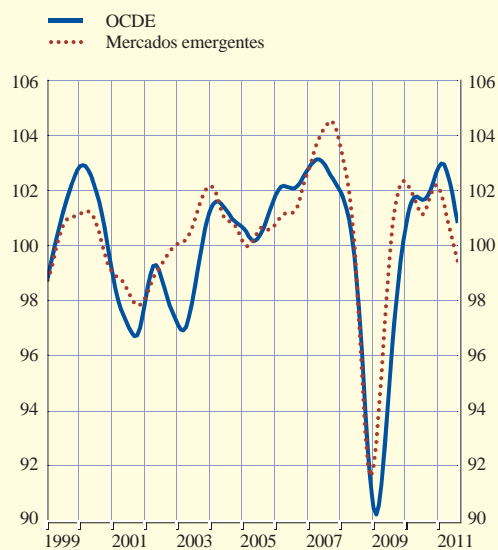
Entre el 31 de julio y el 2 de noviembre de 2011, las monedas que participan en el MTC II se mantuvieron, en general, estables frente al euro, cotizando al tipo de cambio correspondiente a las respectivas paridades centrales o en torno a dichas paridades. El lats letón cotizó en niveles más próximos a la paridad central dentro de la banda de fluctuación de $\pm 1\%$, establecida unilateralmente.

I.4 PERSPECTIVAS DEL ENTORNO EXTERIOR

De cara al futuro, aunque la gradual desaparición de algunos factores transitorios adversos debería respaldar la actividad económica mundial en el segundo semestre del año, se prevé que las dificultades estructurales que experimentan, en particular, las economías avanzadas, así como la reaparición de las tensiones en los mercados financieros mundiales, moderen la dinámica de crecimiento a medio plazo. Ello es coherente con la evolución del indicador sintético adelantado de la OCDE —diseñado para anticipar puntos de giro de la actividad económica en relación con la tendencia— correspondiente a agosto, que sigue apuntando a una desaceleración de la actividad en la mayoría de los países de la OCDE y en las principales economías que no forman parte de esta organización. Además, los datos más recientes sobre el comercio mundial también sugieren que el crecimiento será lento en los próximos meses. En un entorno de incertidumbre particularmente elevada, los riesgos para la actividad se mantienen a la baja. Estos riesgos guardan relación, principalmente, con las tensiones que se observan en algunos segmentos de los mercados financieros, así como con la persistencia de los altos precios de la energía, las presiones proteccionistas y la posibilidad de que se produzca una corrección desordenada de los desequilibrios mundiales

Gráfico 6 Indicadores sintéticos adelantados de la OCDE

(datos mensuales; ajustados a la amplitud del ciclo)



Fuente: OCDE.

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

2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

2.1 DINERO Y CRÉDITO DE LAS IFM

La tasa de crecimiento interanual de M3 continuó incrementándose en septiembre de 2011, mientras que la de los préstamos concedidos al sector privado permaneció sin cambios. En gran medida, la intensificación del crecimiento de M3 observada en agosto y septiembre es reflejo del recrudescimiento de las tensiones en algunos mercados financieros. Por el momento, no existen indicios claros de que el citado recrudescimiento haya afectado a la oferta de préstamos. Sin embargo, dado que los efectos en la oferta podrían manifestarse con retardo, es necesario vigilar atentamente la evolución del crédito en los próximos meses. Si se analiza más allá de los flujos de cartera a corto plazo derivados del clima de incertidumbre, la tasa subyacente de expansión monetaria y crediticia se ha mantenido en un nivel moderado, en general.

EL AGREGADO MONETARIO AMPLIO M3

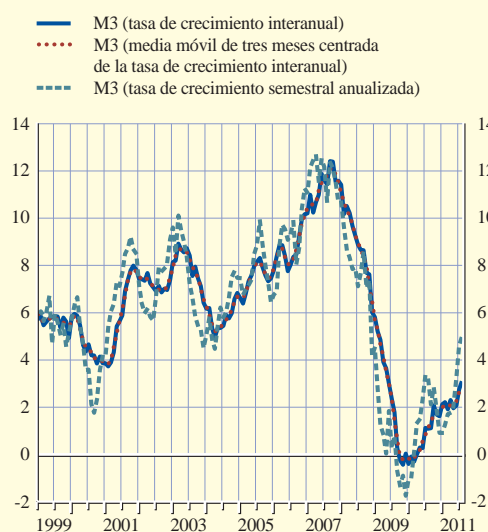
La tasa de crecimiento interanual de M3 aumentó hasta el 3,1 % en septiembre, desde el 2,7 % de agosto (véase gráfico 7). La tasa de crecimiento intermensual fue sólida (0,4 %), aunque bastante menor que la tasa del 1,2 % registrada el mes anterior, que fue excepcionalmente elevada. Los niveles particularmente altos de incertidumbre observados en los mercados financieros desde agosto favorecieron estos flujos de entrada continuados. En particular, los hogares incrementaron sus tenencias de activos monetarios líquidos en detrimento de activos de mayor riesgo, debido a la significativa incertidumbre en torno a las perspectivas económicas, la intensificación de la crisis de la deuda soberana y las considerables caídas de los mercados bursátiles. Asimismo, el hecho de que sigan llevándose a cabo numerosas cesiones temporales a través de entidades de contrapartida central pone de relieve la desconfianza existente entre las entidades de crédito y apunta a una preferencia por los préstamos interbancarios con garantías contratados a través de plataformas electrónicas, más que por los préstamos interbancarios directos sin garantías.

Por lo que respecta a los componentes, la tasa de crecimiento interanual de M1 se incrementó nuevamente en septiembre, a pesar de la considerable reducción intermensual que experimentaron los depósitos a la vista de las sociedades no financieras. La tasa de crecimiento interanual de otros depósitos a corto plazo (es decir, M2 menos M1) permaneció prácticamente sin variación, mientras que la de los instrumentos negociables (es decir, M3 menos M2) volvió a elevarse. Esta evolución fue reflejo de los aumentos similares registrados en las cesiones temporales realizadas a través de entidades de contrapartida central y de las compras de valores distintos de acciones a corto plazo emitidos por las IFM y de participaciones en fondos del mercado monetario por parte del sector tenedor de dinero.

En cuanto a las contrapartidas, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado (ajustados por el impacto de

Gráfico 7 Crecimiento de M3

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



Fuente: BCE.

las ventas y titulaciones de préstamos) se mantuvo sin cambios en el 2,7 % en septiembre, ya que las tasas de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM a los hogares y a las sociedades no financieras prácticamente no variaron.

Los principales activos mantenidos por las IFM de la zona del euro (excluido el Eurosistema) aumentaron en septiembre por tercer mes consecutivo. Este incremento estuvo determinado, sobre todo, por el importante ascenso que volvieron a registrar los préstamos entre IFM, que fue reflejo, posiblemente, del mayor recurso a la financiación del Eurosistema. El aumento de las tenencias de activos exteriores y de los préstamos al sector privado por parte de las IFM también contribuyó levemente a la expansión de los principales activos de las IFM observada en septiembre.

PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

Las tasas de crecimiento interanual del agregado monetario estrecho M1 y de los instrumentos negociables impulsaron el crecimiento de M3 en septiembre, mientras que la tasa de crecimiento interanual de otros depósitos a corto plazo se mantuvo prácticamente sin variación.

La tasa de crecimiento interanual de M1 se incrementó hasta el 2 % en septiembre, desde el 1,7 % de agosto. Es probable que el nuevo aumento de esta tasa sea reflejo del alto grado de incertidumbre económica, como pone de manifiesto el acusado descenso de la confianza de los consumidores reflejado en las encuestas de opinión. Tras los significativos flujos de entrada registrados en los depósitos a la vista en agosto, se observó un reajuste en septiembre, cuando se registraron flujos mensuales negativos debido a la importante reducción de los depósitos de las sociedades no financieras. En cambio, los hogares y los intermediarios financieros no monetarios distintos de las empresas de seguros y fondos de pensiones (OIF) aumentaron sus tenencias de depósitos a la vista. Las cotizaciones bursátiles volvieron a caer en septiembre, aunque en menor medida que en agosto, posiblemente induciendo al sector privado a vender más valores, en beneficio de instrumentos líquidos incluidos en M3.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista se mantuvo prácticamente sin variación en el 3,1 % en septiembre. Este resultado oculta una evolución dispar de las tasas de crecimiento interanual de los dos subcomponentes, ya que la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a plazo hasta dos años apenas cambió, mientras que la de los depósitos de ahorro a corto plazo (es decir, depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses) se redujo significativamente. No obstante, los flujos mensuales de los dos subcomponentes fueron positivos en septiembre. El hecho de que, desde comienzos de año, los flujos de entrada observados en los depósitos a plazo hasta dos años fueran más elevados que los registrados en los depósitos a la vista y en los depósitos de ahorro a corto plazo obedece al aumento del diferencial entre la remuneración de los depósitos a plazo hasta dos años y la de los otros dos tipos de depósito en este período.

La tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables experimentó un nuevo avance, hasta situarse en el 7,3 % en septiembre, frente al 5,3 % de agosto. Aunque los flujos de entrada mensuales fueron menores que en agosto, la contribución de las cesiones temporales realizadas en el mercado interbancario a través de entidades de contrapartida central continuó siendo significativa. Es probable que estas operaciones respondan, en parte, a una preferencia por las operaciones de préstamos interbancarios con garantías realizadas a través de entidades de contrapartida central, en un entorno caracterizado por la intensificación de la incertidumbre sobre la solidez financiera percibida de las contrapartidas. Además, las participaciones en fondos del mercado monetario registraron entradas, al igual que en agosto. Es probable que estos flujos reflejen ajustes de cartera temporales, en particular en forma de ventas de participaciones en fondos de inversión. La utilización transitoria de estos

instrumentos se observó también durante el período en el que se produjeron desplazamientos de cartera extraordinarios, entre 2001 y mediados de 2003. Las tenencias de valores distintos de acciones a corto plazo (es decir, con vencimiento hasta dos años) por parte del sector tenedor de dinero también se incrementaron.

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, permaneció sin variación en el 3,6% en septiembre. Los flujos mensuales fueron positivos en el caso de los depósitos de los hogares y de OIF, pero, por el contrario, pasaron a ser negativos en el caso de las sociedades no financieras, las empresas de seguros y fondos de pensiones, y las Administraciones Públicas distintas de la Administración Central.

PRINCIPALES CONTRAPARTIDAS DE M3

En cuanto a las contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual del crédito concedido por las IFM a residentes en la zona del euro se situó en el 2,4% en septiembre, manteniéndose prácticamente sin variación con respecto al mes anterior (véase cuadro 2). Esta evolución enmascara una intensificación del crecimiento del crédito concedido a las Administraciones Públicas y una moderación del crecimiento del crédito otorgado al sector privado.

La intensificación del crecimiento del crédito concedido a las Administraciones Públicas estuvo impulsada por las adquisiciones de valores de deuda pública, que se vieron contrarrestadas parcialmente por un descenso de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos otorgados a este sector. La elevada tasa de crecimiento interanual del crédito concedido a las Administraciones Públicas refleja, en gran medida, el impacto de la financiación de anteriores transferencias de activos a estructuras de «bancos malos» clasificadas dentro del sector público.

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 IV	2011 I	2011 II	2011 III	2011 Ago	2011 Sep
M1	48,5	4,9	3,2	1,7	1,4	1,7	2,0
Efectivo en circulación	8,5	5,6	4,9	4,2	4,5	4,5	5,3
Depósitos a la vista	40,1	4,8	2,9	1,2	0,8	1,1	1,4
M2 - M1 (= otros depósitos a corto plazo)	38,8	-1,1	1,3	3,4	3,4	3,2	3,1
Depósitos a plazo hasta dos años	18,9	-8,7	-2,7	2,3	3,2	3,0	3,1
Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses	19,9	7,2	5,4	4,5	3,7	3,5	3,0
M2	87,4	2,2	2,4	2,4	2,3	2,4	2,5
M3 - M2 (= instrumentos negociables)	12,6	-3,0	-1,7	-0,4	3,3	5,3	7,3
M3	100,0	1,5	1,9	2,1	2,4	2,7	3,1
Crédito a residentes en la zona del euro		3,4	3,7	3,1	2,5	2,5	2,4
Crédito a las Administraciones Públicas		11,8	10,9	6,5	5,2	5,4	5,6
Préstamos a las Administraciones Públicas		15,5	17,7	10,7	7,0	6,3	6,1
Crédito al sector privado		1,5	2,1	2,4	1,9	1,8	1,6
Préstamos al sector privado		1,7	2,4	2,6	2,5	2,5	2,5
Préstamos al sector privado ajustados de ventas y titulaciones ²⁾		2,2	2,8	2,9	2,7	2,7	2,7
Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas)		2,7	2,8	3,4	3,6	3,5	3,1

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 titulación.

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 IV	2011 I	2011 II	2011 III	2011 Ago	2011 Sep
Sociedades no financieras	42,2	-0,3	0,6	1,1	1,5	1,5	1,6
<i>Ajustados de ventas y titulizaciones²⁾</i>	-	0,6	1,5	1,9	2,2	2,1	2,2
Hasta un año	24,7	-4,6	-1,2	1,6	4,0	4,0	3,6
De uno a cinco años	18,3	-2,6	-2,4	-2,9	-3,6	-3,5	-3,8
Más de cinco años	57,1	2,6	2,4	2,2	2,2	2,1	2,5
Hogares³⁾	46,7	2,8	3,1	3,4	3,0	2,9	2,9
<i>Ajustados de ventas y titulizaciones²⁾</i>	-	3,0	3,1	3,0	2,7	2,7	2,6
Crédito al consumo ⁴⁾	11,9	-0,9	-0,9	-0,9	-1,9	-2,0	-1,9
Préstamos para adquisición de vivienda ⁴⁾	72,2	3,6	4,0	4,4	4,0	3,9	3,9
Otras finalidades	15,9	2,6	2,4	2,1	2,5	2,3	2,4
Empresas de seguros y fondos de pensiones	0,8	7,7	7,6	3,2	6,8	9,8	7,4
Otros intermediarios financieros no monetarios	10,2	4,7	7,0	6,0	4,1	4,6	4,6

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 del crédito otorgado al sector privado disminuyó hasta el 1,6 % en agosto, desde el 1,8 % registrado el mes anterior. Esta evolución es consecuencia de la significativa contracción de las tenencias de acciones y valores distintos de acciones por parte de las IFM, y oculta un aumento moderado de los préstamos concedidos por este sector. El flujo mensual positivo de préstamos de las IFM al sector privado (ajustados por ventas y titulizaciones) fue casi igual al de los préstamos mantenidos en los balances de estas instituciones, lo que sugiere que las ventas y titulizaciones de préstamos fueron moderadas en septiembre. El flujo mensual positivo de préstamos concedidos al sector privado estuvo impulsado, principalmente, por los préstamos a las sociedades no financieras y, en menor medida, a los hogares, mientras que los préstamos a OIF se redujeron.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM a las sociedades no financieras (ajustados por ventas y titulizaciones) se mantuvo prácticamente sin variación en el 2,2 % en septiembre, observándose un flujo positivo considerable en dicho mes. El detalle de los préstamos por plazos de vencimiento indica que se apreciaron flujos positivos para todos los plazos, habiéndose registrado las entradas más cuantiosas en préstamos a más de cinco años. El hecho de que estos flujos sean mayores en el caso de los préstamos a plazos más largos que en el de los préstamos con vencimientos más cortos sugiere que, en general, la concesión de préstamos no fue resultado, en un grado significativo, de la disposición de líneas de crédito previamente comprometidas, que suelen ir asociadas con los préstamos a corto plazo. Al mismo tiempo, la heterogeneidad entre los distintos países en la evolución de los préstamos siguió siendo notable, en consonancia con la desigual recuperación de la actividad económica, con las diferentes necesidades de financiación externa de los diversos sectores industriales, con los distintos grados de tensión en relación con la financiación de las entidades de crédito y con los diferentes niveles de endeudamiento de las sociedades no financieras. Para conocer más detalles de la evolución de los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras por actividad económica, véase el recuadro 1.

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LOS PRÉSTAMOS DE LAS IFM A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, DESGLOSADOS POR SECTOR ECONÓMICO

La evolución de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado, en particular a las sociedades no financieras, se evalúa periódicamente en el marco de los análisis económico y monetario que lleva a cabo el BCE. La reciente crisis económica y financiera y la posterior recuperación de la actividad económica han coincidido con acusadas fluctuaciones de la tasa de crecimiento de los préstamos a las sociedades no financieras, que reflejan, en parte, cambios entre la financiación bancaria y la financiación en los mercados. Debido, principalmente, a la fuerte contracción de la demanda de préstamos, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos otorgados por las IFM a las sociedades no financieras cayó desde más del 15 % a principios de 2008 hasta aproximadamente el -3 % a principios de 2010. A partir del primer trimestre de 2011, esta tasa ha retornado a niveles positivos. Tras los datos publicados recientemente (basados en la clasificación NACE) sobre los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras, desagregados por sector económico, hasta el segundo trimestre de 2011, en este recuadro se analiza con mayor profundidad el desglose sectorial de los préstamos totales concedidos a estas sociedades en un momento en el que se recupera su crecimiento¹.

Confirmación de la recuperación del crecimiento de los préstamos en el segundo trimestre de 2011

Aunque en algunos subsectores concretos pueden hallarse rupturas en las series de datos, en un nivel superior de agregación, la distribución de los préstamos entre sectores se ha mantenido relativamente estable desde que comenzó la recopilación de datos en 2003 (representando los servicios casi el 70 % de los préstamos totales; la industria, prácticamente el 20 %, y la construcción, casi el 10 %). No obstante, los datos sobre el desglose sectorial de los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras deberían interpretarse con cautela².

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras se recuperó y volvió a situarse en niveles positivos en el primer semestre de 2011, siendo ello reflejo de la favorable evolución económica de este sector. Más concretamente, los datos correspondientes a las grandes y medianas empresas cotizadas mostraron una ligera mejora de la rentabilidad. La tasa de crecimiento interanual de las ventas netas de las empresas también continuó aumentando en los dos primeros trimestres del año, impulsada por el intenso comercio exterior, aunque a un ritmo menor que en trimestres anteriores. Además, en el primer semestre de 2011, el dinamismo del crecimiento de la inversión en capital fijo y de la variación de existencias apuntó a una mayor necesidad de financiación externa. Al mismo tiempo, la recuperación del crecimiento de los préstamos fue moderada, ya que las empresas seguían estando altamente endeudadas, en términos históricos, lo que, probablemente, las indujo a limitar su demanda de nuevos préstamos.

1 Para obtener más información sobre los últimos datos publicados, véase la nota de prensa del 17 de octubre de 2011 (www.ecb.europa.eu/stats/html/index.en.html). Para consultar un análisis anterior, véase el recuadro titulado «El papel de los distintos sectores en la evolución reciente de los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras», *Boletín Mensual*, BCE, noviembre de 2010.

2 El desglose sectorial disponible en relación con los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras se basa, a diferencia de las estadísticas agregadas del BCE sobre préstamos de las IFM, en datos recogidos a escala nacional (obtenidos, por ejemplo, de centrales de información de riesgos o de encuestas) que no están totalmente armonizados y que, en parte, son estimaciones. Además, la introducción de la clasificación NACE revisada (NACE Rev. 2) ha generado una serie de cambios en el desglose sectorial de los préstamos totales concedidos a las sociedades no financieras, que también ha afectado a las tasas de crecimiento de los préstamos otorgados a los distintos sectores en 2010 y 2011.

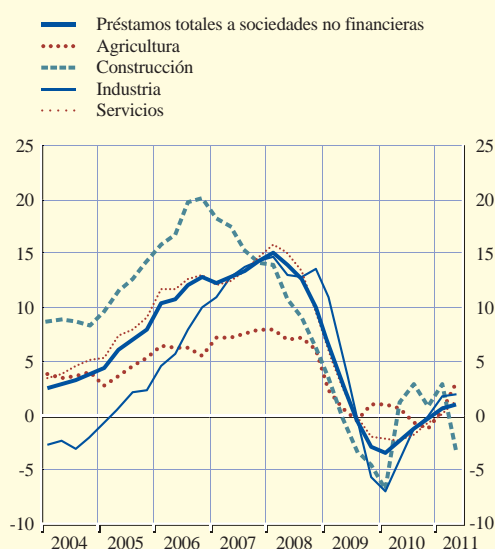
Evolución en los distintos sectores y países

La recuperación de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos totales concedidos a las sociedades no financieras en el primer semestre de 2011 fue generalizada en los principales sectores, salvo por el considerable descenso observado en la tasa de crecimiento interanual de los préstamos destinados a la construcción en el segundo trimestre de 2011 (véase gráfico A). No obstante, la evolución positiva registrada en los servicios ocultó una heterogeneidad elevada entre subsectores. Por ejemplo, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos para actividades de transporte, almacenamiento y comunicación disminuyó en la primera mitad de 2011, habiendo pasado a ser negativa en el segundo trimestre del año. En cambio, el crecimiento de los préstamos destinados a actividades inmobiliarias, de alquiler y empresariales se recuperó con fuerza, convirtiéndose en el principal motor del crecimiento total de los préstamos a las sociedades no financieras en el segundo trimestre de 2011. Mientras tanto, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a la industria (que incluye manufacturas, electricidad, suministro de agua y gas, minería y extracción) también registró una recuperación significativa durante el primer semestre de 2011.

En vista del impacto de las reclasificaciones, que han afectado al desglose sectorial de los préstamos en determinados países, el análisis de la evolución del crecimiento de los préstamos podría reforzarse agregando algunos sectores específicos. Por ejemplo, podría esgrimirse que, dada la relación existente entre la construcción y los servicios inmobiliarios y el hecho de que estos dos sectores han

Gráfico A Préstamos a sociedades no financieras, por sector económico

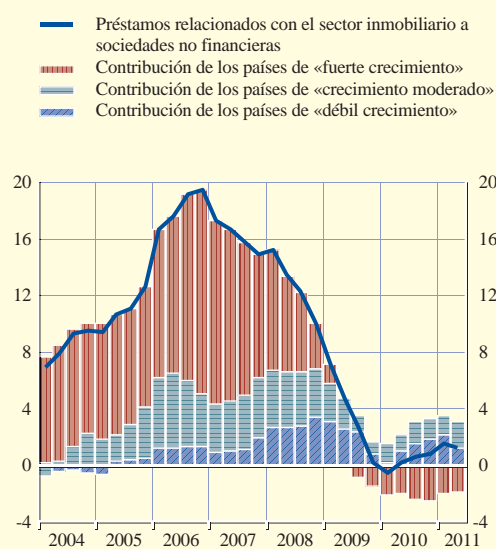
(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

Gráfico B Préstamos relacionados con el sector inmobiliario concedidos a sociedades no financieras y heterogeneidad entre países

(tasas de variación interanual; puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

Notas: Los «préstamos relacionados con el sector inmobiliario» incluyen los préstamos a sociedades no financieras que operan en la construcción y en el sector de actividades inmobiliarias (basados en los datos de los países que presentan las series pertinentes a partir de 2003). Se considera que los países son de crecimiento «fuerte» (Italia, España, Irlanda y Grecia), «moderado» (Francia, Bélgica, Finlandia y Luxemburgo) o «débil» (Alemania, Países Bajos, Austria y Portugal) en función de las tasas de crecimiento registradas en 2006 a escala nacional.

sido objeto de reclasificación en ciertos países, resultaría más adecuado combinarlos para llevar a cabo el citado análisis³. El agregado resultante indica que el crecimiento de estos préstamos solo se debilitó ligeramente en el segundo trimestre de 2011, tras una recuperación moderada entre mediados de 2010 y el primer trimestre de 2011 (véase gráfico B).

La evolución de los préstamos muestra señales de heterogeneidad entre países en la mayoría de los sectores, especialmente en el sector inmobiliario, habida cuenta de la diferente evolución de los mercados de la vivienda en los países de la zona del euro. Estas divergencias pueden ilustrarse agrupando a los países de la zona en tres categorías, en función de la tasa de crecimiento media de los préstamos relacionados con el sector inmobiliario en 2006, año en el que se registraron máximos históricos. Los países de «fuerte crecimiento», que impulsaron la mayor parte del auge crediticio anterior a 2007, así como la posterior caída, todavía contribuyen negativamente al crecimiento de estos préstamos. En cambio, la modesta recuperación que se está experimentando actualmente tiene su origen en los países de «débil crecimiento», mientras que la aportación de los países de «crecimiento moderado» se ha mantenido estable.

En conjunto, el primer semestre de 2011 fue testigo de una moderada recuperación del crecimiento de los préstamos a las sociedades no financieras, que fue generalizada en los principales sectores (aunque con determinadas excepciones). Al mismo tiempo, se mantienen las señales de heterogeneidad entre países, en particular en lo referente a los préstamos relacionados con el sector inmobiliario.

3 Dado que los datos correspondientes a los servicios inmobiliarios solo se detallan, en la mayoría de los casos, combinados con otras actividades (como las actividades de alquiler y empresariales), se realiza una estimación de los préstamos inmobiliarios utilizando los datos de los países de la zona del euro que desglosan las estimaciones de sus actividades inmobiliarias. Este cálculo se usa posteriormente para estimar los préstamos destinados a estas actividades en la zona del euro. Además, el agregado para la zona del euro se basa únicamente en datos disponibles a partir de 2003.

Las tasas de crecimiento interanual de i) los préstamos concedidos por las IFM a los hogares ajustados por ventas y titulaciones, y ii) los préstamos otorgados a dicho sector reflejados en los balances de las IFM permanecieron sin apenas variación con respecto al mes anterior, en el 2,6% y el 2,9%, respectivamente. En cuanto a los principales componentes del endeudamiento de los hogares, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos para adquisición de vivienda no cambió, mientras que la del crédito al consumo se mantuvo en terreno negativo (aunque aumentó ligeramente). La debilidad del crédito al consumo podría reflejar, en cierta medida, las peores perspectivas de actividad económica y los elevados niveles de endeudamiento de los hogares. En general, los datos de septiembre confirman la valoración de que la recuperación de los préstamos a los hogares se ha estabilizado. En el recuadro titulado «Cuentas integradas de la zona del euro del segundo trimestre de 2011», que figura en la sección 2.6, se presenta un análisis más amplio del ahorro, la inversión y la financiación, detallados por sector institucional.

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) experimentó un descenso, situándose en el 3,1% en septiembre, frente al 3,5% de agosto. Esta evolución estuvo determinada por la fuerte moderación del crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a largo plazo de las IFM, principalmente como consecuencia de efectos de base y, en menor medida, ligeros flujos negativos en este tipo de instrumentos. La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a largo plazo se incrementó levemente, debido casi en su totalidad al aumento de las tenencias de este instrumento por parte del sector de OIF, como consecuencia de titulaciones que no se dieron posteriormente de baja del balance. En septiembre se observó un modesto flujo mensual negativo en capital y reservas, que pudo ser reflejo del saneamiento contable de la cartera de deuda pública de las entidades de crédito en varios países.

Los flujos interanuales de entrada registrados en la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM aumentaron hasta situarse en 233 mm de euros en septiembre, frente a los 194 mm de euros de agosto (véase gráfico 8), como resultado de una entrada mensual de 43 mm de euros, que sería coherente con la adquisición de valores emitidos por el sector tenedor de dinero de la zona del euro por parte de no residentes. Además, los residentes en la zona del euro pueden haber vendido activos no pertenecientes a la zona, contribuyendo así a los significativos flujos de entrada en M3.

En general, la intensificación del crecimiento de M3 observada en agosto y septiembre refleja, en gran medida, la incertidumbre del entorno de los mercados financieros y apunta a tensiones de financiación en las entidades de crédito en determinados países. Por el momento, no existen indicios claros de que el recrudecimiento de las tensiones en los mercados financieros haya afectado a la oferta de préstamos en el conjunto de la zona del euro. Sin embargo, dado que los efectos en la oferta podrían manifestarse con retardo, es necesario vigilar atentamente la evolución del crédito en los próximos meses. Si se adopta la perspectiva adecuada a medio plazo y se analiza más allá de los flujos resultantes de la reestructuración de carteras provocada por la intensificación de la incertidumbre en los mercados financieros, la tasa subyacente de expansión monetaria y del crédito se mantiene en niveles moderados.

2.2 EMISIONES DE VALORES

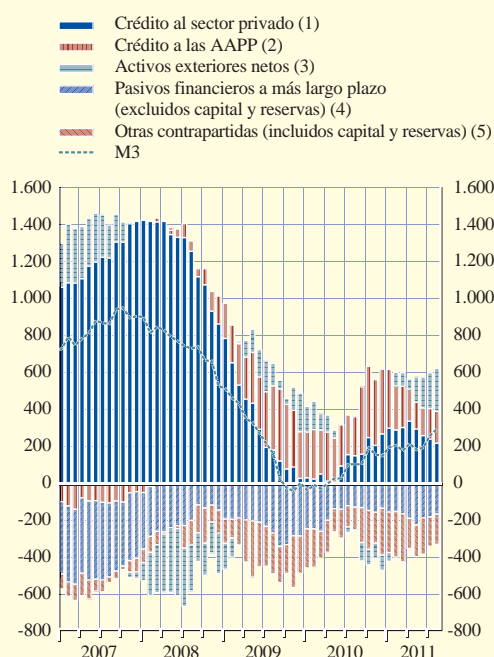
La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro disminuyó hasta el 3,3% en agosto de 2011. Puede que la menor actividad emisora por parte del sector público y de los intermediarios financieros haya obedecido, en parte, a la reaparición de tensiones en los mercados durante los meses de verano, aunque el recurso de las sociedades no financieras a la financiación mediante valores de renta fija se mantuvo constante. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones cotizadas aumentó levemente, hasta el 1,9%, impulsada por las emisiones de las IFM, mientras que la emisión de acciones por parte de las sociedades no financieras y de las instituciones financieras distintas de las IFM prácticamente no varió.

VALORES DISTINTOS DE ACCIONES

En agosto de 2011, la tasa de crecimiento anualizada de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro se redujo hasta el 3,3%, desde el 3,7% registrado el mes anterior (véase cuadro 4). Esta evolución general estuvo impulsada, principalmente, por la emisión de valores distintos de

Gráfico 8 Contrapartidas de M3

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



Fuente: BCE.

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

Cuadro 4 Valores emitidos por residentes en la zona del euro

Sector emisor	Saldo vivo (mm de euros) Agosto 2011	Tasas de crecimiento interanual ¹⁾					
		2010 III	2010 IV	2011 I	2011 II	2011 Jul	2011 Ago
Valores distintos de acciones	16.240	3,4	3,6	3,7	3,4	3,7	3,3
IFM	5.392	-0,6	-0,1	0,6	1,1	1,8	1,9
Instituciones financieras no monetarias	3.237	0,9	1,3	1,8	0,6	0,5	-1,0
Sociedades no financieras	849	10,5	8,5	6,4	4,0	4,8	5,1
Administraciones Públicas	6.762	7,6	7,5	7,3	6,9	6,8	6,4
<i>De las cuales:</i>							
Administración Central	6.165	7,3	7,1	6,7	6,1	6,2	5,6
Otras Administraciones Públicas	597	11,0	12,4	13,0	15,8	13,3	15,3
Acciones cotizadas	3.993	1,8	1,7	1,3	1,4	1,8	1,9
IFM	383	5,2	6,6	6,4	7,5	12,1	13,4
Instituciones financieras no monetarias	282	4,3	3,3	1,8	2,6	3,3	3,3
Sociedades no financieras	3.328	0,9	0,8	0,6	0,5	0,4	0,4

Fuente: BCE.

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

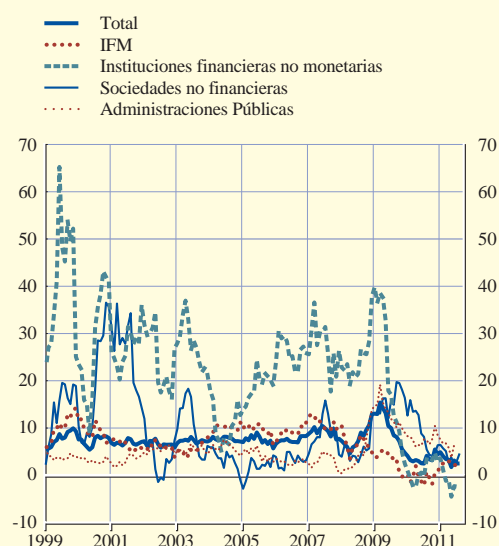
acciones a largo plazo a tipo de interés fijo, mientras que la emisión de valores a corto plazo continuó descendiendo, al igual que la emisión de valores a largo plazo a tipo de interés variable. Si se analizan las tendencias a corto plazo, la tasa de crecimiento semestral anualizada y desestacionalizada de los valores distintos de acciones emitidos apenas varió en agosto de 2011, situándose en torno al 2,5% (véase gráfico 9). La estable tasa de crecimiento a corto plazo de la emisión de valores distintos de acciones refleja el repunte de la tasa de crecimiento de este tipo de valores emitidos por las sociedades no financieras, que se vio contrarrestado por una disminución mayor de las emisiones realizadas por las instituciones financieras distintas de las IFM.

Aunque las emisiones de valores a corto plazo han ido reduciéndose desde principios de 2010, este descenso se ha visto compensado con creces por el crecimiento de las emisiones de valores distintos de acciones a largo plazo a tipo de interés fijo. Este patrón se mantuvo en agosto de 2011. Aunque las emisiones de valores distintos de acciones a largo plazo a tipo de interés variable mostraron señales de moderada recuperación a finales de 2010 y comienzos de 2011, su evolución no fue sostenida en el segundo trimestre de 2011 ni en los dos primeros meses del tercer trimestre. De hecho, la disminución de estas emisiones se aceleró en agosto de 2011, continuando así una tendencia de registros muy poco firmes que se inició en marzo del año en curso.

La tasa de crecimiento total de las emisiones de valores distintos de acciones registrada en agosto oculta una evolución dispar en los distintos sectores. La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por el sector de Administraciones Públicas se redujo de nuevo

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.

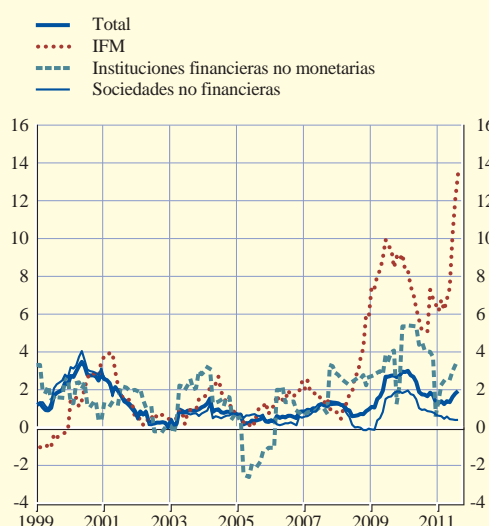
en agosto, hasta situarse en el 6,4%, en comparación con el 6,8% de julio. En cambio, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las sociedades no financieras aumentó hasta el 5,1% en agosto, desde el 4,7% de julio. Este mayor crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por el sector empresas puede explicarse, en parte, por el endurecimiento de los criterios de concesión de crédito bancario en el tercer trimestre del año, que han obligado a las empresas a buscar financiación en los mercados de deuda. Sin embargo, la actividad emisora del sector empresas sigue estando muy por debajo de las cotas máximas alcanzadas en 2009 y 2010. En el sector financiero, la emisión de valores distintos de acciones se mantuvo en niveles moderados por la intensificación de las tensiones en los mercados financieros. La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las IFM fue muy baja, en términos históricos, y se situó en el 1,9% en agosto. La tasa de crecimiento interanual de las emisiones de valores de las instituciones financieras distintas de las IFM pasó a ser negativa en agosto, situándose en el -1%.

ACCIONES COTIZADAS

La tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones cotizadas por parte de residentes en la zona del euro aumentó levemente, hasta situarse en el 1,9% en agosto de 2011, debido principalmente a la mayor actividad emisora de las IFM. La tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones por parte de las IFM se elevó hasta el 13,4% en agosto de 2011, desde el 12,1% de julio (véase gráfico 10). Las emisiones de acciones por parte de las IFM de la zona del euro respaldaron sus continuos esfuerzos por sanear sus balances y reponer sus bases de capital. Al mismo tiempo, las tasas de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por las instituciones financieras distintas de las IFM y por las sociedades no financieras se mantuvieron sin variación en el 3,3% y el 0,4%, respectivamente.

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 prácticamente sin variación entre principios y finales de octubre de 2011. En el décimo período de mantenimiento de 2011, que comenzó el 12 de octubre, el EONIA permaneció en un nivel relativamente reducido durante los dos primeros días, antes de aumentar y situarse durante dicho mes algo más próximo al tipo de interés de las operaciones principales de financiación que en el período de mantenimiento anterior.

Los tipos de interés del mercado monetario sin garantías se mantuvieron prácticamente sin variación entre principios y finales de octubre de 2011. El 2 de noviembre, los tipos euríbor a un mes, a tres meses, a seis meses y a doce meses se situaron en el 1,36%, el 1,58%, el 1,78% y el 2,11%, respectivamente, es decir, 1, 2, 2 y 2 puntos básicos, respectivamente, por encima de los niveles observados el 5 de octubre. En consecuencia, el diferencial entre el euríbor a doce meses y a un mes, un indicador de la pendiente

de la curva de rendimientos del mercado monetario, aumentó 1 punto básico y se situó en 75 puntos básicos el 2 de noviembre (véase gráfico 11).

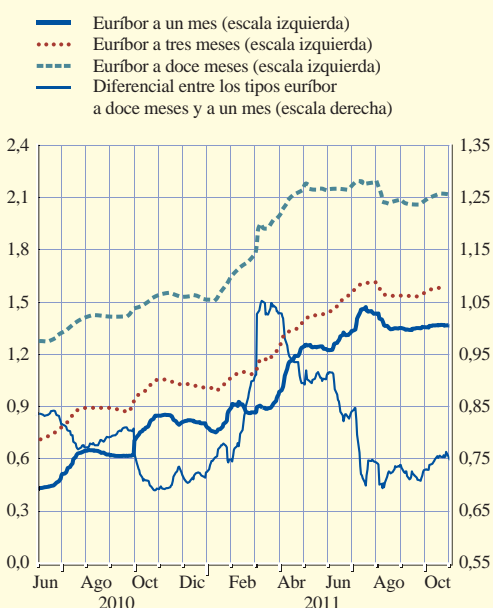
El tipo *swap* del EONIA a tres meses se situó en el 0,71 % el 2 de noviembre, 3 puntos básicos por debajo del nivel observado el 5 de octubre. El tipo sin garantías correspondiente aumentó 2 puntos básicos, hasta el 1,58 %, el 2 de noviembre, por lo que el diferencial entre el euríbor a tres meses sin garantías y el tipo *swap* del EONIA al mismo plazo se incrementó 5 puntos básicos y se situó en 87 puntos básicos en dicha fecha.

El 2 de noviembre, los tipos de interés implícitos en los precios de los futuros del euríbor a tres meses con vencimiento en diciembre de 2011 y marzo, junio y septiembre de 2012 se situaron en el 1,31 %, el 1,06 %, el 1,05 % y el 1,10 %, respectivamente, lo que representa aumentos de 7 y 1 puntos básicos y descensos de 1 y 1 puntos básicos, respectivamente, en comparación con los niveles observados el 5 de octubre.

Entre el 5 de octubre y el 11 de octubre, último día del noveno período de mantenimiento, el EONIA permaneció estable en torno al 0,95 %, en un contexto de continuo exceso de liquidez, antes de repuntar y situarse en el 1,22 % el último día del período de mantenimiento. Durante el resto de octubre el EONIA se mantuvo algo más próximo al tipo de interés de las operaciones principales de financiación que en el período de mantenimiento anterior, experimentando un descenso a principios de noviembre. El 2 de noviembre, este índice se situó en el 0,90 % (véase gráfico 12). En conjunto, la evolución del EONIA fue reflejo de la combinación de la preferencia de las entidades de crédito por cumplir las exigencias de reservas al comienzo del período de mantenimiento y del volumen total de exceso de liquidez.

Gráfico 11 Tipos de interés del mercado monetario

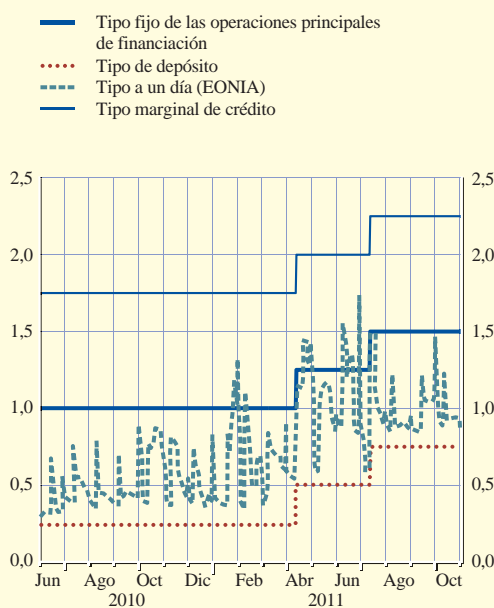
(porcentajes; diferencial en puntos porcentuales; datos diarios)



Fuentes: BCE y Thomson Reuters.

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

(porcentajes; datos diarios)



Fuentes: BCE y Thomson Reuters.

El Eurosistema llevó a cabo varias operaciones de financiación entre el 5 de octubre y el 2 de noviembre. El 11 de octubre efectuó una operación de ajuste en la que se absorbieron 163 mm de euros, con el fin de contrarrestar el superávit de liquidez que se originó al final del noveno período de mantenimiento de 2011. En las operaciones principales de financiación del décimo período de mantenimiento, realizadas los días 11, 18, 25 y 31 de octubre, el Eurosistema adjudicó 204,9 mm de euros, 201,2 mm de euros, 197,4 mm de euros y 182,8 mm de euros, respectivamente. El Eurosistema también llevó a cabo tres operaciones de financiación a plazo más largo en octubre, 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 11 de octubre con plazo de vencimiento de un período de mantenimiento (en la que se adjudicaron 59 mm de euros); una operación de financiación a plazo más largo a doce meses realizada el 26 de octubre (en la que se adjudicaron 56,9 mm de euros), y una operación de financiación a plazo más largo a tres meses llevada a cabo en esa misma fecha (en la que se adjudicaron 44,6 mm de euros). El Eurosistema también ejecutó cuatro operaciones de absorción de liquidez a una semana los días 11, 18, 25 y 31 de octubre aplicando un procedimiento de subasta a tipo de interés variable con un tipo máximo de puja del 1,5%. Con estas operaciones, el Eurosistema también absorbió totalmente la liquidez proporcionada mediante las adquisiciones efectuadas en el marco del Programa para los Mercados de Valores.

El décimo período de mantenimiento del año, que comenzó el 12 de octubre, se caracterizó por unos elevados niveles de exceso de liquidez, situándose el recurso medio diario a la facilidad de depósito en 192 mm de euros el 2 de noviembre.

2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

Durante el mes de octubre y a principios de noviembre de 2011, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA de la zona del euro experimentó un incremento, al igual que el de la correspondiente deuda pública de Estados Unidos. Esta evolución estuvo determinada, en gran medida, por las expectativas creadas antes de la reunión de los jefes de Estado o de Gobierno de la zona del euro, que estaba prevista para el 26 de octubre. Tras el anuncio de las decisiones adoptadas por dichos jefes de Estado o de Gobierno, los rendimientos a largo plazo aumentaron de nuevo a medida que siguió mejorando el clima de los mercados. Sin embargo, parte de estos aumentos revirtieron cuando el citado clima se deterioró bruscamente después del anuncio sorpresa del primer ministro de Grecia de someterse a una moción de confianza sobre el Gobierno griego y convocar un referéndum en el país. Aparte de la evolución relacionada con la crisis de la deuda soberana de la zona del euro, la publicación de datos económicos mejores de lo previsto en Estados Unidos atenuó los temores de los inversores a una desaceleración económica mundial y favoreció las presiones al alza sobre los rendimientos de la deuda pública a largo plazo. Dado que las tensiones relacionadas con la crisis de la deuda soberana de la zona del euro continuaron siendo intensas, la incertidumbre en torno a la evolución futura de los mercados de renta fija, medida por la volatilidad implícita de estos mercados, se agudizó y los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana de la zona del euro se ampliaron nuevamente en la mayoría de los países. Al mismo tiempo, los indicadores basados en los mercados sugieren que las expectativas de inflación de los participantes en los mercados siguen estando totalmente en consonancia con la estabilidad de precios.

Entre finales de septiembre y el 2 de noviembre, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA de la zona del euro se incrementó 18 puntos básicos, situándose en el 2,6% al final del período de referencia. En Estados Unidos, el rendimiento de los bonos a largo plazo aumentó en menor medida (7 puntos básicos) y el 2 de noviembre se situó en el 2% (véase gráfico 13). Por consiguiente, el

diferencial de tipos de interés nominales entre el rendimiento de la deuda pública a diez años de Estados Unidos y el de la zona del euro se amplió durante el período analizado. En Japón, el rendimiento de la deuda pública a diez años permaneció prácticamente sin variación durante el período considerado, situándose en el 1 % el 2 de noviembre.

En conjunto, la incertidumbre de los inversores acerca de la evolución a corto plazo de los mercados de renta fija de la zona del euro y de Estados Unidos, medida por la volatilidad implícita obtenida de las opciones, se intensificó durante el período analizado. La volatilidad implícita de los mercados de renta fija de la zona del euro y de Estados Unidos aumentó notablemente hasta la celebración de la reunión de los jefes de Estado o de Gobierno del 26 de octubre, lo que refleja la incertidumbre de los inversores sobre los resultados de dicha reunión. Después del anuncio sorpresa del primer ministro de Grecia de someterse a una moción de confianza sobre el Gobierno griego y convocar un referéndum en el país, la citada volatilidad se acentuó aún más. El 2 de noviembre, la volatilidad implícita de

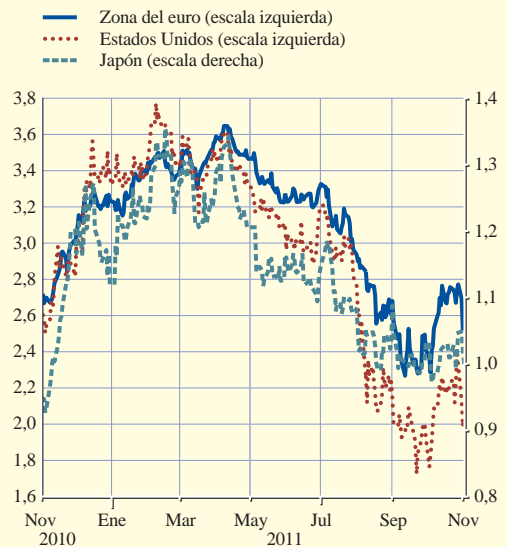
los mercados de renta fija de la zona del euro se situó en niveles comparables con los alcanzados durante el máximo registrado a mediados de agosto de 2011. Actualmente, el nivel de volatilidad implícita de los mercados de renta fija de Estados Unidos es muy inferior al de la zona del euro.

Durante la primera parte del período analizado, 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, en gran medida, por las expectativas de que el resultado de la reunión de los jefes de Estado o de Gobierno de la zona del euro del 26 de octubre se traduciría en una mejora de las condiciones de los mercados, ya que se preveían medidas importantes para atajar la crisis de la deuda soberana de la zona del euro. Tras el anuncio de las decisiones adoptadas el 26 de octubre, los rendimientos a largo plazo aumentaron de nuevo en un contexto de mejora del clima de los mercados. Sin embargo, parte de estos aumentos revirtieron cuando el citado clima se deterioró bruscamente después del anuncio sorpresa del primer ministro de Grecia de someterse a una moción de confianza sobre el Gobierno griego y convocar un referéndum en el país. Aparte de la evolución relacionada con la crisis de la deuda soberana de la zona del euro, la publicación de datos económicos mejores de lo previsto en Estados Unidos atenuó los temores de los inversores a una desaceleración económica mundial y favoreció las presiones al alza sobre los rendimientos de la deuda pública a largo plazo. Dado que las tensiones relacionadas con la crisis de la deuda soberana de la zona del euro mantuvieron su intensidad, la demanda de deuda pública de alta calificación y liquidez siguió siendo elevada.

Durante el período analizado, los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana de la zona del euro frente a Alemania se ampliaron nuevamente en la mayoría de los países. Al mismo tiempo, la demanda de deuda pública de alta calificación y liquidez continuó reduciendo los rendimientos de los bonos soberanos alemanes. La calificación de España fue rebajada por las tres agencias de calificación crediticia

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.

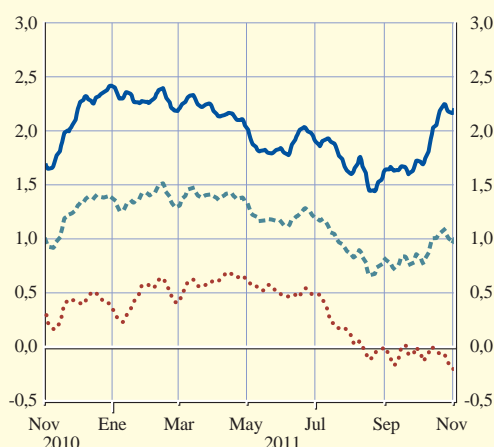
más importantes, mientras que la de Bélgica e Italia fue recortada por una agencia. Además, el aviso de Moody's de que las perspectivas de calificación de Francia podrían pasar a ser negativas en los tres próximos meses afectó al clima de los mercados durante algunos días del período analizado, provocando que el diferencial de rendimiento de la deuda soberana de Francia frente a Alemania se situara en niveles no observados en los 19 últimos años. Después de la reunión de los jefes de Estado o de Gobierno de la zona del euro celebrada el 26 de octubre, los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana de la zona del euro frente a Alemania se estrecharon considerablemente de forma temporal, pero esta trayectoria se invirtió cuando los diferenciales experimentaron un incremento significativo tras el anuncio por sorpresa del primer ministro griego.

El rendimiento de los bonos indicados a la inflación a cinco años de la zona del euro se redujo ligeramente durante el período analizado, mientras que el de los bonos indicados a la inflación a diez años se incrementó en torno a 30 puntos básicos (véase gráfico 14). El 2 de noviembre, el rendimiento real *spot* a cinco y diez años era del -0,2 % y el 1 %, respectivamente. En el mismo período, las tasas de inflación implícitas a cinco años dentro de cinco años de la zona del euro disminuyeron 32 puntos básicos, hasta situarse en el 1,4 % el 2 de noviembre (véase gráfico 15). Los correspondientes tipos *swap* indicados a la inflación aumentaron 13 puntos básicos, situándose en el 2,1 % en la misma fecha. Las tasas de inflación implícitas fueron volátiles durante los últimos meses, como consecuencia de la elevada volatilidad de los rendimientos nominales y reales de los bonos, en un entorno de tensiones en los mercados y de desplazamientos de fondos hacia activos más seguros. Por tanto, las expectativas de inflación obtenidas de los mercados de renta fija han sido más volátiles que las basadas en las señales recibidas de los mercados de *swaps* indicados con la inflación. Los reducidos niveles de las tasas de inflación implícitas *forward*, en comparación con los de los tipos *swap* indicados a la inflación, pueden atribuirse a la

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

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

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

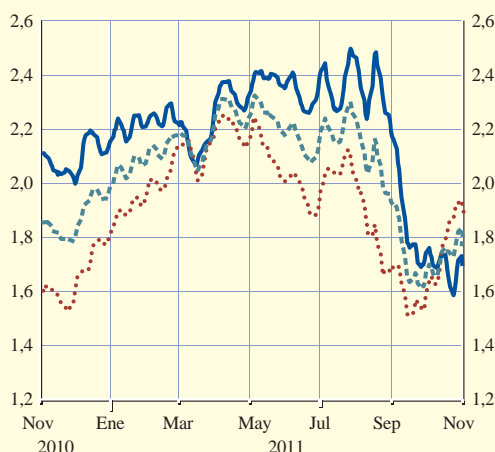


Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Gráfico 15 Tasas de inflación implícitas en los bonos cupón cero de 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



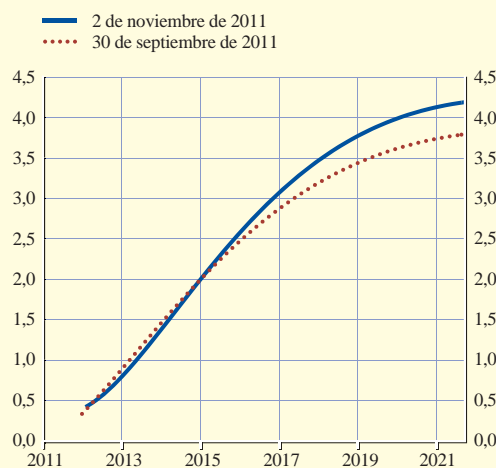
Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

demanda de activos más seguros, que reduce los rendimientos de los bonos nominales en relación con los rendimientos de los bonos indicados a la inflación. En conjunto, los indicadores basados en los mercados sugieren que las expectativas de inflación de los participantes en los mercados siguen estando totalmente en consonancia con la estabilidad de precios.

El patrón general de rendimiento de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA de la zona del euro puede descomponerse en variaciones de las expectativas de tipos de interés (y de las primas de riesgo asociadas) en distintos horizontes (véase gráfico 16). En comparación con finales de septiembre, la estructura temporal de los tipos *forward* a corto plazo se desplazó al alza para los horizontes a largo plazo. En horizontes superiores a unos seis años, los tipos *forward* a corto plazo aumentaron entre 30 y 40 puntos básicos, aproximadamente. Esta evolución fue atribuible a los ajustes de las expectativas de rendimientos y de las primas de riesgo, en un contexto de cierta mejora de las perspectivas para la actividad económica mundial.

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

(porcentajes; datos diarios)



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

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.

Los diferenciales de los valores de renta fija privada con grado de inversión emitidos por las sociedades no financieras disminuyeron durante el período considerado, salvo en el caso de las categorías de calificación crediticia más elevada, donde los diferenciales se mantuvieron prácticamente sin variación. Los diferenciales de los valores de renta fija privada con grado de inversión emitidos por las instituciones financieras se redujeron en todas las categorías, pero especialmente en las de calificación más baja. Esta evolución puede ser reflejo de cierto aumento de la confianza de los inversores en relación con los activos de mayor riesgo. Además, los inversores en valores de renta fija emitidos por las instituciones financieras pueden haber percibido como positivo el acuerdo alcanzado por los miembros del Consejo Europeo sobre la recapitalización bancaria y la necesidad de garantizar la financiación a medio plazo de las entidades de crédito.

2.5 TIPOS DE INTERÉS DE LOS PRÉSTAMOS Y DE LOS DEPÓSITOS

En septiembre de 2011, los tipos de interés aplicados por las IFM registraron una evolución un tanto dispar en los distintos plazos. Los tipos a corto plazo tendieron a aumentar, aunque solo ligeramente, en casi todas las categorías de préstamos, mientras que los tipos a largo plazo experimentaron un descenso, tras la notable volatilidad observada en los últimos meses.

En septiembre de 2011, los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a los depósitos prácticamente no experimentaron variación, mientras que los aplicados a los préstamos tendieron a aumentar en casi todas las categorías. Los tipos de interés de los depósitos a corto plazo de los hogares y las sociedades no financieras se mantuvieron, de hecho, estables en septiembre (véase gráfico 17). En cambio,

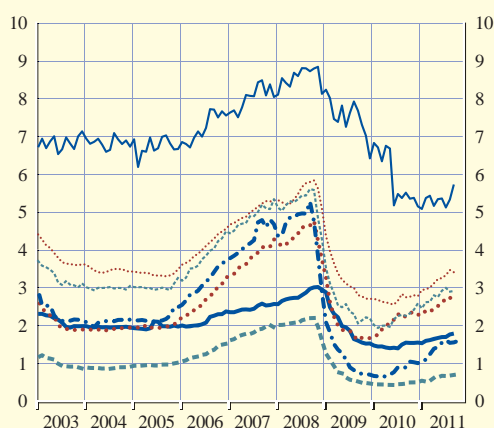
los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a corto plazo concedidos a los hogares descendieron ligeramente, 6 puntos porcentuales, en el caso de los préstamos para adquisición de vivienda, mientras que aumentaron de forma acusada, en torno a 40 puntos básicos, en el caso del crédito al consumo. Los tipos de interés de los descubiertos aumentaron 7 puntos básicos en el caso de las sociedades no financieras y 6 puntos básicos en el de los hogares. Los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos de hasta un millón de euros concedidos a las empresas se incrementaron ligeramente, 8 puntos básicos, en septiembre de 2011, mientras que los de los préstamos de más de un millón de euros y hasta un año de fijación del tipo inicial se mantuvieron prácticamente estables. Como el euríbor aumentó levemente en septiembre, en torno a 4 puntos básicos, el diferencial con respecto a los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a corto plazo concedidos a los hogares y con respecto a los tipos de interés de los préstamos de más de un millón de euros otorgados a las sociedades no financieras se redujo ligeramente (véase gráfico 18).

Desde una perspectiva de más largo plazo, durante el último ciclo de relajación de la política monetaria (entre octubre de 2008 y marzo de 2010) se produjo una transmisión significativa de las variaciones observadas en los tipos de interés de mercado a los aplicados por las entidades de crédito a los préstamos y

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

(porcentajes; tipos de interés de las nuevas operaciones)

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



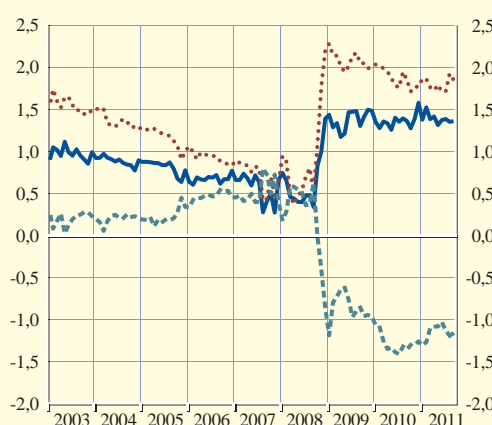
Fuente: BCE.

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

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

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

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



Fuente: BCE.

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

créditos. El aumento posterior que experimentó el euríbor a tres meses en el período comprendido entre abril de 2010 y julio de 2011 quedó reflejado, en parte, en los tipos de interés de los préstamos a corto plazo concedidos por las entidades de crédito a las sociedades no financieras y a los hogares para adquisición de vivienda, mientras que el tipo de interés del crédito a hogares para consumo se mantuvo, en general, estable (si no se tiene en cuenta la reclasificación estadística de junio de 2010).

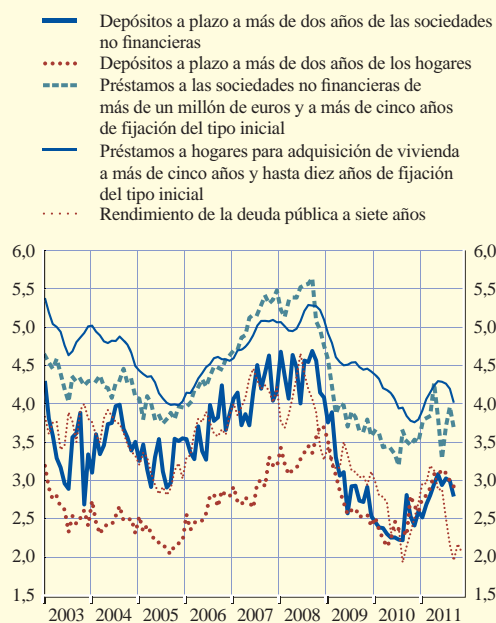
En cuanto a los vencimientos a más largo plazo, los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos concedidos tanto a los hogares como a las sociedades no financieras tendieron a descender (véase gráfico 19). Más concretamente, los tipos de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda a más de cinco años y hasta diez años de fijación del tipo inicial experimentaron una disminución de 20 puntos básicos en septiembre, mientras que los del crédito al consumo a más de cinco años de fijación del tipo inicial prácticamente no registraron variaciones. Los tipos de interés de los préstamos a empresas de hasta un millón de euros y más de cinco años de fijación del tipo inicial se redujeron en torno a 10 puntos básicos, hasta el 4,2%, mientras que los de los préstamos de más de un millón de euros con un plazo de vencimiento similar descendieron alrededor de 30 puntos básicos, hasta el 3,7%.

En septiembre de 2011, la variación de los diferenciales con respecto al rendimiento de la deuda pública a siete años con calificación AAA fue muy ligera. En particular, el diferencial entre los tipos de interés de los préstamos a largo plazo para adquisición de vivienda concedidos a los hogares y el rendimiento de la deuda pública mencionada prácticamente no cambió, manteniéndose en torno a 200 puntos básicos. En el caso de las sociedades no financieras, el diferencial entre el citado rendimiento y los tipos de interés de los préstamos de más de un millón de euros registró una leve contracción, mientras que el diferencial con respecto a los préstamos de hasta un millón de euros aumentó 8 puntos básicos.

Desde una perspectiva de más largo plazo, los tipos de interés de los préstamos concedidos a los hogares y de los préstamos a largo plazo de hasta un millón de euros otorgados a las empresas se han transmitido, en general, de forma algo incompleta y lenta, mientras que los tipos de interés de los préstamos a largo plazo de más de un millón de euros a este sector han evolucionado de manera más acorde con los rendimientos de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA. No obstante, las vulnerabilidades de los balances de las entidades de crédito de la zona del euro y las tensiones observadas en sus costes de financiación, así como la prima de liquidez incorporada a los rendimientos de la deuda soberana con calificación AAA, podrían haber distorsionado significativamente las regularidades históricas entre los tipos de interés a largo plazo aplicados a los préstamos y créditos y los rendimientos de la correspondiente deuda pública con dicha calificación.

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)



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).

2.6 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

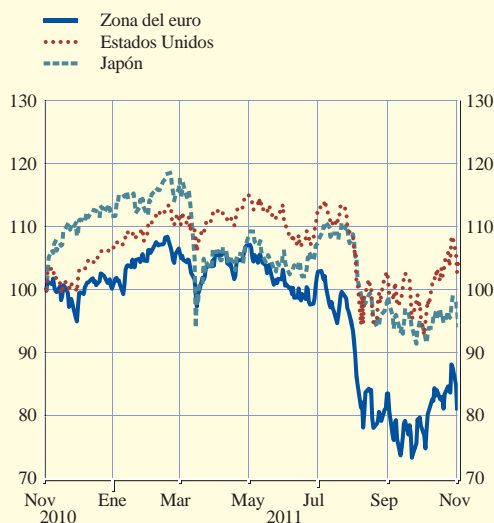
Durante el mes de octubre y principios de noviembre, las cotizaciones bursátiles subieron tanto en la zona del euro como en Estados Unidos, principalmente como consecuencia de las expectativas creadas antes de la reunión de jefes de Estado o de Gobierno de la zona del euro que se celebraría el 26 de octubre. Tras el anuncio de las decisiones adoptadas en la reunión, los precios de las acciones subieron de forma pronunciada a medida que siguió mejorando el clima de los mercados. No obstante, gran parte de los incrementos revirtieron al deteriorarse bruscamente dicho clima después del anuncio sorpresa del primer ministro de Grecia de someterse a una moción de confianza sobre el Gobierno griego y convocar un referéndum en el país. Aparte de la evolución relacionada con la crisis de la deuda soberana de la zona del euro, el incremento de los precios de las acciones reflejó también el hecho de que algunos datos económicos de Estados Unidos fuesen mejores de lo previsto, lo que atenuó los temores de los inversores a una desaceleración económica mundial. La incertidumbre en los mercados bursátiles, medida por la volatilidad implícita, se redujo a ambos lados del Atlántico, pero se mantuvo en niveles comparables a los observados en mayo de 2010.

Los precios de las acciones de la zona del euro y de Estados Unidos aumentaron durante el período considerado. En general, las cotizaciones bursátiles de la zona, medidas por el índice Dow Jones EURO STOXX amplio, se incrementaron un 4,5 % entre finales de septiembre y el 2 de noviembre. En Estados Unidos, el índice Standard and Poor's 500 registró una subida del 9,4 % (véase gráfico 20). En Japón, durante el mismo período, las cotizaciones, medidas por el índice Nikkei 225, descendieron un 1 %.

La subida de las cotizaciones reflejó, principalmente, las expectativas creadas antes de la reunión de jefes de Estado o de Gobierno de la zona del euro que se celebraría el 26 de octubre. Tras el anuncio de las decisiones adoptadas en la reunión, los precios de las acciones subieron de forma pronunciada a medida que siguió mejorando el clima de los mercados. No obstante, gran parte de los incrementos revirtieron al deteriorarse bruscamente dicho clima con el anuncio sorpresa del primer ministro de Grecia de someterse a una moción de confianza sobre el Gobierno griego y convocar un referéndum en el país. Aparte de la evolución relacionada con la crisis de la deuda soberana de la zona del euro, el incremento de los precios de las acciones reflejó también el hecho de que algunos datos económicos de Estados Unidos fuesen mejores de lo previsto, lo que atenuó los temores de los inversores a una desaceleración económica mundial. Para las empresas de la zona del euro incluidas en el índice Dow Jones EURO STOXX, los datos sobre beneficios empresariales mostraron que el crecimiento de los beneficios efectivos anuales por acción se redujo hasta el 8 % en octubre, frente al 11 % registrado en septiembre. Al mismo tiempo, el crecimiento de los beneficios por acción

Gráfico 20 Índices bursátiles

(índice: 1 de noviembre 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.

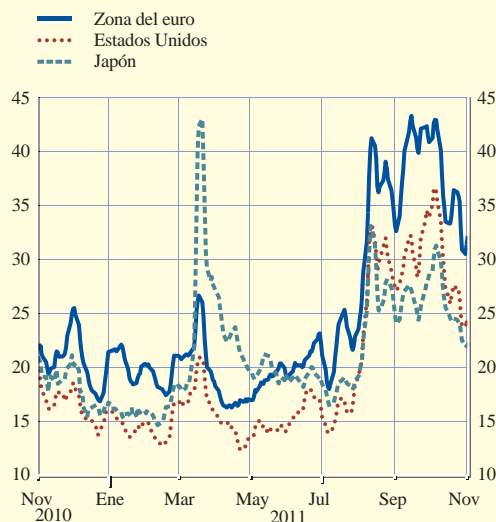
dentro de doce meses esperado por los participantes en el mercado también descendió hasta el 8% en octubre, desde el 10% observado en septiembre.

Tanto en la zona del euro como en Estados Unidos, la incertidumbre existente en el mercado bursátil, medida por la volatilidad implícita, se redujo durante el período considerado (véase gráfico 21). Esta reducción estuvo determinada, principalmente, por el mayor optimismo respecto a la evolución de la economía mundial. No obstante, los niveles de volatilidad implícita en los mercados de renta variable son todavía comparables a los observados en mayo de 2010.

En general, los índices bursátiles de la zona del euro aumentaron en la mayoría de los sectores durante octubre y principios de noviembre. En la primera parte del período considerado, las cotizaciones del sector financiero de la zona del euro registraron una subida mucho menor que la experimentada en casi todos los demás sectores, como consecuencia de la incertidumbre respecto a la magnitud de los recortes de la deuda pública griega, las necesidades de recapitalización y la evolución negativa de las calificaciones crediticias que afectó a muchas entidades de crédito. Sin embargo, tras el acuerdo alcanzado el 26 de octubre por los miembros de Consejo Europeo, incluida la necesidad de garantizar la financiación a medio plazo de los bancos, las cotizaciones del sector financiero registraron una acusada subida. No obstante, estos avances revirtieron con creces después del anuncio sorpresa del primer ministro griego, y dichas cotizaciones descendieron en torno a un 1% entre finales de septiembre y el 2 de noviembre. En el período considerado, las cotizaciones de los sectores de servicios de consumo, atención sanitaria, telecomunicaciones, y agua, gas y electricidad de la zona del euro también tuvieron un comportamiento peor que las de los demás sectores. En Estados Unidos, las cotizaciones del sector financiero se situaron entre las que registraron un mejor comportamiento, mientras que las cotizaciones bursátiles de los sectores de servicios y bienes de consumo, atención sanitaria, telecomunicaciones, y agua, gas y electricidad figuraron entre las que mostraron una evolución peor.

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.

Recuadro 2

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

Las cuentas integradas de la zona del euro hasta el segundo trimestre de 2011, que se publicaron el 28 de octubre de este año, 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. Se puede interpretar que los últimos datos señalan una pausa en el reequilibrio de los déficits/superávits financieros

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

sectoriales iniciado en los trimestres anteriores: la tasa de ahorro de los hogares aumentó ligeramente, aunque se mantuvo en niveles reducidos; la necesidad de financiación de las sociedades no financieras dejó de crecer; y las mejoras registradas en los déficits públicos en los dos trimestres anteriores retrocedieron en parte en el segundo trimestre. Al mismo tiempo, los datos más recientes confirman la vuelta a la intermediación financiera que ya se observaba en los datos correspondientes al primer trimestre y que es coherente con la mejora del flujo de crédito bancario.

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

El crecimiento de la renta bruta disponible de la zona del euro se estabilizó en una tasa interanual del 3,5% en el segundo trimestre de 2011, lo que refleja una desaceleración de la actividad en dicho trimestre (véase gráfico A).

El hecho de que la renta de la zona del euro se incrementara a un ritmo más rápido que el consumo (incluido el crecimiento inferior al 1% del consumo público) se tradujo en un sólido crecimiento interanual del ahorro bruto de la zona del euro; crecimiento que se observó en los tres sectores no financieros: las Administraciones Públicas redujeron de nuevo su nivel de desahorro (pese a que siguió siendo elevado), mientras que el ahorro de los hogares aumentó en el segundo trimestre, tras algunos trimestres de contracción, y los beneficios no distribuidos de las sociedades no financieras volvieron a tener un crecimiento positivo en el segundo trimestre. El crecimiento de la formación bruta de capital se redujo hasta el 4,8%, en tasa interanual, en el segundo trimestre de 2011, a causa de una formación bruta de capital fijo menos dinámica (que refleja en parte la desaparición del importante efecto de las favorables condiciones meteorológicas del primer trimestre) y a pesar de la considerable reposición de existencias observada.

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

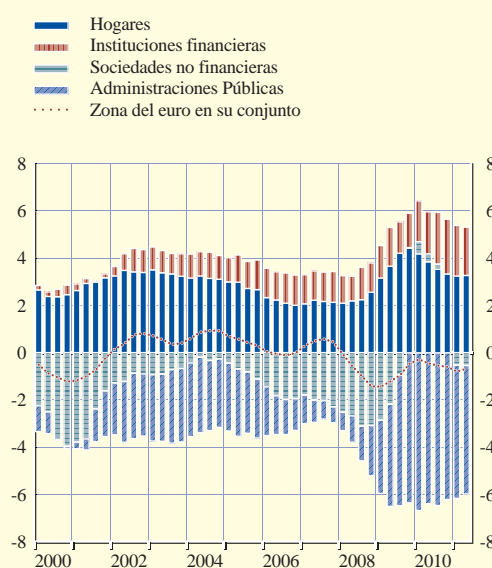
(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



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 incrementarse el ahorro con algo más de fuerza que la inversión total, la capacidad/necesidad de financiación de la zona del euro mejoró (la necesidad de financiación se situó en el 0,7 % del PIB en el segundo trimestre de 2011, en flujos acumulados de los cuatro últimos trimestres). Desde un punto de vista sectorial, esto refleja, en términos desestacionalizados, un crecimiento de la capacidad de financiación de los hogares y una reducción de la necesidad de financiación de las sociedades no financieras, que compensan el deterioro del saldo presupuestario, tras dos trimestres marcados por una rápida reducción de los déficits (sin embargo, el déficit público descendió de nuevo en flujos acumulados de los cuatro últimos trimestres)².

Todo lo anterior puede observarse en las cuentas exteriores, donde la reducción del déficit exterior reflejó la mejora de las rentas de la propiedad netas (beneficios reinvertidos de la inversión exterior directa). En cuanto a los recursos para hacer frente a las necesidades de financiación netas de la zona del euro, se registró un aumento de los flujos de entrada netos de valores distintos de acciones, mientras que las entradas netas de acciones y participaciones se moderaron y las salidas netas de depósitos siguieron siendo elevadas. Si se consideran las exposiciones brutas, el volumen de operaciones transfronterizas continuó aumentando de forma sustancial, del orden de 150-200 mm de euros al trimestre (tras los 500-600 mm de euros al trimestre que se contabilizaron en pleno auge económico), con fuertes flujos de entrada de valores distintos de acciones, y una preferencia por los emisores con una mejor calificación crediticia.

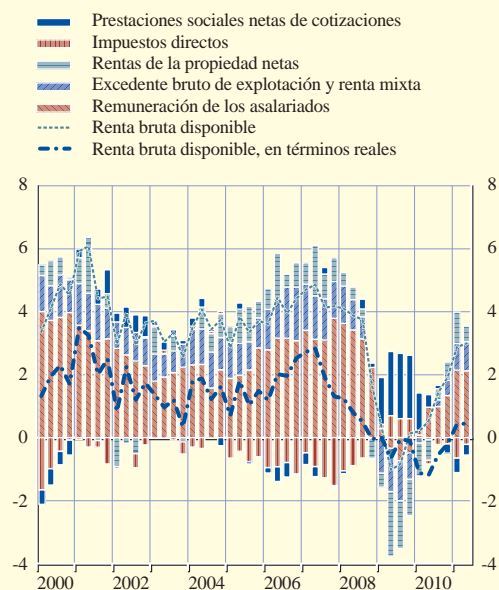
Evolución de los sectores institucionales

El crecimiento de la renta nominal de los hogares se estabilizó (+3 %, en tasa interanual) en el segundo trimestre de 2011, al estabilizarse los salarios y las rentas mixtas. La considerable contribución negativa que los flujos de rentas dirigidos a las Administraciones Públicas y procedentes de este sector (transferencias sociales netas y pagos de impuestos) suponen para la renta de los hogares disminuyó en el primer trimestre. Esto solo compensó la menor aportación positiva de las rentas de la propiedad netas (por ejemplo, dividendos) al crecimiento de la renta de los hogares (véase gráfico C). La renta real de los hogares se incrementó ligeramente, en tasa interanual, por segundo trimestre consecutivo, tras un período de contracción causado, principalmente, por la elevada inflación que tuvo su origen en los precios de las materias primas (finales de 2010). Como la tasa de crecimiento interanual de la renta se aproximó gradualmente a la tasa de crecimiento del consumo privado nominal, la reducción del ahorro de los hogares por motivos de precaución

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, que mide la diferencia entre las operaciones de activos financieros y las operaciones de pasivos.

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

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y BCE.

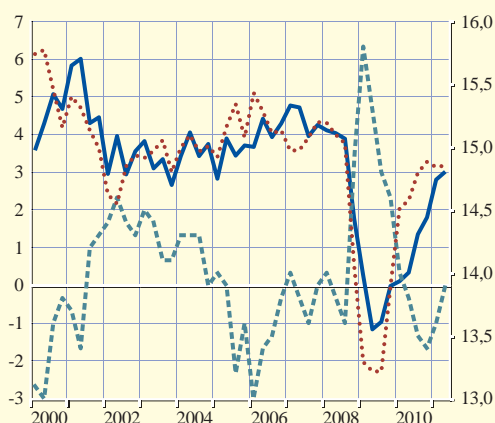
se detuvo. En realidad, la tasa de ahorro de los hogares incluso comenzó a aumentar en cierta medida, hasta el 13,9%, en términos desestacionalizados (véase gráfico D), aunque se mantuvo en niveles bajos, cercanos a los anteriores a la crisis. Dado que el flujo de ahorro de este sector creció nuevamente, en tasa interanual, y que la inversión siguió siendo débil, su capacidad de financiación empezó a aumentar. No obstante, como el crecimiento de la financiación se redujo, la acumulación de activos financieros por parte de los hogares continuó siendo muy tímida, registrándose un desplazamiento de las carteras hacia la financiación intermediada por las entidades de crédito.

El crecimiento del excedente bruto de explotación de las *sociedades no financieras* volvió a reducirse de forma acusada en el segundo trimestre, al desacelerarse el crecimiento del valor añadido, al tiempo que el crecimiento de la remuneración de los asalariados se mantuvo estable. Sin embargo, el incremento de las rentas de la propiedad netas obtenidas y un crecimiento mucho más lento del impuesto de sociedades pagado condujo a un nuevo repunte del ahorro de las sociedades no financieras con respecto al nivel ya bastante elevado en el que se encontraba (véase gráfico E). Al registrarse un aumento lento de la inversión en capital fijo (aún en niveles bastante bajos) y una considerable reposición de existencias, las necesidades de financiación de las sociedades no financieras se estabilizaron en niveles moderados. Este comportamiento prudentemente expansivo de las sociedades no financieras puede observarse, asimismo, en el crecimiento algo más rápido de la financiación en base consolidada. En el caso de la financiación externa de estas sociedades se confirmaron los indicios de una vuelta a la intermediación: los préstamos concedidos por las IFM aumentaron (38 mm de euros al trimestre en el primer semestre de 2011, el mayor flujo neto trimestral registrado desde el cuarto trimestre de 2008), y se experimentó un incremento especialmente elevado de los préstamos a corto

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

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

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

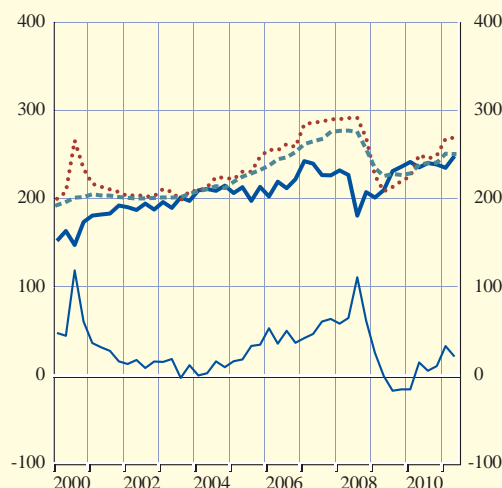


Fuentes: Eurostat y BCE.

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.
Nota: Datos desestacionalizados por el BCE.

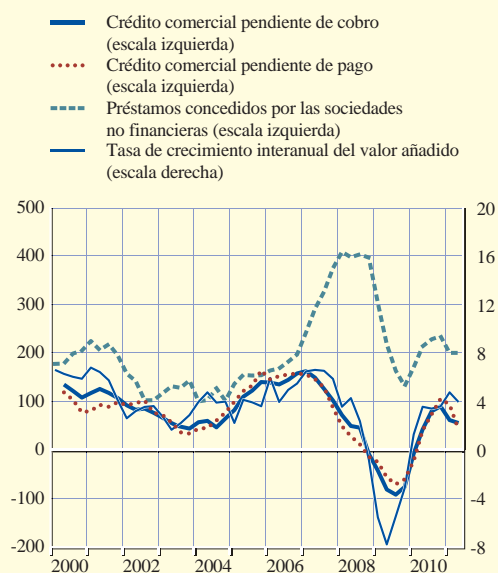
plazo como consecuencia de la reposición de existencias. La intensa financiación de mercado y el auge de los préstamos intrasectoriales (crédito comercial y financiación intragrupo) que se observaron en los años 2009 y 2010 siguieron moderándose en el primer semestre de 2011. Las sociedades no financieras intensificaron sus compras de acciones cotizadas, pero también ampliaron sus colchones de liquidez (depósitos y fondos de inversión).

En el segundo trimestre de 2011 se observó una interrupción (en términos desestacionalizados) en la rápida reducción de los déficits de las *Administraciones Públicas* con respecto a los dos trimestres anteriores, como consecuencia de un crecimiento más débil de los ingresos y, sobre todo, de una expansión más lenta de la recaudación por IVA. Por lo que se refiere al gasto, el crecimiento interanual del gasto total se mantuvo próximo a cero en el segundo trimestre, debido al impacto de las importantes medidas de consolidación adoptadas (que incluyen un crecimiento anual igual a cero de la remuneración de los asalariados), y pese a los significativos incrementos observados en los pagos por intereses. En términos de flujos acumulados de los cuatro últimos trimestres, el déficit cayó hasta el 5,5 % del PIB, desde el máximo del 6,7 % alcanzado en el primer trimestre de 2010. La emisión de deuda continuó siendo elevada.

La renta disponible de las *instituciones financieras* se redujo, en tasa interanual, debido a que los dividendos repartidos crecieron más que los dividendos obtenidos, mientras que el valor añadido y

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

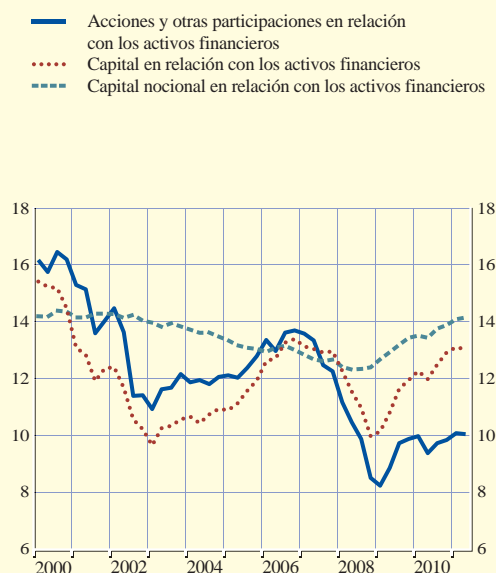
(flujos acumulados de los cuatro últimos trimestres en mm de euros; tasas de variación interanual)



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

Gráfico G Ratios de capital de las instituciones financieras, excluidos los fondos de inversión

(porcentaje de los activos financieros totales)



Fuente: BCE.
Nota: Las «acciones y otras participaciones» incluyen las acciones y otras participaciones distintas de las participaciones en fondos de inversión. El «capital» se define como la diferencia entre los activos financieros y los pasivos distintos de acciones y otras participaciones. Todos los activos y pasivos se valoran a precio de mercado. El «capital nocial en relación con los activos» se calcula sobre la base de las operaciones en capital y en activos, es decir, excluidas las variaciones de precios de los activos y los pasivos.

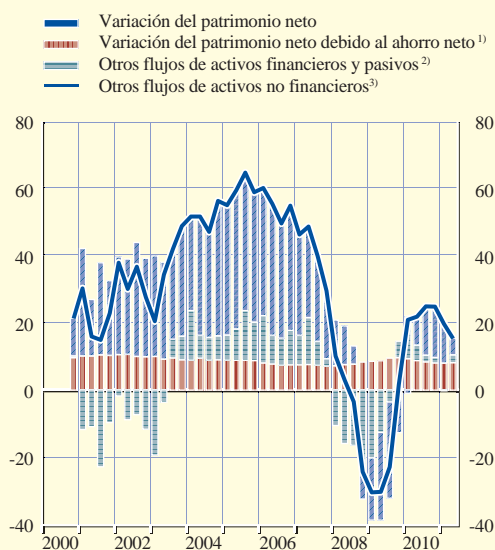
los intereses netos recibidos siguieron aumentando. El elevado importe de los beneficios netos no distribuidos (40 mm de euros al trimestre) siguió compensando las pérdidas de valor de los últimos trimestres. Además, las pérdidas de valor registradas en la deuda emitida por algunos Gobiernos fueron compensadas en parte por las ganancias obtenidas en la deuda emitida por otros Gobiernos. Los activos netos de las instituciones financieras, valorados a precio de mercado, siguieron siendo elevados, mucho más de lo que se desprendía del valor de sus acciones y otras participaciones a precios de mercado (véase gráfico G). La diferencia entre los dos ratios ha aumentado de forma constante desde mediados de 2009 y sugiere que los mercados no confían en la sostenibilidad del modelo de negocio de muchas instituciones financieras. En un contexto en que la tendencia es favorable al desapalancamiento, el incremento de los balances de estas instituciones continuó siendo moderado, y ascendió a unos 200 mm de euros al trimestre (si se excluyen los préstamos interbancarios), frente a una cifra cercana a 1 billón de euros en el auge del desapalancamiento. Por último, el patrón de acusada desintermediación financiera que se observó después de la quiebra de Lehman Brothers parece estar desapareciendo: los hogares prefieren la financiación intermedia y las sociedades no financieras recurren más a la financiación concedida por las IFM para cubrir sus necesidades de financiación externa.

Evolución de los balances

En el segundo trimestre de 2011, el patrimonio neto de los hogares siguió decreciendo, en términos interanuales hasta el 15,2% de su renta (frente al 19,5% del primer trimestre). Aparte de la positiva influencia del ahorro neto (8,1% de la renta), los hogares se beneficiaron de significativas ganancias de capital (7,1% de la renta), muchas de las cuales se derivaron del aumento de los precios de la vivienda, aunque a un ritmo más lento. En general, las ganancias de capital en activos financieros continuaron siendo muy moderadas (en tasa interanual), tras haber sido prácticamente inexistentes en el trimestre anterior (véase gráfico H).

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

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

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

3 PRECIOS Y COSTES

Según el avance de Eurostat, la inflación interanual de la zona del euro medida por el IAPC fue del 3% en octubre, sin variación con respecto a septiembre. Las tasas de inflación han permanecido en niveles elevados desde finales del año pasado, debido principalmente a las subidas de los precios de la energía y de otras materias primas. De cara al futuro, es probable que estas tasas se mantengan por encima del 2% en los próximos meses, antes de que disminuyan hasta situarse por debajo de este nivel en 2012. Se espera que las tasas de inflación sigan siendo acordes con el objetivo de estabilidad de precios en el horizonte relevante a efectos de la política monetaria. Este patrón es reflejo de la expectativa de que, en un contexto de crecimiento más débil en la zona del euro y a escala mundial, las presiones sobre los precios, los costes y los salarios en la zona también se moderen. Se considera que los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios a medio plazo están, en general, equilibrados.

3.1 PRECIOS DE CONSUMO

Según el avance de Eurostat, la inflación interanual de la zona del euro medida por el IAPC fue del 3% en octubre de 2011, sin variación con respecto a septiembre (véase cuadro 5). La tasa de variación interanual fue más elevada de lo esperado. Aunque todavía no se dispone de una desagregación detallada de los principales componentes de la inflación medida por el IAPC, los datos del Boletín Petrolífero semanal de la Comisión Europea, que proporcionan una indicación de la evolución de aproximadamente la mitad del componente energético del IAPC, muestran que los precios de consumo de los combustibles para transporte y del gasóleo para calefacción aumentaron ligeramente en octubre, en comparación con el mes precedente.

En septiembre, el último mes para el que se dispone de una desagregación oficial, la tasa de crecimiento interanual de la inflación medida por el IAPC se elevó 0,5 puntos porcentuales con respecto a agosto (véase gráfico 22). El incremento de la inflación general se debió al aumento de las tasas de variación interanual de todos los componentes, en particular de los bienes industriales no energéticos, con la excepción del componente de servicios, que no se modificó.

Si se consideran más detalladamente los principales agregados del IAPC, la inflación de la energía se elevó hasta el 12,4%, desde el 11,8% de agosto. Este incremento fue reflejo, principalmente, del aumento de las tasas de variación interanual de los productos derivados del petróleo (como los combustibles líquidos y los combustibles y lubricantes para vehículos privados), que estuvieron impulsados por la

Cuadro 5 Evolución de los precios

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

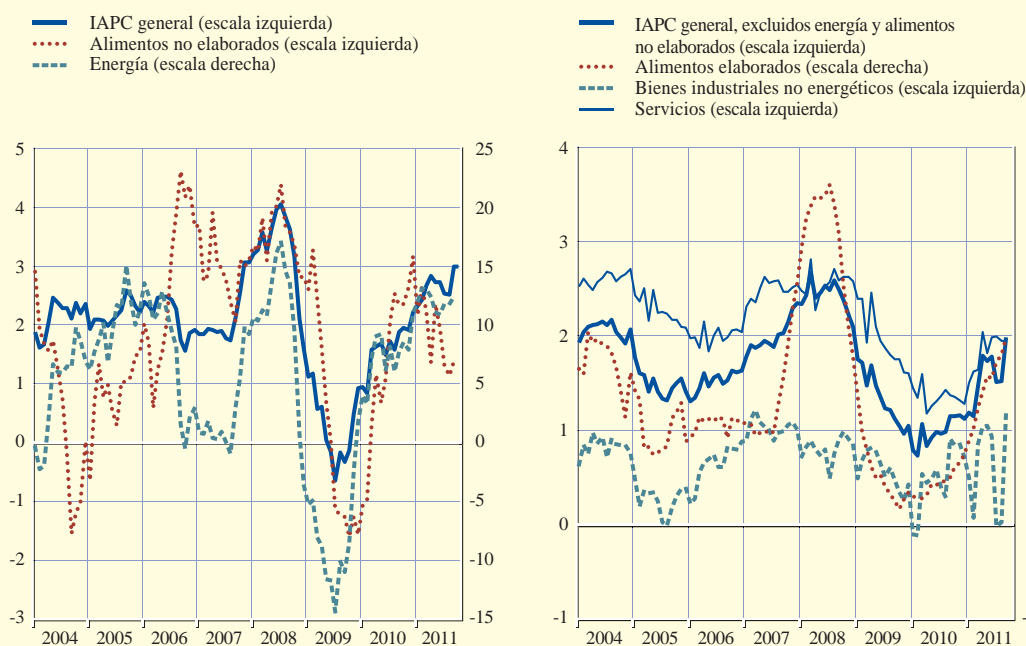
	2009	2010	2011 May	2011 Jun	2011 Jul	2011 Ago	2011 Sep	2011 Oct
IAPC y sus componentes								
Índice general ¹⁾	0,3	1,6	2,7	2,7	2,5	2,5	3,0	3,0
Energía	-8,1	7,4	11,1	10,9	11,8	11,8	12,4	.
Alimentos no elaborados	0,2	1,3	2,4	2,0	1,3	1,1	1,4	.
Alimentos elaborados	1,1	0,9	3,2	3,1	3,4	3,6	4,0	.
Bienes industriales no energéticos	0,6	0,5	1,0	0,9	0,0	0,0	1,2	.
Servicios	2,0	1,4	1,8	2,0	2,0	1,9	1,9	.
Otros indicadores de precios								
Precios industriales	-5,1	2,9	6,2	5,9	6,1	5,8	.	.
Precios del petróleo (euros por barril)	44,6	60,7	79,8	79,1	81,7	76,7	79,8	78,9
Precios de las materias primas no energéticas	-18,5	44,7	11,1	8,7	7,6	2,5	1,5	1,9

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

1) La inflación medida por el IAPC de octubre 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.

subida de los precios del petróleo denominados en euros en septiembre. En cambio, la tasa de variación interanual del precio de la electricidad experimentó un ligero descenso.

La tasa de variación interanual de los precios de los alimentos no elaborados se elevó hasta situarse en el 1,4 %, después de haber disminuido en los tres meses anteriores, impulsada por las subidas de los precios de la carne y las frutas. La tasa de inflación interanual de los precios de los alimentos elaborados se incrementó de nuevo y alcanzó el 4 %, la tasa más alta desde noviembre de 2008, reflejo del aumento de las tasas de variación interanual de varios subcomponentes, como el pan y los cereales, así como los productos lácteos. La tasa de variación interanual de los precios del tabaco ascendió por tercer mes consecutivo, tras haber seguido una trayectoria descendente en el primer semestre del año.

Si se excluyen los alimentos y la energía, que representan en torno al 30 % de la cesta del IAPC, la inflación interanual medida por el IAPC aumentó hasta el 1,6 % en septiembre de 2011, desde el 1,2 % de julio y agosto. La inflación medida por el IAPC, excluidos los alimentos y la energía, está determinada fundamentalmente por factores internos, como los salarios, los márgenes y los impuestos indirectos, y consta de dos componentes principales, los bienes industriales no energéticos y los servicios.

La tasa de variación interanual del componente de bienes industriales no energéticos repuntó hasta el 1,2 % en septiembre, tras haber disminuido desde el 0,9 % registrado en junio hasta el 0 % en julio y agosto. La caída que se produjo entre junio y julio se debió, casi en su totalidad, a los efectos de la normativa reciente sobre el tratamiento de los productos de temporada. Dado que los efectos de esta normativa fueron insignificantes en septiembre, aproximadamente dos terceras partes del aumento de la tasa de variación interanual observado ese mes pueden atribuirse a la desaparición del efecto estadístico que

había provocado una distorsión a la baja de la inflación en los meses de verano, mientras que el tercio restante representa un aumento genuino de los precios de varios productos, fundamentalmente de las prendas de vestir y el calzado.

La inflación de los precios de los servicios se mantuvo sin variación en septiembre, en el 1,9%, reflejando la disminución de las tasas de variación interanual de los subcomponentes de transporte y comunicaciones, por un lado, y el aumento de las tasas de los servicios de vivienda, así como de los servicios recreativos y personales, por otro.

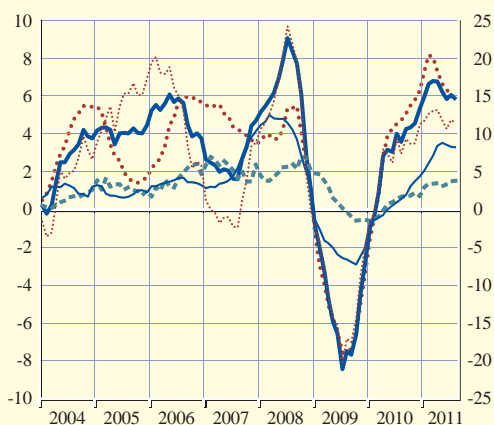
3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

No se dispone de nuevos datos sobre los precios industriales a escala de la zona del euro desde la publicación del Boletín Mensual de octubre. Los datos nacionales disponibles indican que es probable que la tasa de variación interanual de los precios industriales de la zona (excluida la construcción) no se modificara en septiembre de 2011, tras experimentar un descenso moderado en agosto. Ese mes, la inflación de los precios industriales (excluida la construcción) se contrajo hasta el 5,8%, desde el 6,1% de julio. Esta caída se debió principalmente a las reducciones de las tasas de variación interanual de los bienes intermedios y de la energía, reflejo de la moderación de los precios de las materias primas. La inflación interanual de los precios industriales, excluidas la construcción y la energía, disminuyó desde el 4,1% hasta el 3,9%. En fases posteriores de la cadena de producción, la tasa de inflación de los precios industriales en la rama de bienes de consumo no se modificó en agosto y se mantuvo en el 3,3%, mientras que los precios de consumo de los alimentos continuaron la tendencia gradual a la baja. Esto es consecuencia de

Gráfico 23 Desagregación de los precios industriales

(tasas de variación interanual; datos mensuales)

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

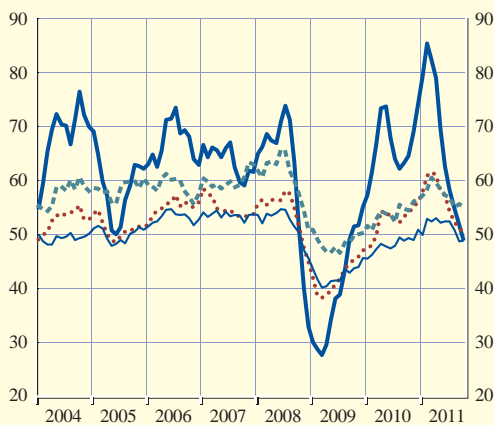


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

(índices de difusión; datos mensuales)

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



Fuente: Markit.

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

la disminución de las presiones inflacionistas procedentes de los precios de las materias primas alimenticias de la UE, y apunta a nuevos descensos en los próximos meses. En cambio, la tasa de variación interanual del componente de bienes de consumo no alimenticio siguió aumentando, lo que señala la existencia de continuas presiones latentes sobre la inflación subyacente de los precios de consumo.

La información procedente de encuestas sobre la evolución de los precios industriales en octubre indicaba que las presiones sobre los precios de los bienes intermedios siguieron disminuyendo (véase gráfico 24). En comparación con septiembre, casi todos los indicadores volvieron a descender, al parecer como consecuencia de las recientes caídas de los precios de las materias primas. En el sector de manufacturas, el índice de precios de bienes intermedios se situó por debajo del umbral de 50 por primera vez desde septiembre de 2009, lo que señala que los precios están bajando. El índice de precios de venta de las manufacturas también se redujo hasta situarse en 50 en octubre, frente a 51,3 el mes anterior. En los servicios, el índice de precios de bienes intermedios registró un ligero descenso, tras aumentar en septiembre, mientras que el índice de precios de venta se mantuvo prácticamente sin cambio en 48,8.

En síntesis, la tendencia a la baja de la tasa de variación interanual de los precios industriales observada en los últimos meses refleja una moderación general de la evolución de los precios de las materias primas. Los altos niveles de inflación de los precios industriales siguen siendo acordes con las expectativas de continuación de las presiones latentes.

3.3 INDICADORES DE COSTES LABORALES

Las presiones sobre los costes internos en la zona del euro están aumentando gradualmente por el lado de los costes laborales. Los indicadores de costes laborales en el segundo trimestre de 2011 se situaron en niveles superiores a lo esperado. La evolución del crecimiento de los salarios se ha mantenido relativamente moderada en los últimos meses, reflejo, entre otros factores, de cierta atonía en los mercados de trabajo de la zona. No obstante, la información preliminar sobre los salarios negociados correspondiente a agosto confirmó que la aceleración de las tasas de crecimiento interanual observada durante el primer semestre del año no era meramente transitoria y que es muy probable que los salarios continúen incrementándose a un ritmo más rápido en un futuro próximo.

Los salarios negociados de la zona del euro crecieron un 1,9%, en tasa interanual, en el segundo trimestre de 2011, desde el 1,7% del trimestre anterior (véanse cuadro 6 y gráfico 25). La tasa de crecimiento interanual de los costes laborales por hora aumentó hasta el 3,6% en el segundo trimestre. Esta aceleración fue generalizada en todos los sectores (véase gráfico 26), pero fue especialmente acusada en la

Cuadro 6 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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

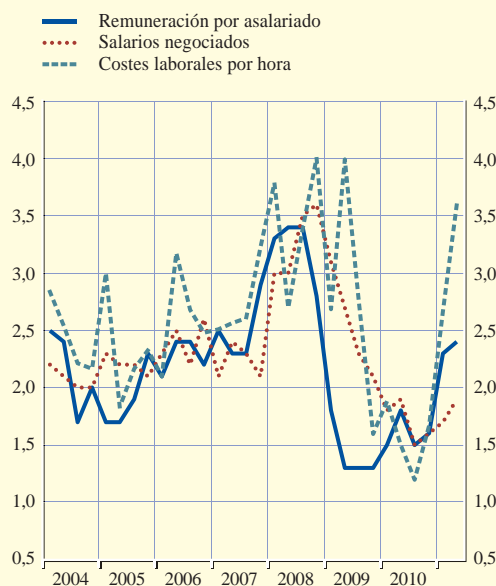
Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

industria. A escala de países, Alemania parece ser el principal impulsor del avance de los costes laborales por hora, debido tanto al aumento de las primas salariales como a la continuación de la retirada de los planes de reducción de las horas de trabajo. En conjunto, los costes no salariales siguieron creciendo con mayor rapidez que el componente de sueldos y salarios de los costes laborales por hora de la zona del euro.

En un contexto de desaceleración del crecimiento del PIB real en el segundo trimestre de 2011, el crecimiento interanual de la productividad del trabajo experimentó un marcado descenso, hasta el 1,1 %, desde el 2,1 % del primer trimestre, mientras que la tasa de variación de la remuneración por asalariado se elevó marginalmente, hasta el 2,4 %, tras una importante revisión al alza de los datos correspondientes al primer trimestre. En consecuencia, el crecimiento interanual de los costes laborales unitarios aumentó hasta el 1,3 % en el segundo trimestre de 2011, desde el 0,2 % del trimestre precedente, tras permanecer en niveles negativos en 2010. De cara al futuro, las encuestas más recientes apuntan a una nueva moderación del crecimiento de la productividad en los próximos trimestres, sugiriendo un mayor crecimiento de los costes laborales unitarios, lo que también acentuaría las presiones internas sobre los precios de la zona del euro.

Gráfico 25 Indicadores de costes laborales

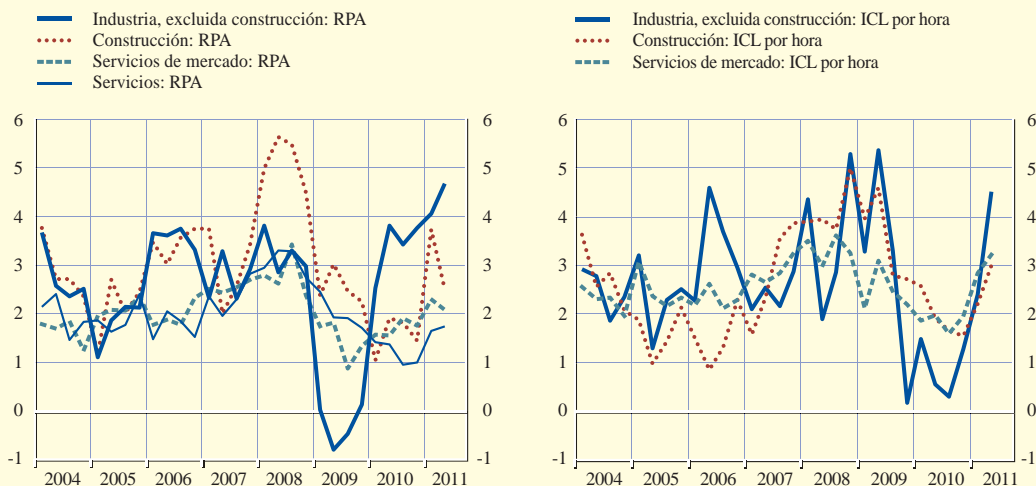
(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



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.

3.4 PRECIOS DE LOS INMUEBLES RESIDENCIALES EN LA ZONA DEL EURO

Los precios de los inmuebles residenciales en la zona del euro se incrementaron un 1,1 %, en términos interanuales, en el segundo trimestre de 2011, lo que constituye una desaceleración con respecto al 2,3 % del primer trimestre de 2011 y el 2,8 % del cuarto trimestre de 2010. Para más detalles, véase el recuadro 3.

Recuadro 3

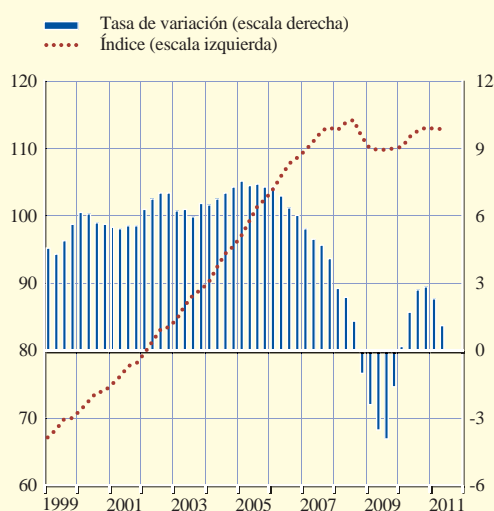
EVOLUCIÓN RECIENTE DE LOS PRECIOS DE LA VIVIENDA EN LA ZONA DEL EURO

Los precios de los inmuebles residenciales en la zona del euro¹ aumentaron un 1,1 %, en términos interanuales, en el segundo trimestre de 2011, lo que representa una desaceleración con respecto al 2,3 % del primer trimestre de 2011 y el 2,8 % del cuarto trimestre de 2010. Esta desaceleración implica una interrupción de la dinámica de recuperación de estos precios, que comenzó a finales de 2009 e hizo que el índice de precios de la vivienda se situara próximo a los niveles observados antes del inicio de la crisis financiera (véase gráfico). Esta interrupción se ha producido a unas tasas muy inferiores a la tasa media de crecimiento interanual nominal de más del 5 % registrada en el período transcurrido desde 1999.

Es probable que la desigual y moderada recuperación de los precios de la vivienda en la zona del euro refleje el considerable desajuste entre estos precios y las variables fundamentales que se generó en algunos países en el período anterior a la crisis. Aunque la sobrevaloración de los precios de la vivienda ha disminuido en los tres últimos años, todavía existe, y se espera una nueva corrección². La desigual recuperación del crecimiento de los precios de la vivienda también se debe a la confluencia de distintos factores que influyen en los mercados de la vivienda en términos más generales. Los tipos de interés que aplican las entidades de crédito a los préstamos están en niveles reducidos, pero los criterios de aprobación han vuelto a endurecerse ligeramente en los últimos trimestres. Además, la incertidumbre existente en

Precios de los inmuebles residenciales (nominales)

(índice: 2005 = 100; tasas de variación interanual)



Fuentes: BCE, datos nacionales y cálculos del BCE.
Notas: Para más detalles sobre la elaboración del índice nominal, véase la nota 1 del texto principal.

1 Desde principios de 2010, el BCE elabora un indicador de precios de los inmuebles residenciales para la zona del euro con periodicidad trimestral. En el caso de Alemania, las cifras trimestrales se obtienen de datos anuales sobre precios (utilizando, entre otras fuentes, información preliminar disponible sobre grandes ciudades), mientras que para Italia se obtienen de observaciones semestrales (usando, entre otras fuentes, indicadores trimestrales). La publicación a principios de 2011 de los datos anuales sobre Alemania y semestrales sobre Italia correspondientes a 2010 no conllevó revisiones significativas de los datos trimestrales estimados anteriormente, lo que demuestra que los supuestos en los que se basaban las estimaciones trimestrales para Alemania e Italia eran razonables. Para más detalles, véase el recuadro titulado «Evolución reciente del mercado de la vivienda en la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, diciembre de 2010.

2 Para un análisis más detallado de los ciclos de los precios de la vivienda en la zona del euro y en Estados Unidos, véase el artículo titulado «Evolución de los precios de la vivienda en la zona del euro y Estados Unidos», publicado en este Boletín Mensual.

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

(tasas de variación interanual)

	Ponderación	2009	2010	2010		2011	2009				2010				2011	
				I S	II S		I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR
Bélgica ¹⁾	3,8	-0,4	5,4	4,9	5,9	3,1	0,9	-2,1	-1,4	1,2	3,8	5,9	5,8	5,9	3,2	3,0
Alemania ²⁾	26,7	0,6	2,3	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Estonia ³⁾	0,2	-35,9	0,1	-4,5	5,1	6,4	-34,9	-40,3	-37,4	-30,5	-8,1	-0,6	6,2	4,0	2,2	10,7
Irlanda ²⁾	1,8	-13,7	-15,5	-14,9	-11,2	-11,8	-15,0	-18,8	-20,6	-19,1	-16,6	-13,0	-11,3	-11,0	-11,1	-12,4
Grecia ³⁾	2,6	-3,7	-4,7	-3,2	-6,1	-4,9	-3,3	-2,5	-5,1	-4,0	-1,8	-4,7	-5,2	-7,0	-5,2	-4,5
España ²⁾	11,7	-6,7	-2,0	-1,9	-2,0	-5,5	-7,6	-7,7	-7,0	-4,4	-2,9	-0,9	-2,2	-1,9	-4,1	-6,8
Francia ¹⁾	21,3	-7,1	6,4	3,7	9,0	8,3	-6,9	-9,3	-7,9	-4,4	1,4	6,1	8,4	9,6	8,9	7,7
Italia ²⁾	17,0	-0,4	0,1	-0,2	0,4	0,9	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Chipre ²⁾	0,2	-4,1	-2,5	-0,6	-4,3	-	-3,4	-5,8	-5,6	-1,5	0,0	-1,1	-2,4	-6,2	-	-
Luxemburgo ³⁾	0,4	-2,1	4,5	3,5	5,4	4,0	0,6	-4,0	-2,6	-2,3	2,6	4,4	5,7	5,1	2,4	5,7
Malta ²⁾	0,1	-5,0	1,1	2,4	-0,2	-1,3	-9,9	-6,0	-2,5	-1,4	4,5	0,5	1,5	-2,0	-2,6	0,0
Países Bajos ¹⁾	6,4	-3,3	-2,0	-3,2	-0,8	-1,6	-0,3	-2,8	-5,1	-5,0	-4,3	-2,0	-0,6	-1,0	-1,2	-1,9
Austria ²⁾	3,1	3,6	5,7	5,5	5,9	-	4,3	4,9	3,4	1,9	5,7	5,3	5,0	6,8	3,9	-
Portugal ²⁾	1,9	0,4	1,8	1,4	2,2	0,4	2,7	0,3	-0,8	-0,6	1,3	1,6	2,9	1,6	0,6	0,2
Eslovenia ¹⁾	0,4	-8,2	2,8	2,6	3,1	-	-7,1	-9,8	-10,9	-5,0	1,1	4,1	4,6	1,5	1,1	-
Eslovaquia ¹⁾	0,7	-11,1	-3,9	-6,0	-1,7	-2,7	-4,3	-13,4	-14,3	-12,3	-8,3	-3,7	-1,3	-2,1	-2,5	-2,8
Finlandia ¹⁾	1,9	-0,3	8,7	10,9	6,6	3,7	-5,5	-3,6	0,4	7,9	11,4	10,3	8,0	5,2	4,2	3,2
Zona del euro ⁴⁾	100,0	-2,9	1,9	0,9	2,8	1,7	-2,4	-3,6	-3,9	-1,6	0,2	1,7	2,7	2,8	2,3	1,1

Fuentes: Datos nacionales y cálculos del BCE.

Nota: Las ponderaciones se basan en el PIB nominal de 2009.

1) Viviendas (casas y pisos) existentes, todo el país.

2) Todas las viviendas (casas y pisos nuevos y ya existentes), todo el país.

3) Todos los pisos, todo el país.

4) La estimación del agregado de la zona del euro incluye las contribuciones trimestrales de Alemania e Italia basadas en la interpolación y la desagregación temporal de los datos (datos anuales para Alemania y semestrales para Italia) y, en el caso de Alemania, a partir de 2008, los datos trimestrales de siete grandes ciudades recopilados y ajustados por el Deutsche Bundesbank.

torno a las perspectivas de renta de los hogares y, con ello, el riesgo de deterioro de la accesibilidad a la vivienda han aumentado de nuevo.

La evolución más reciente de los precios de la vivienda en la zona del euro sigue ocultando patrones muy diferentes en los distintos países. La desaceleración registrada en el primer semestre de 2011 fue relativamente generalizada, pero se produjo en un contexto de magnitudes de tasas de variación bastante diferentes (véase cuadro). Por ejemplo, en Bélgica, Francia, Austria y Portugal, las tasas de variación interanual fueron positivas, mientras que en Irlanda, España y Países Bajos se mantuvieron negativas. En cambio, en algunos países, la recuperación de los precios de la vivienda continuó durante el primer semestre del año, aunque con unas tasas de variación interanual positivas solo moderadas, como en Italia, o todavía negativas, como en Grecia, donde ya se había observado un nuevo debilitamiento de la variación de estos precios en 2010. Las divergencias entre países en lo que respecta a la magnitud de las tasas de variación interanual de los precios de la vivienda siguieron siendo considerables en el segundo trimestre de 2011. Los mayores incrementos interanuales correspondieron a Estonia y Francia, mientras que Irlanda, Grecia y España experimentaron las caídas más acusadas.

En general, es probable que la evolución de los precios de la vivienda en la zona del euro siga siendo moderada en comparación con el intenso crecimiento registrado en la pasada década. Esto refleja, en particular, el ajuste necesario como consecuencia de la sobrevaloración observada anteriormente en algunos países.

3.5 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

De cara al futuro, es probable que las tasas de inflación se mantengan por encima del 2% en los próximos meses, antes de disminuir hasta situarse por debajo de este nivel en 2012. Se espera que estas tasas sigan siendo acordes con el objetivo de estabilidad de precios en el horizonte relevante a efectos de la política monetaria. Este patrón es reflejo de la expectativa de que, en un contexto de crecimiento más débil a escala mundial y de la zona del euro, las presiones sobre los precios, los costes y los salarios en la zona también se moderen.

La última encuesta del BCE a expertos en previsión económica (véase recuadro 4) muestra que, en comparación con la encuesta anterior, los encuestados no han modificado sus expectativas de inflación para 2011, manteniéndola en el 2,6%, mientras que han revisado ligeramente a la baja las perspectivas de inflación para 2012 y 2013, situándola en el 1,8% para los dos años. Las expectativas de inflación de la encuesta para el período 2011-2013 son acordes, en líneas generales, con los intervalos de las proyecciones macroeconómicas para la zona del euro elaboradas por los expertos del BCE en septiembre de 2011. Las expectativas de inflación a más largo plazo (para 2016) han permanecido en el 2%.

Se considera que los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios a medio plazo están, en general, equilibrados. Los principales riesgos al alza están relacionados con la posibilidad de que se produzcan subidas de los impuestos indirectos y de los precios administrados, debido a la necesidad de consolidación fiscal en los próximos años. No obstante, en el entorno actual, las presiones inflacionistas deberían disminuir. Los principales riesgos a la baja están relacionados con el impacto de un crecimiento más débil de lo esperado en la zona del euro y a escala mundial. De hecho, si la atonía del crecimiento económico se mantiene, las presiones inflacionistas a medio plazo en la zona del euro podrían reducirse.

Recuadro 4

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

Este recuadro presenta los resultados de la encuesta del BCE a expertos en previsión económica (EPE) correspondientes al cuarto trimestre de 2011. La encuesta se llevó a cabo entre el 14 y el 18 de octubre de 2011, y se recibieron 64 respuestas¹.

Los resultados de la encuesta implican unas perspectivas estables de inflación en 2011 y una revisión a la baja de las expectativas de inflación en 2012 y 2013, debido principalmente a la disminución de las presiones sobre los precios de las materias primas y al deterioro de las perspectivas de crecimiento económico. Las expectativas de crecimiento del PIB se han revisado a la baja para todos los horizontes, fundamentalmente como consecuencia de la evolución de la crisis de la deuda soberana y de un entorno exterior peor de lo esperado. En cuanto a las perspectivas de inflación a más largo plazo (para 2016), la previsión media se mantuvo sin variación, en el 2%, y la mediana de las previsiones también permaneció estable, en el 2%.

¹ La encuesta recopila información sobre las expectativas de inflación, el crecimiento del PIB real y la 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 el sitio web del BCE: www.ecb.europa.eu/stats/prices/indic/forecast/html/index.en.html.

Las expectativas de inflación a más corto plazo se mantienen sin variación para 2011 y se han revisado a la baja para 2012 y 2013

Las expectativas de inflación obtenidas de la EPE se sitúan en el 2,6 % para 2011 y en el 1,8 % para 2012 y 2013. En comparación con la encuesta anterior, las expectativas para 2011 no se han modificado, mientras que las correspondientes a 2012 y 2013 se han revisado a la baja 0,2 y 0,1 puntos porcentuales, respectivamente (véase cuadro). Las expectativas de inflación de la encuesta para el período 2011-2013 son acordes, en líneas generales, con las previsiones de Consensus Economics y del Barómetro de la Zona del Euro de octubre de 2011 y se sitúan dentro de los intervalos de las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE en septiembre de 2011.

En cuanto a las distribuciones de probabilidad agregada, en comparación con la encuesta anterior, las distribuciones relativas a la inflación en 2012 y 2013 se han desplazado hacia la izquierda, por lo que la probabilidad más alta ahora se asigna con mayor claridad al intervalo comprendido entre el 1,5 % y el 1,9 % para ambos años (véase gráfico A).

La revisión a la baja de las previsiones para 2012 y 2013 se debe a la disminución de las presiones sobre los precios de las materias primas y al deterioro de las perspectivas de crecimiento económico, que está estrechamente relacionado con la crisis de la deuda soberana en la zona del euro. Las subidas de los precios del petróleo y de las materias primas se mencionan como riesgos alcistas, mientras que los principales riesgos bajistas para las perspectivas centrales de inflación proceden de un crecimiento más débil de lo esperado. Tomando como base las distribuciones de probabilidad individuales, los encuestados consideran que los riesgos para las previsiones a más corto plazo son alcistas para 2011 y bajistas para 2012 y 2013².

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.

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

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

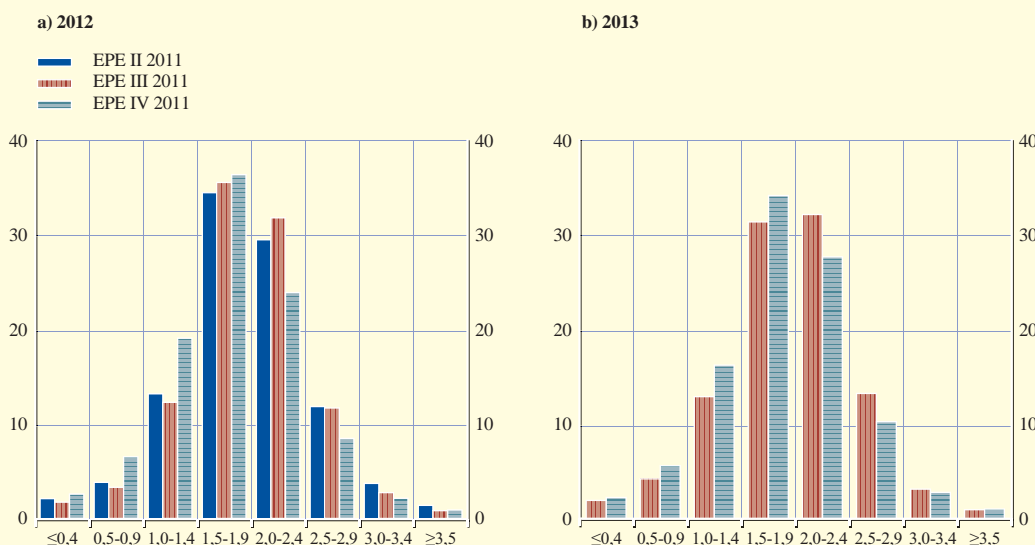
Inflación medida por el IAPC	Horizonte de la encuesta			
	2011	2012	2013	A más largo plazo ²⁾
EPE IV 2011	2,6	1,8	1,8	2,0
<i>EPE anterior (III 2011)</i>	2,6	2,0	1,9	2,0
Proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE (septiembre 2011)	2,5-2,7	1,2-2,2	-	-
Consensus Economics (octubre 2011)	2,6	1,8	1,8	2,0
Barómetro de la Zona del Euro (octubre 2011)	2,6	1,7	1,7	1,9
Crecimiento del PIB real	2011	2012	2013	A más largo plazo ²⁾
EPE IV 2011	1,6	0,8	1,6	1,8
<i>EPE anterior (III 2011)</i>	1,9	1,6	1,8	1,9
Proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE (septiembre 2011)	1,4-1,8	0,4-2,2	-	-
Consensus Economics (octubre 2011)	1,6	0,6	1,5	1,7
Barómetro de la Zona del Euro (octubre 2011)	1,6	0,6	1,6	1,9
Tasa de desempleo ¹⁾	2011	2012	2013	A más largo plazo ²⁾
EPE IV 2011	10,0	10,0	9,7	8,5
<i>EPE anterior (III 2011)</i>	9,8	9,5	9,2	8,2
Consensus Economics (octubre 2011)	10,0	10,1	-	-
Barómetro de la Zona del Euro (octubre 2011)	10,0	10,0	9,3	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 a 2016 en Consensus Economics y en la EPE.

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

(probabilidad en porcentaje)



Fuente: BCE.

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

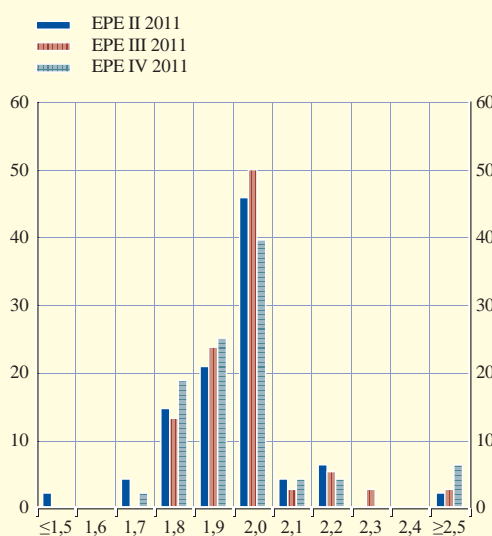
Las expectativas de inflación a más largo plazo se mantienen sin variación en el 2%

La previsión media de inflación a más largo plazo se mantiene en el 2% para 2016. Mostradas con dos decimales, las expectativas se sitúan en el 2,01%, en promedio, el segundo nivel más elevado desde el tercer trimestre de 2008, aunque sin variación con respecto a la encuesta anterior. La mediana y la moda de las previsiones permanecen estables, en el 2% (véase gráfico B). Las expectativas de inflación a más largo plazo de la EPE son acordes, en líneas generales, con las previsiones a más largo plazo de Consensus Economics (para 2016) y del Barómetro de la Zona del Euro (para 2015) de octubre de 2011.

La distribución de probabilidad agregada se ha desplazado hacia la izquierda, en comparación con la encuesta anterior. Ciertamente, la probabilidad de que la inflación se sitúe en el 2% o por encima de este nivel ha descendido al 48%. Al mismo tiempo, la probabilidad asignada a las colas de la distribución se ha mantenido estable,

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

(porcentaje de encuestados)



Fuente: BCE.

en un nivel relativamente reducido. Dado que hay muchos más encuestados con una previsión por encima de la media de su distribución de probabilidad, se considera que los riesgos en torno a la previsión media son fundamentalmente riesgos bajistas.

El desacuerdo sobre las expectativas de inflación a más largo plazo, medido por la desviación típica de las previsiones, se incrementó hasta situarse en 0,3 puntos porcentuales (+0,1 puntos porcentuales). La incertidumbre agregada en torno a estas expectativas, medida por la desviación típica de la distribución de probabilidad agregada, se mantiene estable en un nivel relativamente elevado (véase gráfico C)³.

Revisión a la baja de las expectativas de crecimiento del PIB real, con una revisión especialmente importante para 2012

En promedio, las expectativas de crecimiento del PIB real a más corto plazo se han revisado a la baja para todos los horizontes, siendo la revisión más significativa la correspondiente a 2012.

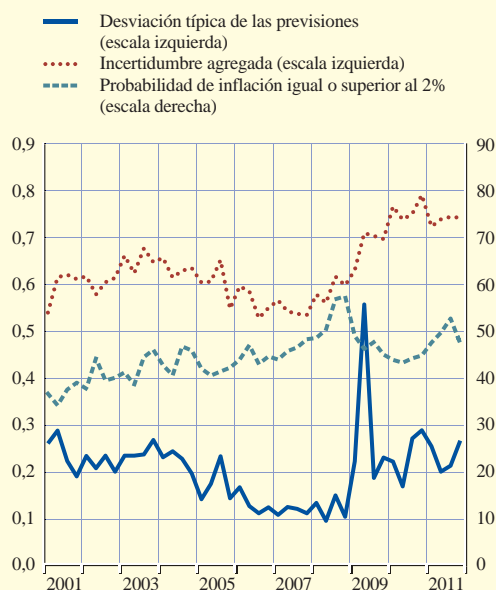
Actualmente, estas expectativas se sitúan en el 1,6% para 2011, el 0,8% para 2012 y el 1,6% para 2013. En comparación con las previsiones más recientes de Consensus Economics y del Barómetro de la Zona del Euro, en líneas generales, las expectativas de crecimiento del PIB real de los participantes en la EPE son acordes con estas para 2011 y 2013 y ligeramente al alza para 2012, y se sitúan dentro de los intervalos de las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE en septiembre de 2011. Las distribuciones de probabilidad agregada para 2011, 2012 y 2013 se han desplazado considerablemente hacia la izquierda. Para 2012, en particular, los encuestados asignan ahora la probabilidad más alta (28%) al intervalo comprendido entre el 0,5% y el 0,9%, mientras que, en la encuesta anterior, la probabilidad más alta se asignó al intervalo comprendido entre el 1,5% y el 1,9% (véase gráfico D).

En opinión de los encuestados, el hecho de que el escenario central sea más negativo es resultado de las medidas adicionales de consolidación fiscal, del endurecimiento de las condiciones de financiación, de la mayor incertidumbre y de la disminución de la demanda externa. Se considera que los riesgos para las perspectivas de crecimiento son a la baja. Los riesgos alcistas y bajistas para estas perspectivas que más mencionan los participantes en la encuesta son una solución rápida para la crisis de la deuda soberana o el fracaso en encontrar una solución. Aparte de eso, los principales riesgos bajistas para las perspectivas de crecimiento indicadas por los expertos son nuevas caídas de la confianza empresarial y de los consumidores, así como un aumento de la incertidumbre.

Las expectativas de crecimiento a más largo plazo (para 2016) se sitúan en el 1,8%, esto es, 0,1 puntos porcentuales por debajo de las de la encuesta anterior. Se estima que los riesgos para estas

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

(porcentaje)

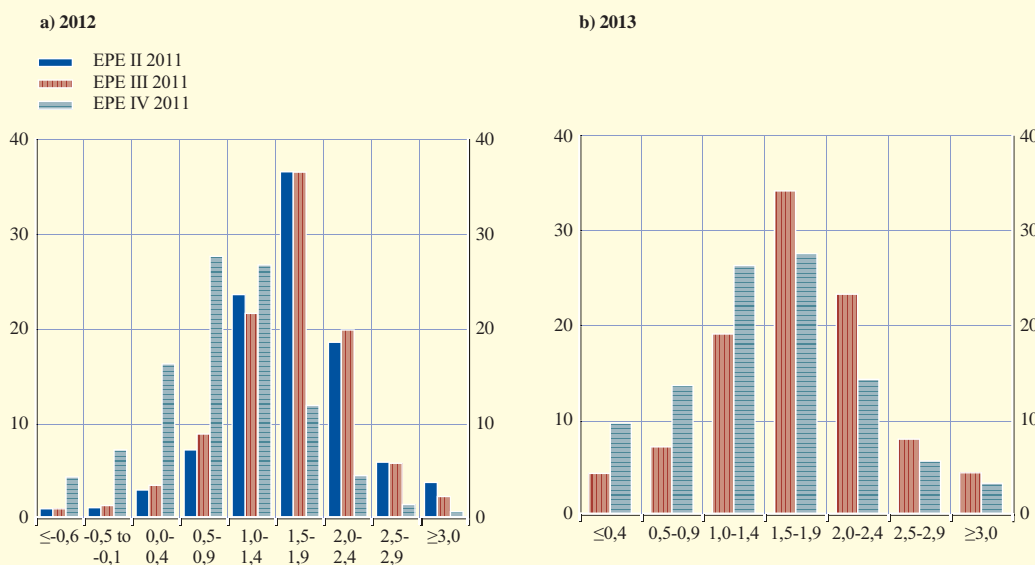


Fuente: BCE.

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).

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

(probabilidad en porcentaje)



Fuente: BCE.

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

perspectivas son a la baja. La distribución de probabilidad agregada se ha desplazado solo ligeramente hacia la izquierda en comparación con la encuesta anterior, y los expertos siguen considerando que la probabilidad de que el crecimiento del PIB real a más largo plazo se sitúe en un intervalo comprendido entre el 1,5% y el 1,9% es de aproximadamente el 30%.

Aumento de las expectativas relativas a la tasa de desempleo en la zona del euro para 2011 y 2012

Las expectativas relativas a la tasa de desempleo aumentaron hasta el 10% para 2011 y 2012, y el 9,7% para 2013. Por consiguiente, los expertos encuestados siguen esperando que la tasa de desempleo disminuya a lo largo del horizonte de las previsiones, si bien ahora esperan que este descenso comience más tarde. La revisión al alza de las expectativas de desempleo se debe principalmente a la actual desaceleración de la actividad económica y a la reducción de costes que se está llevando a cabo. El principal riesgo alcista para estas perspectivas es un empeoramiento repentino de la crisis, que provocaría un deterioro adicional de la actividad económica. Los riesgos bajistas están asociados, fundamentalmente, con las reformas que se están llevando a cabo en los mercados de trabajo, que aumentarían la flexibilidad de estos mercados. Si las previsiones se comparan con las medias de las distribuciones de probabilidad, se considera que los riesgos son alcistas.

Las expectativas relativas a la tasa de desempleo a más largo plazo (para 2016) han aumentado hasta el 8,5%, y se considera que los riesgos para estas perspectivas son al alza. La distribución de probabilidad agregada se ha desplazado ligeramente hacia la derecha, pero la probabilidad más alta (20%) se sigue asignando al intervalo comprendido entre el 8,5% y el 8,9%.

Otras variables y supuestos condicionantes

Según otros datos facilitados por los encuestados, las previsiones se basan en los siguientes supuestos: ahora se espera que los precios del petróleo rondan los 107 dólares estadounidenses por barril en 2011 y 2012, y que posteriormente aumenten ligeramente, así como que, en promedio, el tipo de cambio entre el euro y el dólar sea de 1,36 en 2011 y 2012, y que luego se aprecie ligeramente. Se prevé que el tipo principal de financiación del BCE se sitúe, en promedio, en el 1,3 % en 2012 y que se incremente hasta alcanzar una media del 1,6 % en 2013. Por último, se espera que el crecimiento medio anual de la remuneración por asalariado se estabilice en torno al 2,1 % en 2012 y 2013.

4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

Se prevé que el crecimiento del PIB real de la zona del euro, que en el segundo trimestre de 2011 se desaceleró hasta el 0,2%, en tasa intertrimestral, sea muy moderado en el segundo semestre de este año. Se observan señales de que los riesgos a la baja identificados anteriormente se han materializado, como ponen de manifiesto los desfavorables datos procedentes de las encuestas de opinión. De cara al futuro, una serie de factores parecen estar frenando el dinamismo subyacente del crecimiento en la zona del euro, entre los que se incluyen la moderación del ritmo de la demanda mundial y los efectos negativos que las actuales tensiones observadas en algunos mercados de deuda soberana de la zona del euro tienen sobre las condiciones de financiación y sobre la confianza. Al mismo tiempo, la actividad económica de la zona del euro debería beneficiarse del continuado crecimiento positivo de las economías emergentes, así como de los reducidos tipos de interés a corto plazo y de las distintas medidas adoptadas para apoyar el funcionamiento del sector financiero.

4.1 PIB REAL Y COMPONENTES DE LA DEMANDA

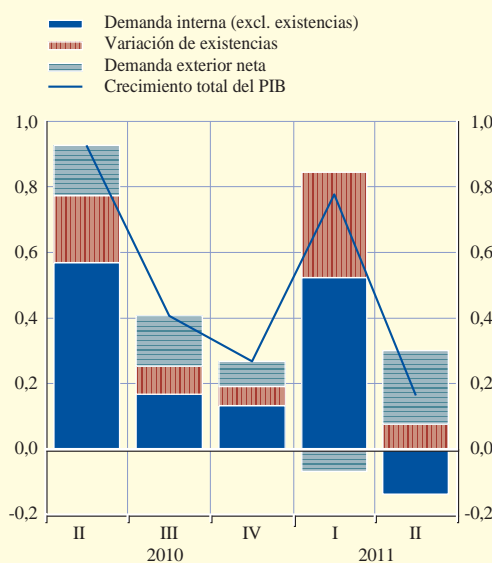
El PIB real de la zona del euro se desaceleró hasta el 0,2%, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre de 2011, tras un crecimiento del 0,8% en el trimestre anterior (véase gráfico 27). La evolución más moderada de la demanda interna, atribuible en cierta medida a factores especiales, fue la principal contribución a esta desaceleración. Aunque el PIB ha crecido durante ocho trimestres consecutivos desde que se inició la recuperación, el nivel del producto en el segundo trimestre seguía situándose casi un 2% por debajo del nivel máximo registrado en el primer trimestre de 2008.

Después de seis trimestres de crecimiento tímido pero positivo, el consumo privado se redujo un 0,2%, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre 2011. La evolución del comercio al por menor y de las compras de automóviles contribuyó a este resultado negativo.

Por lo que se refiere al tercer trimestre de 2011, la información sobre el consumo privado apunta a que continuó la evolución contenida del gasto en consumo. El volumen de ventas del comercio al por menor aumentó un 0,1% en agosto, y durante los dos primeros meses del tercer trimestre se situó, en promedio, un 0,2% por encima del nivel registrado en el segundo trimestre, cuando estas ventas se redujeron un 0,3%. Al mismo tiempo, las matriculaciones de automóviles registraron un avance intermensual del 0,7% en septiembre de 2011, aunque, no obstante, disminuyeron un 0,6%, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre, tras una contracción mucho más acusada (el 4%) en el trimestre anterior. Los datos de las encuestas relativas al comercio minorista apuntan a que continúa la debilidad del consumo de bienes al por menor (véase gráfico 28). El índice de directores de compras (PMI) del comercio al por menor registró niveles inferiores a 50 durante el tercer trimestre, indicando un descenso de las ventas, si bien, en octubre, el índice se elevó hasta alcanzar un nivel ligeramente por encima de 50. Además, según la encuesta de opinión de la Comisión Europea, el indicador de confianza de los consumidores siguió

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.

deteriorándose en octubre, aunque menos que en los tres meses precedentes. Mientras tanto, el indicador de grandes compras esperadas se mantiene en niveles históricamente muy bajos, lo que sugiere que los consumidores siguen actuando con cautela a la hora de decidir si compran bienes de consumo duradero.

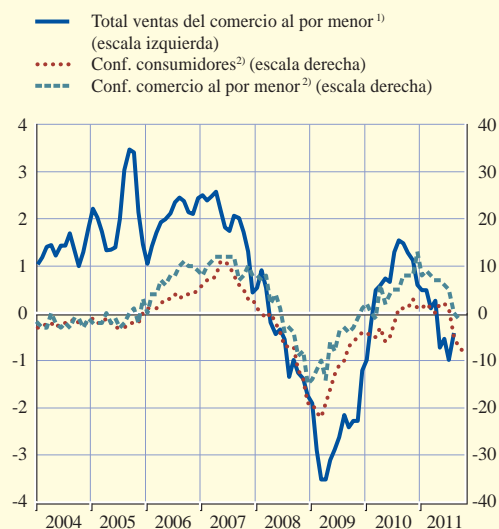
La formación bruta de capital fijo aumentó un 0,1%, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre de 2011, tras crecer un 1,8% en el trimestre anterior. La recuperación de la inversión ha sido más lenta y más errática que la de la actividad general. Por lo que respecta al detalle de la inversión en el segundo trimestre, la inversión en construcción, que es el componente más volátil, se contrajo un 0,5% en tasa intertrimestral, mientras que la inversión, excluida la construcción, experimentó un avance del 0,9%.

Si se consideran los meses siguientes, la producción industrial de bienes de equipo (un indicador de la inversión futura, excluida la construcción) se elevó un 2,2% en agosto, frente al aumento del 3,3% registrado en julio. En ambos meses, el nivel medio de la producción de bienes de equipo se situó un 3,9% por encima del nivel medio del segundo trimestre, lo que es comparable con el aumento intertrimestral del 1,6% que se observó en el segundo trimestre y supone un buen comienzo para el tercer trimestre. Sin embargo, los resultados de las encuestas relativos a la industria, excluida la construcción —tanto del PMI como del indicador de confianza industrial de la Comisión Europea—, apuntan a una desaceleración de la actividad inversora durante el tercer trimestre y a principios del cuarto trimestre de 2011. El indicador de confianza industrial se situó próximo a su media histórica durante el tercer trimestre y en octubre, mientras que el PMI se situó por debajo del umbral teórico de 50 que separa la expansión y la contracción en esos mismos períodos. Por otra parte, las encuestas de la Comisión indican que la utilización de la capacidad productiva siguió disminuyendo en octubre. Una ventaja de esta medida de la capacidad ociosa de las manufacturas, basada en encuestas, es que rara vez se revisa, a diferencia de numerosas medidas del grado de utilización de los factores de producción que emplean técnicas de estimación más sofisticadas (véase recuadro 5).

La producción de la construcción en la zona del euro se redujo un 0,2%, en tasa intermensual, en agosto de 2011, tras un avance del 1,8% en el mes anterior. Hay algunos indicios de que la producción de la construcción en la zona se ha estabilizado en los últimos meses. No obstante, dada la elevada volatilidad y las frecuentes revisiones de estos datos, es preciso actuar con cautela al interpretar la evolución reciente. Además, las encuestas muestran un panorama más negativo. Por ejemplo, el indicador de confianza de la construcción publicado por la Comisión Europea se mantiene en niveles inferiores a su media histórica (se dispone de datos hasta octubre de 2011). Al mismo tiempo, el PMI de la construcción de la zona del euro se situó, en promedio, muy por debajo de 50 durante el tercer trimestre, lo que señala que la evolución siguió siendo negativa en ese período, tras la debilidad observada en el segundo trimestre.

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.

Recuadro 5

EVIDENCIA RECIENTE SOBRE LA INCERTIDUMBRE EN TORNO A LAS ESTIMACIONES EN TIEMPO REAL DE LA BRECHA DE PRODUCCIÓN DE LA ZONA DEL EURO

Las medidas del crecimiento del producto potencial reflejan la tasa de crecimiento que puede alcanzarse utilizando los factores de producción disponibles sin crear presiones inflacionistas. La brecha de producción, que se define como la desviación porcentual del nivel efectivo del producto con respecto a su nivel potencial, mide el grado de utilización de los factores de producción en la economía y puede considerarse un indicador de la situación del ciclo económico y de las presiones inflacionistas.

Dado que el producto potencial es una variable no observable, su medición, así como las medidas de la brecha de producción, solo puede estimarse con incertidumbre. En el caso de las actuales estimaciones revisadas del producto potencial relativas a los últimos años, la incertidumbre puede reducirse teniendo en cuenta los resultados pasados y actuales, para lo que en su momento era la evolución económica futura, que se desconocían cuando se llevaron a cabo las estimaciones. Por el contrario, la información sobre la evolución económica futura que está disponible para las estimaciones en tiempo real del producto potencial únicamente puede incluir previsiones, y no resultados. Por consiguiente, las medidas en tiempo real del producto potencial son especialmente inciertas y pueden ser revisadas sustancialmente con posterioridad.

En este recuadro se examinan las revisiones efectuadas en las estimaciones en tiempo real de las medidas del producto potencial y de la brecha de producción, centrándose en especial en la manera en que la crisis económica y financiera puede haber reconfigurado el análisis del producto potencial y de las presiones inflacionistas en la zona del euro en los años previos a la crisis.

Revisiones de las estimaciones en tiempo real del crecimiento del producto potencial de la zona del euro

Hechos importantes tales como la reciente crisis económica y financiera pueden dar lugar a sustanciales revisiones de las estimaciones del producto potencial, incluso para años del pasado lejano. En algunos países de la zona del euro, la reciente crisis económica y financiera puso fin a un período de crecimiento del PIB excepcionalmente elevado y provocó una caída de la actividad económica especialmente considerable y persistente. Si bien el impacto de la crisis en el nivel y en la tasa de crecimiento del producto potencial en los años transcurridos desde que comenzó la crisis sigue siendo incierto¹, en estos momentos puede apreciarse que las medidas del crecimiento del producto potencial en los años anteriores a la crisis incorporan un alto grado de incertidumbre. Así pues, una comparación con las medidas revisadas del producto potencial que se habían estimado inmediatamente antes de la crisis puede ayudar a comprender las posibles fuentes de error en las medidas del crecimiento potencial anteriores a la crisis.

En el gráfico A se comparan las revisiones de las estimaciones del crecimiento potencial en los países de la zona del euro en el período comprendido entre los años 2000 y 2007, que se basan en las estimaciones llevadas a cabo en la primavera de 2011, con las medidas estimadas en el otoño de 2007 para el mismo período. En particular, las revisiones ponen de manifiesto que la tasa de crecimiento

¹ Para información sobre el impacto de la crisis económica y financiera en el producto potencial, véanse «Tendencias del producto potencial», *Boletín Mensual*, BCE, enero de 2011, y «Estimaciones del producto potencial de la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, julio de 2009.

potencial correspondiente al período completo se sobrestimó para casi todos los países de la zona del euro. Las revisiones de las estimaciones del crecimiento potencial para el período comprendido entre 2009 y 2011 son especialmente importantes, lo que era de esperar, pues las estimaciones realizadas en el otoño de 2007 para el período mencionado se basaron en previsiones que no habían anticipado la crisis ni su significativo impacto en el crecimiento del producto potencial. En el caso de los años

Gráfico A Revisiones medias de las estimaciones del crecimiento del producto potencial de la zona del euro y de países de la zona, efectuadas por organizaciones internacionales

(puntos porcentuales)

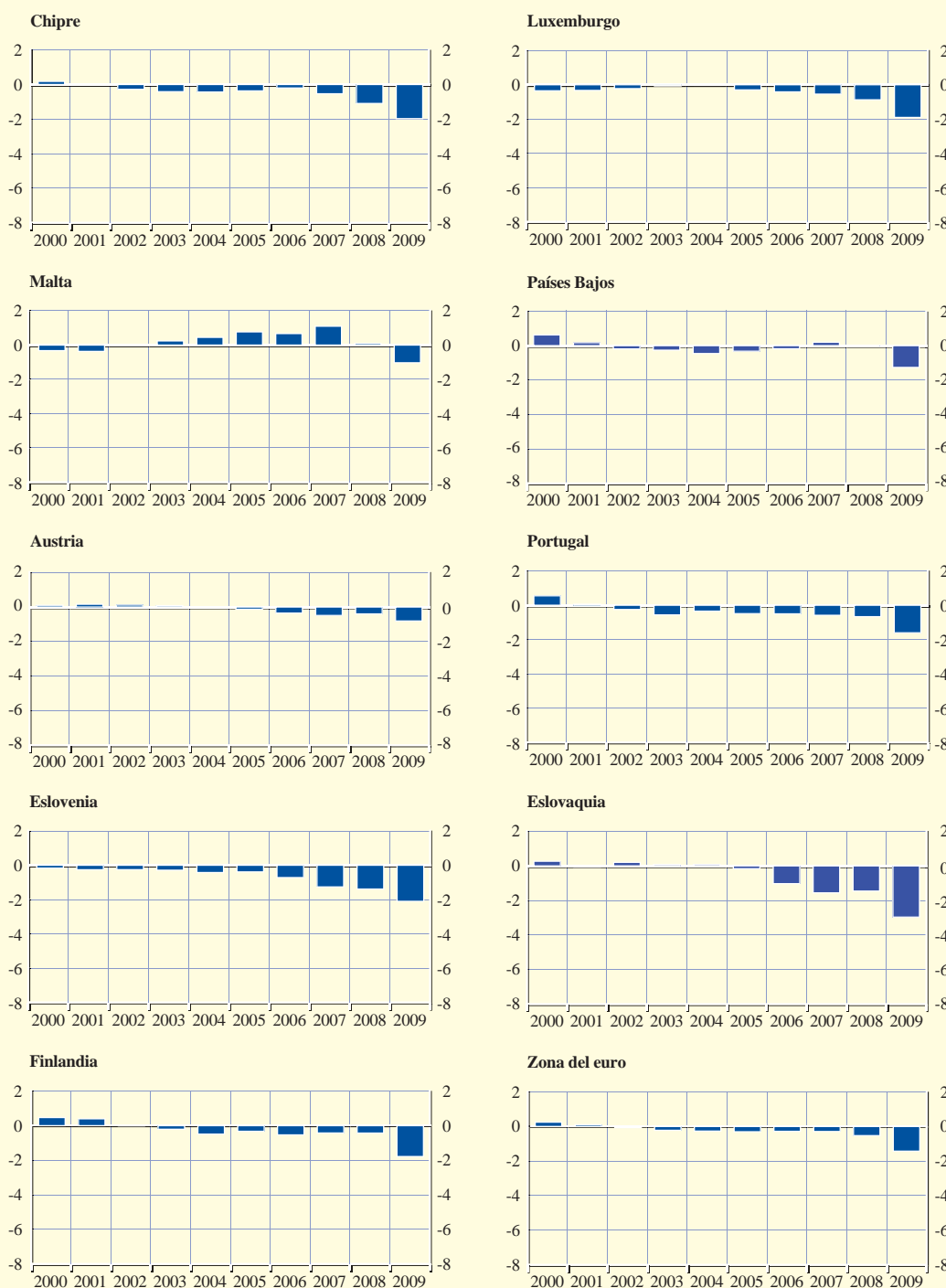


Fuentes: FMI, OCDE y Comisión Europea.

Nota: Las revisiones del crecimiento del producto potencial se calculan como las diferencias entre las estimaciones de crecimiento efectuadas en la primavera de 2011 y las realizadas en el otoño de 2007, utilizando la media de las estimaciones proporcionadas por la OCDE, el FMI y la Comisión Europea.

Gráfico A Revisiones medias de las estimaciones del crecimiento del producto potencial de la zona del euro y de países de la zona, efectuadas por organizaciones internacionales

(puntos porcentuales)



Fuentes: FMI, OCDE y Comisión Europea.

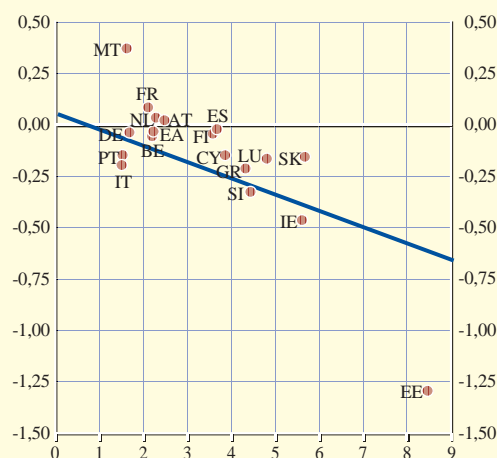
Nota: Las revisiones del crecimiento del producto potencial se calculan como las diferencias entre las estimaciones de crecimiento efectuadas en la primavera de 2011 y las realizadas en el otoño de 2007, utilizando la media de las estimaciones proporcionadas por la OCDE, el FMI y la Comisión Europea.

correspondientes al pasado más lejano, las revisiones son generalmente menores, pero se observan revisiones significativas en el período inmediatamente anterior a la crisis en algunos países (Grecia, Estonia, Irlanda, Eslovaquia y Eslovenia) que puede que reflejen un recalentamiento significativo en algunos sectores de la economía, como los servicios financieros y la construcción, pero posiblemente también un crecimiento insostenible del sector público.

En el gráfico B se relacionan estas revisiones, promediadas, durante el período anterior a la crisis comprendido entre los años 2000 y 2007, con las tasas medias de crecimiento del PIB real registradas durante el mismo período. Puede observarse que la tendencia a efectuar revisiones ex post del crecimiento potencial es más elevada en aquellos países en los que, durante este período, el PIB real creció de una manera relativamente más rápida que en aquellos otros en los que el PIB real experimentó un crecimiento medio (o por debajo de la media). En el primer grupo se encuentran algunos países que posteriormente han tenido que llevar a cabo programas de ajuste, como Irlanda y Grecia. En general, los resultados sugieren que el crecimiento relativamente elevado registrado en algunos países durante el período comprendido entre 2000 y 2007 no era sostenible.

Gráfico B Tasas medias de crecimiento del PIB real y revisiones medias del crecimiento del producto potencial en el período comprendido entre 2000 y 2007

Eje de abscisas: crecimiento del PIB real, variaciones porcentuales
Eje de ordenadas: revisiones medias del crecimiento del producto potencial, puntos porcentuales



Fuentes: FMI, OCDE y Comisión Europea.

Nota: Las revisiones del crecimiento del producto potencial se definen en el gráfico A. La línea de regresión se ha calculado excluyendo el valor atípico de Estonia y las cifras relativas a la zona del euro.

Revisiones de las estimaciones en tiempo real de la brecha de producción de la zona del euro

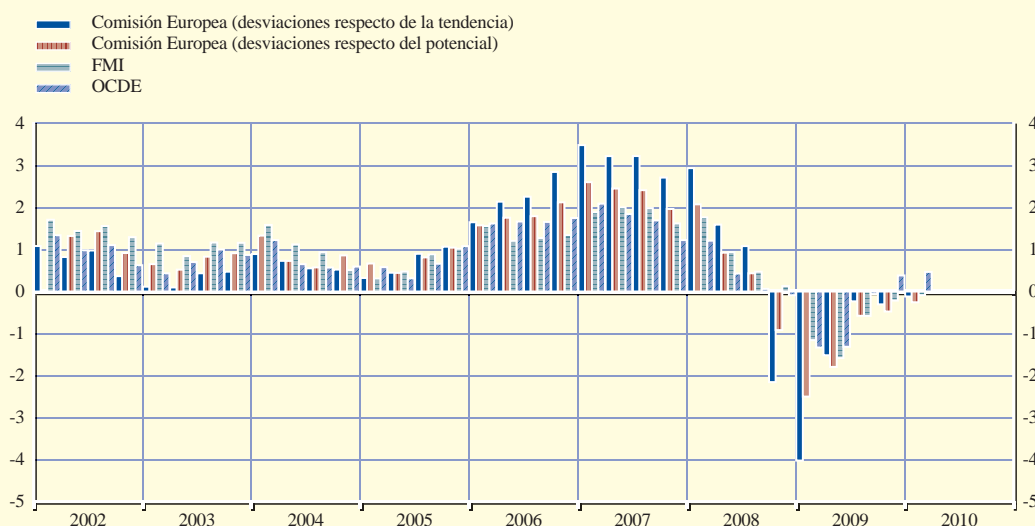
La incertidumbre de las estimaciones del producto potencial y de la brecha de producción de la zona del euro en tiempo real es atribuible a varios motivos, entre los que se encuentran la incertidumbre de los modelos, la inestabilidad de los parámetros y las revisiones de los datos². Esta incertidumbre queda reflejada en las importantes revisiones asociadas a las estimaciones del producto potencial en tiempo real. Como ejemplo de ellas, en el gráfico C se muestran las revisiones de las estimaciones en tiempo real de la brecha de producción de la zona del euro efectuadas por organizaciones internacionales (Comisión Europea, FMI y OCDE) a finales de 2010. Cabe destacar que estas revisiones suelen ser del mismo orden de magnitud, o incluso mayores, que la propia brecha estimada, como ya habían determinado Orphanides y Van Norden³ para Estados Unidos. Marcellino y Musso muestran que esto también ocurre con otras estimaciones obtenidas a partir de diversos métodos, que van desde simples filtros a modelos econométricos más complejos.

2 M. Marcellino y A. Musso, «The reliability of real-time estimates of the euro area output gap», *Economic Modelling*, vol. 28, 2011, pp. 1842-1856. Véanse también el recuadro titulado «Contrastación de las estimaciones de la brecha de producción de la zona del euro con otros indicadores cíclicos», *Boletín Mensual*, BCE, junio de 2011, y el recuadro titulado «La fiabilidad o no fiabilidad de las estimaciones sincrónicas de la brecha de producción», *Boletín Mensual*, BCE, febrero de 2005.

3 Véase A. Orphanides y S. van Morden, «The unreliability of output-gap estimates in real time», *The Review of Economics and Statistics*, vol. 84, 2002, pp. 569-583.

Gráfico C Revisiones de las estimaciones en tiempo real de la brecha de producción de la zona del euro efectuadas por organizaciones internacionales

(puntos porcentuales)



Fuentes: Comisión Europea, FMI, OCDE y cálculos del BCE.

Notas: Las barras representan la diferencia entre las estimaciones disponibles a finales de 2010 y las estimaciones en tiempo real (véase M. Marcellino y A. Musso, «The reliability of real-time estimates of the euro area output gap», *Economic Modelling*, vol. 28, 2011, pp. 1842-1856).

Es importante señalar que las revisiones de la brecha de producción parecen ser sistemáticamente de mayor envergadura (y positivas) en el caso de las estimaciones en tiempo real realizadas en 2007, sobre todo si se comparan con las de años más lejanos en el tiempo, lo que sugiere que la mayor parte de las medidas en tiempo real infravaloraron el nivel de la brecha de producción justo antes de que se iniciara la crisis. Ello coincide con los resultados mencionados anteriormente de que el crecimiento potencial del producto en el período inmediatamente previo a la crisis se había sobrestimado significativamente con anterioridad.

Estimaciones en tiempo real de la brecha de producción y previsiones de inflación en la zona del euro

La evidencia reciente sugiere que las estimaciones en tiempo real de la brecha de producción de la zona del euro solo pueden incorporar información limitada en lo que se refiere a las previsiones de inflación, como ya se ha visto que ocurría en Estados Unidos⁴. Ciertamente, Marcellino y Musso presentan cierta evidencia relativa a la zona del euro que apunta a que las estimaciones de la brecha de producción solo tienen una utilidad marginal para la previsión de la inflación tanto en el corto plazo (a un trimestre y a un año vista) como en el medio plazo (a dos y tres años vista). Este resultado está en consonancia con la evidencia de inestabilidad y no linealidad que caracteriza la relación entre la brecha de producción y la inflación en la zona del euro, así como la importancia cada vez menor de la brecha de producción para explicar la evolución de los precios en los últimos años⁵.

4 Véase M. Marcellino y A. Musso, «The forecasting performance of real time estimates of the euro area output gap», *CEPR Discussion Paper*, n.º 7763, Centre for Economic Policy Research, marzo de 2010. Para Estados Unidos, véase A. Orphanides y S. van Morden, «The Reliability of Inflation Forecasts Based on Output Gap Estimates in Real Time», *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 37, 2005, pp. 583-601.

5 Véanse, por ejemplo, A. Musso, L. Stracca y D. van Dijk, «Instability and nonlinearity in the euro area Phillips curve», *International Journal of Central Banking*, vol. 5, 2009, pp. 181-212; R. Anderton, A. Galesi, M. Lombardi y F. di Mauro, «Key elements of global inflation», en *Challenges to inflation in an era of relative price shocks*, Reserve Bank of Australia, 2010; y el artículo titulado «Tendencias del producto potencial», *Boletín Mensual*, BCE, enero de 2011.

Por lo que respecta a los flujos comerciales, el crecimiento tanto de las importaciones como de las exportaciones se desaceleró en el segundo trimestre de 2011, en línea con la ralentización general del comercio mundial. En agosto, las importaciones y las exportaciones de bienes, en términos nominales, a países no pertenecientes a la zona del euro disminuyeron, mientras que el comercio de servicios se mantuvo prácticamente estable (en términos intertrimestrales). El comercio mundial ha mostrado señales de estabilización recientemente, en particular en los mercados emergentes, respaldando el crecimiento de las exportaciones a países de fuera de la zona. En el recuadro 6 se examina la evolución reciente de las cuotas de exportación de la zona del euro y su impacto sobre la demanda externa de la zona. Si se consideran en conjunto, los últimos datos indican que el comercio de la zona del euro creció moderadamente en el tercer trimestre de 2011. De cara al futuro, el índice PMI de nuevos pedidos exteriores del sector manufacturero de la zona del euro, disponible hasta octubre de 2011, señala un crecimiento más débil de las exportaciones en el corto plazo.

Recuadro 6

ACTUALIZACIÓN DE LAS MEDIDAS DE LA DEMANDA EXTERNA DE LA ZONA DEL EURO PARA TENER EN CUENTA LOS CAMBIOS EN LA DISTRIBUCIÓN GEOGRÁFICA DE LAS EXPORTACIONES DE LA ZONA

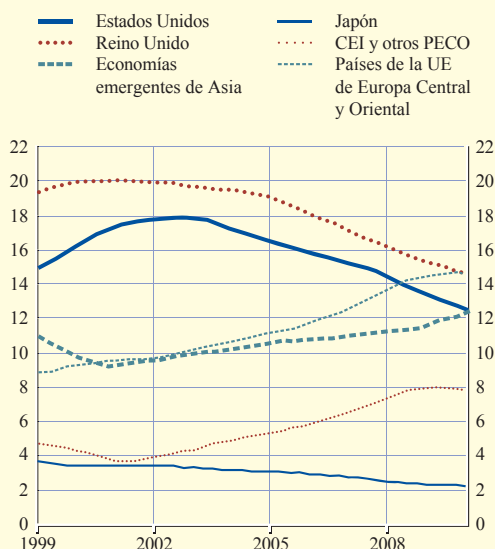
Junto con las variaciones de la competitividad en términos de precios y costes, la evolución de la demanda externa (es decir, la demanda mundial de exportaciones de la zona del euro) es un importante factor determinante del crecimiento de las exportaciones de la zona del euro. Por consiguiente, la forma en que se compilan las medidas reviste crucial importancia para el seguimiento y la predicción de las exportaciones de la zona del euro, así como para evaluar el comportamiento de los exportadores de la zona en los mercados mundiales de exportación¹. Un elemento integrante de estas medidas es la distribución geográfica de las exportaciones de la zona. Los cambios en dicha distribución a lo largo del tiempo afectan a la medida de la demanda externa de la zona y a la evaluación del comportamiento de sus exportaciones. A continuación, se examina la evolución reciente de las cuotas de exportación a países no pertenecientes a la zona y su impacto en las medidas de la demanda externa de la zona.

La demanda externa de la zona del euro se define como una media ponderada de las importaciones de los socios comerciales no pertenecientes a la zona, utilizando, para calcularla, el porcentaje que representan las exportaciones de bienes de la zona a cada uno de esos países. En los últimos años, la rápida expansión del comercio mundial se ha reflejado en un crecimiento relativamente alto de las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro: en el caso de los bienes, las exportaciones aumentaron, en términos nominales, en torno a un 26% entre 2005 y 2010², frente al crecimiento de alrededor del 35% que experimentó el comercio mundial. Además, la distribución geográfica de las exportaciones a países de fuera de la zona varió significativamente durante el mismo período, en consonancia con el cambio de patrón del comercio mundial. En particular, la creciente integración de las economías emergentes en la economía mundial se ha reflejado en un aumento de las exportaciones de la zona del euro a esos países, de lo que se deduce que la sólida demanda que registran estos últimos está beneficiando cada vez más a la zona del euro.

- 1 Para más información sobre las medidas de la demanda externa, véase K. Hubrich y T. Karlsson, «Trade consistency in the context of the Eurosystem projection exercises», *Occasional Paper Series*, n.º 108, BCE, marzo de 2010.
- 2 La evolución histórica anterior se describe en los recuadros titulados «La composición geográfica de la demanda exterior de bienes producidos en la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, octubre de 2004, y «Cambios recientes en la composición geográfica de la demanda exterior de bienes producidos en la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, octubre de 2008.

Gráfico A Evolución de las cuotas de exportación de algunos países no pertenecientes a la zona del euro

(porcentajes; datos basados en medias móviles de tres años)

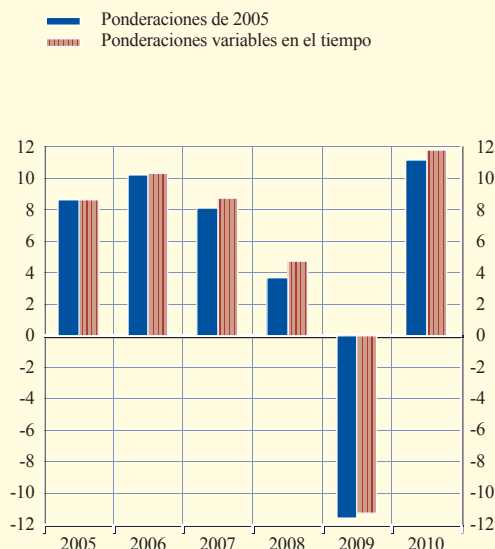


Fuentes: Direction of Trade Statistics del FMI y BCE.

Notas: La observación más reciente corresponde al primer trimestre de 2010. La categoría CEI y otros PECO corresponde a la Comunidad de Estados Independientes y otros países de Europa Central y Oriental. Los países de la UE de Europa Central y Oriental son los países no pertenecientes a la zona del euro que se han incorporado a la UE desde 2004.

Gráfico B Dos medidas de la demanda externa de la zona del euro

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Direction of Trade Statistics del FMI y BCE.

Los cambios en la estructura de comercio de la zona del euro también se reflejan en la evolución de las ponderaciones de la demanda externa de la zona, medidas como la media móvil de tres años de las cuotas de exportación a países de fuera de la zona utilizando los datos disponibles hasta el primer trimestre de 2010 (véase gráfico A). Una de las características más sorprendentes es el aumento en la proporción que representan los países de la UE de Europa Central y Oriental, que refleja el rápido ritmo de crecimiento de las exportaciones a esos países tras su ingreso en la Unión Europea. Como resultado, su ponderación en la demanda externa de la zona del euro aumentó desde el 11,5 % en 2005 hasta alrededor del 14,6 % en 2010. Además, la creciente integración de economías como China y los países de la Comunidad de Estados Independientes (CEI) también se ha traducido en un notable aumento de los flujos de exportaciones a esos países y, por consiguiente, en un incremento de su participación en las exportaciones de la zona del euro a los países de fuera de la zona. Como resultado, la ponderación de los países de la CEI (incluida Rusia) y de otros países de Europa Central y Oriental aumentó 2,1 puntos porcentuales, hasta cerca del 8 %, mientras que la ponderación de las economías emergentes de Asia se incrementó aproximadamente en 1,7 puntos porcentuales, hasta el 12,5 %, impulsada principalmente por China. Por el contrario, la evolución reciente ha confirmado el descenso continuo de las cuotas de exportación de la mayoría de las economías avanzadas. En particular, las ponderaciones de Reino Unido y de Estados Unidos han experimentado una caída significativa durante el período considerado. En el caso del Reino Unido, tradicionalmente el principal socio comercial de la zona del euro, la participación en las exportaciones de la zona se redujo casi 4 puntos porcentuales, hasta situarse en torno al 15 % en 2010. Las economías emergentes de Asia representan ahora aproximadamente la misma proporción de las exportaciones de la zona del euro a Estados Unidos.

Para demostrar el impacto de la evolución de la distribución geográfica de las exportaciones de la zona del euro a países no pertenecientes a la zona en el cálculo de la demanda externa, en el gráfico B se presentan dos medidas de dicha demanda: una basada en ponderaciones actualizadas, variables en el tiempo (utilizando una media móvil de tres años de las participaciones) hasta 2010, y, como alternativa, una serie basada en ponderaciones fijas tomando la media de 2005. En general, el conjunto de ponderaciones de 2005 parece subestimar el crecimiento interanual de la demanda externa de la zona del euro durante el período comprendido entre 2006 y 2010 en una media de alrededor de 0,5 puntos porcentuales, lo que subraya la importancia de actualizar periódicamente las ponderaciones utilizadas para calcular la demanda externa, a fin de captar plenamente los efectos de los cambios en la distribución geográfica del comercio.

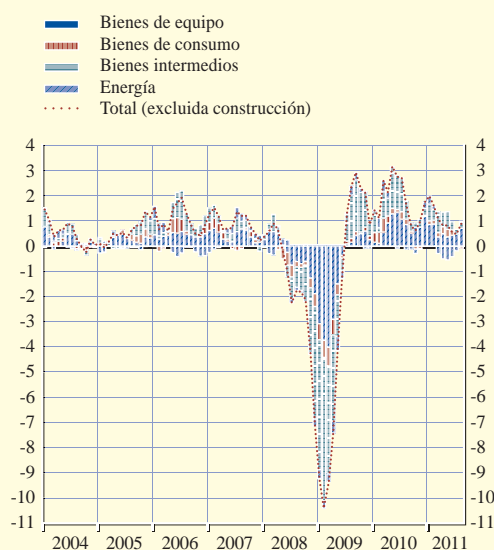
4.2 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

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

Por lo que se refiere a la evolución observada en el tercer trimestre de 2011, la producción industrial (excluida la construcción) creció un 1,5%, en tasa intermensual, en agosto, tras un aumento del 1,2% registrado el mes anterior. La tasa de crecimiento intertrimestral se incrementó desde el 0,5% de julio hasta el 0,9% en agosto (véase gráfico 29). Mientras, los nuevos pedidos industriales (excluido el

Gráfico 29 Crecimiento de la producción industrial y contribuciones

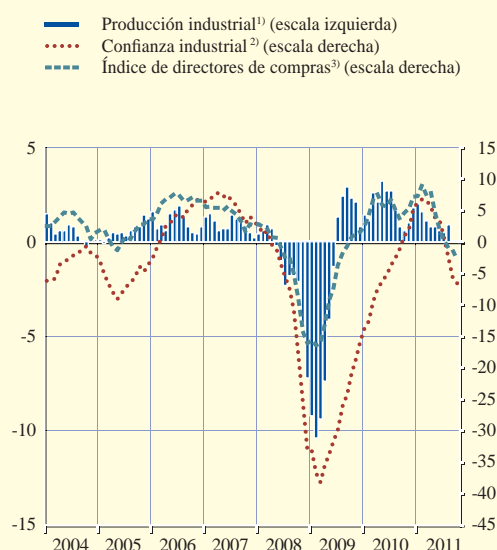
(tasa de crecimiento y contribuciones en puntos porcentuales; datos mensuales desestacionalizados)



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.

material de transporte pesado) de la zona experimentaron un aumento intermensual del 0,6 % en agosto, tras el ascenso del 1,4 % observado en julio. Pese a estos avances, la tasa de variación intertrimestral de los nuevos pedidos industriales, que fue del 0,6 % en julio, pasó a ser negativa en agosto, situándose en el -0,4 %. En general, datos más recientes procedentes de encuestas apuntan a un panorama de mayor debilidad que los indicadores en lo que respecta a la evolución durante el tercer trimestre y a principios del cuarto (véase gráfico 30). Por ejemplo, el índice PMI de producción del sector manufacturero permaneció por debajo del valor 50 durante el tercer trimestre y en octubre se situó en 46,6, señalando una nueva contracción. Al mismo tiempo, los datos de las encuestas de la Comisión Europea indican una disminución de las restricciones a la producción en el período de tres meses comprendido hasta octubre de 2011, que fundamentalmente estuvo relacionada con la mayor atonía de la demanda. Los indicadores de actividad del sector servicios también han retrocedido, de 55,5 en el segundo trimestre a 50,6 en el tercero, y de nuevo hasta 47,2 en octubre de 2011. Otras encuestas de opinión, como las de la Comisión Europea, están prácticamente en línea con la evolución del PMI.

MERCADO DE TRABAJO

Las mejoras que se observaron en la situación de los mercados de trabajo en el primer semestre del año parecen haberse interrumpido. El empleo registró un avance del 0,3 %, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre de 2011, tras una subida del 0,1 % en los dos trimestres anteriores (véase cuadro 7). A diferencia de lo ocurrido en una fase anterior de la recuperación, cuando las horas trabajadas crecieron con más rapidez que el empleo, las horas trabajadas se redujeron un 0,2 % en el segundo trimestre. A nivel sectorial, las últimas cifras de empleo indican que tanto la industria (excluida la construcción) como la construcción crecieron un 0,1 % en tasa intertrimestral y que el empleo en el sector servicios aumentó un 0,4 % en el segundo trimestre.

Como el crecimiento del empleo superó al del PIB en el segundo trimestre, la productividad se ralentizó. La tasa de crecimiento interanual de la productividad del trabajo por persona ocupada se redujo un punto porcentual en el segundo trimestre, mientras que la tasa de crecimiento interanual de la productividad del trabajo por hora trabajada descendió 0,1 puntos porcentuales, hasta situarse en el 1,1 % y el 1,5 %, respectivamente (véase gráfico 32). De cara al futuro, los últimos datos del índice PMI de productividad sugieren un nuevo retroceso en el crecimiento de la productividad en el tercer trimestre.

Cuadro 7 Crecimiento del empleo

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

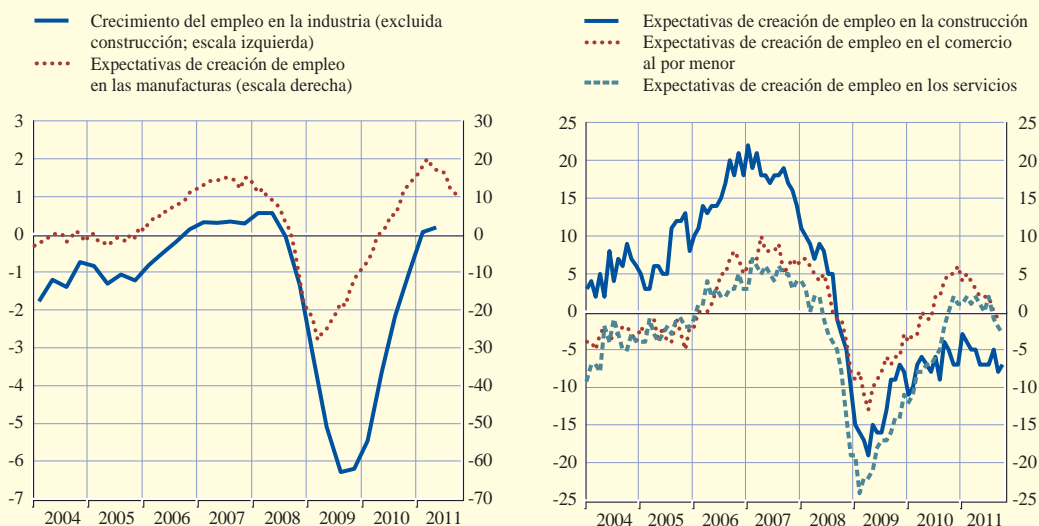
	Personas					Horas				
	Tasas interanuales		Tasas intertrimestrales			Tasas interanuales		Tasas intertrimestrales		
	2009	2010	2010 IV	2011 I	2011 II	2009	2010	2010 IV	2011 I	2011 II
Total de la economía	-1,9	-0,5	0,1	0,1	0,3	-3,5	0,4	0,0	0,3	-0,2
<i>Del cual:</i>										
Agricultura y pesca	-2,4	-0,6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

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Incluye también educación, salud y otros servicios.

Gráfico 31 Crecimiento del empleo y expectativas de creación de empleo

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

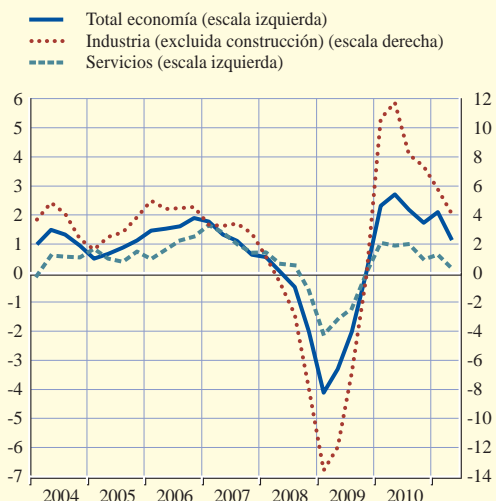


Fuentes: Eurostat y encuestas de opinión de la Comisión Europea.
Notas: Los saldos netos están ajustados a la media.

La tasa de desempleo aumentó 0,1 puntos porcentuales, hasta situarse en el 10,2% en septiembre de 2011 (véase gráfico 33). La evolución en los distintos países ha mostrado una heterogeneidad considerable durante el año. Sin embargo, los indicadores de opinión apuntan a un crecimiento continuado del empleo, aunque en desaceleración, tanto en la industria como en los servicios durante el tercer trimestre

Gráfico 32 Productividad del trabajo

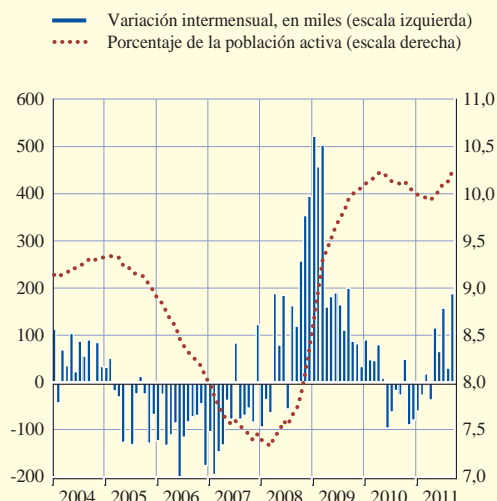
(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico 33 Desempleo

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

y a comienzos del cuarto trimestre de 2011 (véase gráfico 31). En conjunto, la evolución reciente está en consonancia con las revisiones al alza de la tasa de desempleo esperada para 2011 y 2012 en la última encuesta a expertos en previsión económica (véase el recuadro 4 de la sección 3).

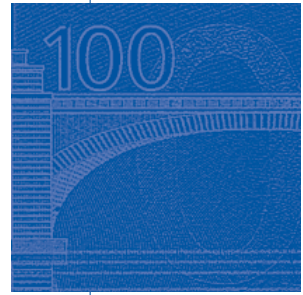
4.3 PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

Se prevé que el crecimiento del PIB real de la zona del euro, que en el segundo trimestre de 2011 se desaceleró hasta el 0,2 %, en tasa intertrimestral, sea muy moderado en el segundo semestre de este año. Se observan señales de que los riesgos a la baja identificados anteriormente se han materializado, como ponen de manifiesto los desfavorables datos procedentes de las encuestas de opinión. De cara al futuro, una serie de factores parecen estar frenando el dinamismo subyacente del crecimiento en la zona del euro, entre los que se incluyen la moderación del ritmo de la demanda mundial y los efectos negativos que las actuales tensiones observadas en algunos mercados de deuda soberana de la zona del euro tienen sobre las condiciones de financiación y sobre la confianza. Al mismo tiempo, la actividad económica de la zona del euro debería beneficiarse del continuado crecimiento positivo de las economías emergentes, así como de los reducidos tipos de interés a corto plazo y de las distintas medidas adoptadas para apoyar el funcionamiento del sector financiero

En un entorno de incertidumbre especialmente elevada, se confirman los riesgos a la baja para las perspectivas económicas de la zona del euro, relacionados, sobre todo, con una nueva intensificación de las tensiones en algunos segmentos de los mercados financieros mundiales y de la zona del euro, así como con su potencial para que estas presiones se trasladen a la economía real de la zona. También guardan relación con el impacto de los precios de la energía, aún elevados, con las presiones proteccionistas y con la posibilidad de que se produzca una corrección desordenada de los desequilibrios mundiales.

ARTÍCULOS

EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS DE LA VIVIENDA EN LA ZONA DEL EURO Y ESTADOS UNIDOS



Entender el patrón y la naturaleza de la evolución de los precios de la vivienda es un elemento importante para evaluar la situación y las perspectivas macroeconómicas, especialmente en la coyuntura actual, cuando el estallido de las burbujas de la vivienda en varios países de la zona del euro y en Estados Unidos ha sido uno de los principales factores determinantes de la actual crisis financiera global. Cuándo y en qué medida se recuperarán los precios de la vivienda, en algunos casos con respecto a las tasas de crecimiento reales negativas que aún se registran, dependerá tanto de la evolución en el propio sector de la vivienda como de una serie de factores que determinan el ciclo económico. A continuación, se analiza el ciclo de precio de la vivienda en la zona del euro, sus interconexiones con el ciclo económico y su alineación con la evolución de la renta, los alquileres y el crédito. Asimismo, se compara la evolución de los precios de la vivienda y sus factores subyacentes con los de la economía estadounidense y se investiga la heterogeneidad entre los distintos países de la zona y las regiones de Estados Unidos. Las principales conclusiones son que el punto de partida de la recuperación de los precios de la vivienda no fue tan débil como lo será en Estados Unidos y que la evolución de los precios de la vivienda es actualmente más heterogénea en los países de la zona del euro que en las regiones geográficas de Estados Unidos.

I INTRODUCCIÓN

Evaluar y realizar un seguimiento de la evolución de los precios de la vivienda es importante para la política monetaria y la estabilidad financiera debido al fuerte impacto que dichos precios pueden tener sobre el gasto agregado, por una parte, y sobre los balances del sector privado, por otra. Este principio es aplicable en tiempos de normalidad en la evolución cíclica y adquiere particular relevancia cuando la aparición, y el posterior estallido, de las burbujas de precios de la vivienda dan lugar a elevados costes económicos (véase, en el recuadro 1, un resumen de las principales consecuencias macroeconómicas de la evolución de los precios de la vivienda). En los últimos años, se ha puesto de manifiesto la importancia de evaluar la dinámica de dichos precios, dado que han desempeñado un papel fundamental en la actual crisis financiera y en la consiguiente recesión económica, lo que resulta de aplicación tanto a algunos países de la zona del euro como a Estados Unidos.

La dinámica del ciclo más reciente de precios de la vivienda ha sido pronunciada a ambos lados del Atlántico. Considerando la zona del euro en su conjunto, los precios nominales de la vivienda registraban a mediados de 2009 una tasa de crecimiento interanual de casi un -4% . No obstante, los datos correspondientes a los últimos trimestres sugieren que los descensos han tocado fondo, ha-

biéndose registrado una tasa de crecimiento interanual positiva de más del 2% a comienzos de 2011. En Estados Unidos, los precios continúan cayendo, más de un 4% en el año transcurrido hasta el segundo trimestre de 2011. El ritmo de descenso se había ralentizado temporalmente, pero se aceleró de nuevo tras la expiración de la deducción fiscal para compradores de primera vivienda en 2010.

La imagen que ofrece la zona del euro oculta diferencias sustanciales entre los países que la integran. Por ejemplo, en Irlanda, España y los Países Bajos, las tasas de crecimiento de los precios nominales de la vivienda siguen siendo negativas, mientras que en Bélgica, Finlandia y Francia se ha producido un claro retorno a territorio positivo. En otros países, como Alemania e Italia, la evolución cíclica ha sido más atenuada, ya que en Alemania nunca se han registrado realmente cifras negativas. Por el contrario, en Estados Unidos, el patrón de crecimiento de los precios de la vivienda en los últimos años ha sido más similar en las diferentes regiones, habiéndose registrado, en todas ellas, un fuerte ajuste a la baja y tasas de crecimiento todavía negativas en el primer semestre de 2011.

En este contexto, se presentan en la sección 2 del artículo algunas regularidades empíricas sobre los ciclos de los precios de la vivienda en la zona del euro y en Estados Unidos, que ayudan a poner

en perspectiva la evolución más reciente. Este tipo de análisis puede ser útil para complementar las evaluaciones de la situación del mercado de la vivienda basadas en un análisis detallado de diferentes factores de oferta y de demanda¹. En la sección 3 se examina el valor de los precios de la vivienda comparándolo con la evolución de la renta, los alquileres y las variables fundamentales desde el

lado de la demanda. Por último, en la sección 4, se analiza la heterogeneidad de la evolución de los precios de la vivienda en los distintos países de la zona del euro y en las regiones de Estados Unidos.

¹ Véanse el artículo titulado «Análisis de la evolución de los precios de la vivienda en la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, febrero de 2006, y el recuadro titulado «Evolución reciente del mercado de la vivienda en la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, diciembre de 2010.

Recuadro I

IMPACTO MACROECONÓMICO DE LA EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS DE LA VIVIENDA

Existe abundante evidencia empírica de que el crecimiento de los precios de la vivienda antecede a la evolución de la actividad económica real y puede desempeñar, además, un papel causal¹. También existe evidencia de que los ciclos del PIB asociados al estallido de las burbujas de dichos precios se caracterizan por recesiones económicas más profundas². Los efectos de las acusadas fluctuaciones en el sector de la vivienda, potencialmente muy desestabilizadores, pueden operar a través de dos canales: el de consumo y el de la estabilidad financiera.

El mercado de la vivienda puede afectar al consumo de formas diferentes. Un canal directo estaría relacionado, por ejemplo, con el carácter intensivo en mano de obra del sector de la construcción, resultando en una mayor demanda de trabajo y renta de los hogares, que, a su vez, influyen en el consumo. Un canal más indirecto sería el impacto que las fluctuaciones de los precios de la vivienda tienen sobre la riqueza. Los inmuebles residenciales son la principal fuente de garantías para muchos hogares y pueden utilizarse para obtener crédito a fin de estimular el consumo. Una subida de los precios de estos inmuebles facilita la obtención de esos préstamos y puede, potencialmente, crear ciertas externalidades en forma de un mayor consumo. Varios estudios³ sugieren que la riqueza de los hogares tiene un notable efecto positivo sobre el consumo, en particular en el Reino Unido, Estados Unidos, Australia y Canadá. Sin embargo, hay mucha menos evidencia en la literatura de un efecto similar en la zona del euro.

El mercado de la vivienda también afecta a la actividad económica real a través del canal de estabilidad financiera. Por ejemplo, si un descenso de los precios de la vivienda coincide con un deterioro de las condiciones de concesión de crédito y de la capacidad de los hogares para atender el pago de sus hipotecas, las entidades de crédito pueden sufrir mayores pérdidas. Si esas pérdidas causan problemas de insolvencia a dichas entidades, la estabilidad financiera podría verse amenazada. Sin embargo, no es preciso que las entidades de crédito tengan estos problemas realmente para que exista un riesgo para la estabilidad financiera. Si los inversores piensan que existe una mayor incertidumbre respecto a sus inversiones, pueden retirar sus fondos, lo que causaría problemas de financiación para dichas entidades y, a su vez, daría lugar a restricciones de la liquidez.

¹ Para más información sobre las relaciones entre el crédito, los precios de la vivienda y las recesiones, véase, por ejemplo, L. Agnello y L. Schuknecht, «Booms and busts in housing markets: determinants and implications», *Working Paper Series*, n.º 1071, BCE, julio de 2009.

² Véase C. M. Reinhart y K. S. Rogoff, «This Time is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises», *NBER Working Paper*, n.º 13882, abril de 2008.

³ Véase F. Altissimo, E. Georgiou, T. Sastre, G. Sterne, M. Stocker, M. T. Valderrama, M. Weth, K. Whelan y A. Willman, «Wealth and asset price effects on economic activity», *Occasional Paper Series*, n.º 29, BCE, junio de 2005.

La acumulación de desequilibrios propiamente dichos en los precios de la vivienda puede guardar relación con factores muy diferentes, entre los que destaca la abundancia de liquidez como resultado de la facilidad de acceso a créditos de bajo coste. Al inicio de un ciclo de precios de la vivienda, la mayor accesibilidad a la vivienda y un apetito por el riesgo más acusado podrían impulsar la demanda de vivienda, estimular la demanda de crédito y, en última instancia, empujar al alza los precios. Las entidades de crédito pueden utilizar estas garantías de mayor valor para ofrecer mejores condiciones de crédito y también para ajustar sus balances valorando a precios de mercado los activos de garantía, lo que les permitiría prestar más. Este proceso estimula la dinámica de los precios de la vivienda y puede hacer que estos se desvíen, a veces significativamente y durante un período prolongado, de su dinámica fundamental.

Algunas políticas económicas, como la tributación y la regulación de los mercados financieros, también pueden contribuir a la acumulación de desequilibrios. La vivienda, especialmente en propiedad o mantenida mediante instrumentos tales como los fondos de inversión inmobiliarios (REIT, en sus siglas en inglés), suele recibir un tratamiento fiscal favorable en comparación con otras inversiones. Los detalles varían de unos países a otros, pero normalmente las ganancias de capital y los alquileres imputados de los propietarios de viviendas no tributan al tipo general, y los pagos de intereses hipotecarios son, a veces, deducibles de impuestos. Este tratamiento fiscal favorable podría amplificar el ciclo inmobiliario, ya que en algunos países parece existir cierta evidencia de una correlación entre las dimensiones del auge de la vivienda y la generosidad del tratamiento fiscal de la propiedad inmobiliaria⁴.

4 Véanse N. A. Dam, T. S. Hvolbøl, E. H. Pedersen, P. B. Sørensen y S. H. Thamsborg, «Developments in the Market for Owner Occupied Housing in Recent Years – Can House Prices be Explained?», *Monetary Review*, Danmarks Nationalbank, primer trimestre de 2011, y P. J. van den Noord, «Tax Incentives and House Price Volatility in the Euro Area: Theory and Evidence», *OECD Economics Department Working Paper*, n.º 356, 2003.

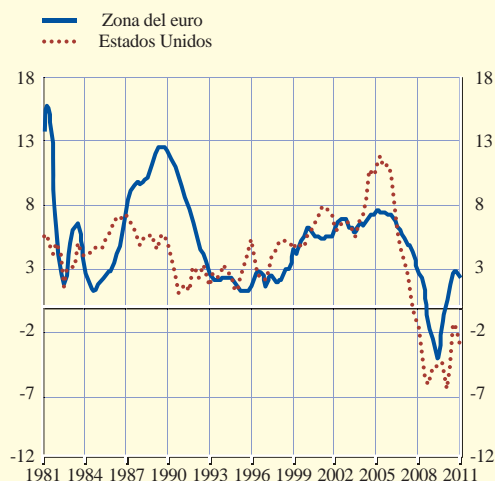
2 DINÁMICA DE LOS PRECIOS DE LA VIVIENDA EN EL PASADO EN LA ZONA DEL EURO Y ESTADOS UNIDOS

Considerando las tres últimas décadas, el crecimiento interanual de los precios de la vivienda, tanto en la zona del euro como en Estados Unidos, ha registrado mínimos cíclicos en tres ocasiones: a comienzos de la década de los ochenta, a comienzos de la década de los noventa y, más recientemente, a finales de la década iniciada en 2000 (véanse gráficos 1 y 2, así como el recuadro 2 para más información sobre las características estadísticas de los índices de precios de la vivienda en la zona del euro y Estados Unidos). Dichos mínimos marcan dos amplios ciclos que, en gran medida, coincidieron en las dos áreas económicas.

El mínimo que registró el crecimiento de los precios de la vivienda a finales de la década de los 2000 fue distinto de los dos anteriores en el sentido

Gráfico 1 Precios nominales de la vivienda en la zona del euro y Estados Unidos

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Federal Housing Finance Agency, encuesta sobre préstamos bancarios de la zona del euro, BCE, Eurostat, institutos nacionales de estadística y cálculos del BCE.

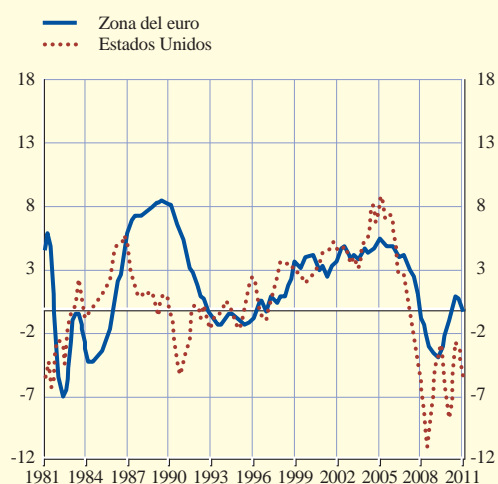
de que se caracterizó por descensos de los precios nominales, mientras que en los dos mínimos anteriores los precios solo experimentaron caídas en términos reales. Al evaluar la profundidad de la

caída registrada a finales del primer decenio del siglo actual, hay que tener en cuenta la dimensión del crecimiento en su punto máximo y el incremento acumulado de los precios reales de la vivienda en el período anterior a dicho máximo. En ambas áreas económicas, el ciclo iniciado en 2000 fue claramente más pronunciado que el de los años noventa en términos de duración de la expansión: casi 12 años entre el mínimo y el máximo, frente a los seis o siete años transcurridos en el ciclo de los años noventa (véase cuadro). En Estados Unidos, el ciclo iniciado en 2000 también fue más pronunciado que el de los años noventa en términos del incremento acumulado de los precios reales de la vivienda (y del consiguiente descenso). Esta evolución contrasta con la observada en la zona del euro, en la que las variaciones acumuladas fueron más comparables en los dos ciclos. La ratio entre el incremento acumulado de los precios de la vivienda y la duración de la expansión se denomina a veces «violencia» o velocidad del ciclo. Esta medida sugiere que, en Estados Unidos, el ciclo más reciente ha sido más pronunciado que el anterior, mientras que en la zona del euro ambos ciclos presentan más similitudes.

En las tres últimas décadas, el incremento interanual de los precios de la vivienda ha sido, en promedio,

Gráfico 2 Precios reales de la vivienda en la zona del euro y Estados Unidos

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Federal Housing Finance Agency, encuesta sobre préstamos bancarios de la zona del euro, BCE, Eurostat, institutos nacionales de estadística y cálculos del BCE.

Nota: Los índices de precios reales se calculan dividiendo los índices de precios nominales por los respectivos índices de precios de consumo.

Estadísticas sobre los ciclos de precios reales de la vivienda de la década de los noventa y de la iniciada en 2000 en la zona del euro y Estados Unidos

	Zona del euro		Estados Unidos	
	Década 1990	Década 2000	Década 1990	Década 2000
<i>Período completo del ciclo: (de mínimo a mínimo)</i>	IV 1985 - I 1996	I 1996 - I 2010	II 1984 - II 1995	II 1995-- ¹⁾
<i>Duración: número de trimestres</i>				
Mínimo-máximo	28	47	24	47
Máximo-mínimo	13	11	23	- ¹⁾
<i>Variación acumulada: porcentajes</i>				
Aumento: mínimo-máximo	42,4	46,8	12,2	52,7
Disminución: máximo-mínimo	-2,9	-6,0	-6,1	-22,1 ²⁾
<i>Tasa media de crecimiento interanual: porcentajes</i>				
Mínimo-máximo	5,6	3,3	2,0	3,7
Máximo-mínimo	-0,8	-1,5	-1,1	-5,1 ²⁾
Mínimo-máximo-mínimo	3,5	2,3	0,5	1,5 ²⁾
<i>Tasa de crecimiento interanual máxima: porcentajes</i>	8,7	5,5	5,9	8,9 ²⁾
<i>Violencia (velocidad): porcentaje medio por trimestre</i>				
Fase ascendente	1,5	1,0	0,5	1,1
Fase descendente	-0,2	-0,5	-0,3	-1,3 ²⁾

Fuentes: Federal Housing Finance Agency, BCE, OCDE, institutos nacionales de estadística y cálculos del BCE.

Notas: Los índices de precios se han deflactado con los respectivos índices de precios de consumo. Se considera mínimo (máximo) el trimestre que marca el final de un período prolongado de descenso (ascenso) de los precios reales de la vivienda.

1) En Estados Unidos no se había registrado ningún mínimo, hasta el primer trimestre de 2011.

2) Basado en datos hasta el primer trimestre de 2011.

del 2 % en la zona del euro y del 0,7 % en Estados Unidos. Las características estructurales relacionadas con la oferta de vivienda y la disponibilidad de terrenos podrían haber contribuido al diferencial entre estas tasas de crecimiento, ya que la zona del euro está, en general, más densamente poblada que Estados Unidos². Además, la transición a la moneda única en la zona del euro y el consiguiente ajuste a la baja de los tipos de interés en muchos de sus países miembros también podrían haber influido en esta evolución.

Comparando el patrón de crecimiento de los precios de la vivienda con el del crecimiento del PIB real y del crédito para la adquisición de vivienda, se confirma que el ciclo de precios de la vivienda está alineado con el ciclo económico general. Por ejemplo, las recesiones de comienzos de la década de los noventa y de finales de la iniciada en 2000 coincidieron, en general, con períodos de crecimiento negativo de los precios reales de la vivienda, tanto en la zona del euro como en Estados Unidos (véanse gráficos 3 y 4). Por el contrario, la alineación es menor en ciclos de crecimiento más cor-

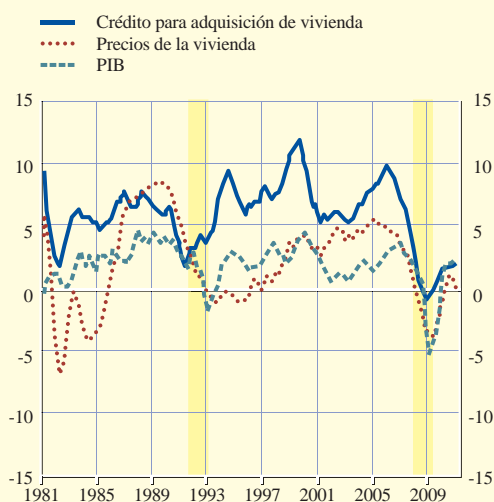
tos, que, en última instancia, no están asociados con recesiones propiamente dichas. Por ejemplo, la acusada desaceleración económica observada a comienzos de la década iniciada en 2000 tras el estallido de la burbuja tecnológica no vino acompañada de un ajuste a la baja de los precios de la vivienda. En ese momento, dichos precios se vieron favorecidos por un período sostenido de bajos tipos de interés e innovaciones financieras³, que mejoraron las oportunidades de endeudamiento de muchos hogares.

En general, estas interrelaciones favorecen una coincidencia de los ciclos más amplios de crédito, precios de la vivienda y actividad económica, no solo dentro de las economías, sino entre unas economías y otras. Esto último se ha puesto claramente

- En general, en 2010 había mucho menos terreno disponible per cápita en la zona del euro (alrededor de 0,008 km² per cápita) que en Estados Unidos (alrededor de 0,032 km² per cápita).
- Para más información sobre las innovaciones financieras en la zona del euro y Estados Unidos, véase, por ejemplo, el recuadro titulado «Los préstamos de las IFM como fuente de financiación de los hogares: comparación entre la zona del euro, el Reino Unido y Estados Unidos», *Boletín Mensual*, BCE, julio de 2008.

Gráfico 3 Precios de la vivienda, crédito para adquisición de vivienda y actividad económica en la zona del euro (en términos reales)

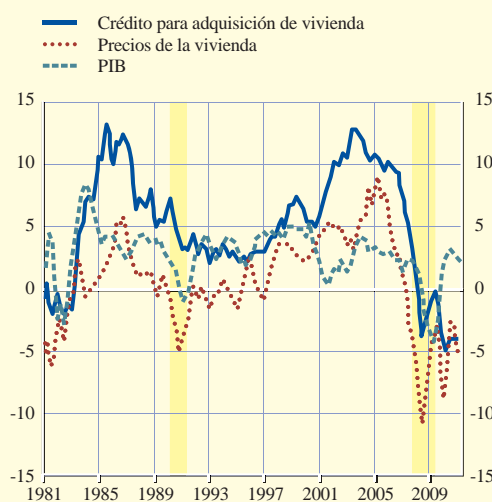
(tasas de variación interanual)



Fuentes: BCE, Eurostat y cálculos del BCE.
Nota: Las zonas sombreadas en amarillo denotan períodos de recesión, según la definición del CEPR Dating Committee.

Gráfico 4 Precios de la vivienda, crédito para adquisición de vivienda y actividad económica en Estados Unidos (en términos reales)

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Federal Reserve Economic Data, Federal Housing Finance Agency, Haver, Federal Reserve Board y cálculos del BCE.
Nota: Las zonas sombreadas en amarillo corresponden a períodos de recesión, según la definición del National Bureau of Economic Research.

de manifiesto en el ciclo de precios de la vivienda más reciente, con la combinación de dos elementos —financiación de bajo coste y globalización financiera— que han propiciado un alto grado de sincronización de los ciclos de crédito y de precios de los activos entre las distintas economías. Al calibrar las perspectivas de recuperación del

crecimiento de los precios de la vivienda en la zona del euro en la presente coyuntura, resulta especialmente importante tener en cuenta no solo la evolución de la economía real y de los propios mercados de la vivienda, sino también la situación imperante en los mercados financieros y de crédito, así como la necesidad de sanear los balances.

Recuadro 2

CARACTERÍSTICAS ESTADÍSTICAS DE LOS ÍNDICES DE PRECIOS DE LA VIVIENDA EN LA ZONA DEL EURO Y ESTADOS UNIDOS

A continuación, se describen las características estadísticas de los indicadores de precios de la vivienda de la zona del euro y de Estados Unidos, respectivamente. Debido a las diferencias estadísticas entre los indicadores de la zona del euro, se recomienda cautela al comparar las variaciones de los precios de los inmuebles residenciales, tanto dentro de la zona como entre esta y Estados Unidos.

Índices de precios de la vivienda en Estados Unidos

En el texto principal de este artículo se analizan las variaciones de los precios de los inmuebles residenciales en Estados Unidos utilizando el índice de precios elaborado por la Federal Housing and Finance Agency (FHFA, en sus siglas en inglés). Otro índice ampliamente utilizado es el índice de precios de la vivienda Standard & Poor's (S&P)/Case Shiller. Ambos índices se calculan tanto para el conjunto de Estados Unidos como para diversas desagregaciones geográficas. Reflejan las variaciones en el tiempo de los precios de las viviendas unifamiliares aplicando un método de «ventas repetidas». Los índices obtenidos por este método calculan las variaciones de los precios a lo largo del tiempo comparando el precio de reventa (o, en su defecto, la reevaluación) de una vivienda ya construida con su primer precio de venta. Mientras que el índice S&P/Case Shiller abarca 20 zonas metropolitanas, el índice de la FHFA cubre todo el país. Los precios de transacción y las tasaciones utilizadas para el índice de la FHFA son los relativos a las hipotecas concedidas por las agencias federales Fannie Mae (Federal National Mortgage Association) y Freddie Mac (Federal Home Loan Mortgage Corporation).

Indicadores de precios de inmuebles residenciales para la zona del euro

Por lo que respecta a la zona del euro, los análisis realizados por el BCE se han basado hasta ahora en un conjunto de indicadores de precios de inmuebles residenciales elaborados por el Eurosystema. Cada BCN de la zona del euro identificó entre los indicadores de inmuebles residenciales disponibles los que, a su juicio, mejor reflejaban las variaciones de los precios de las casas y pisos de todo el país a lo largo del tiempo. Sin embargo, los indicadores disponibles no siempre se basan en los precios de transacción, ya que, en algunos casos, se utilizan tasaciones. Además, algunos indicadores cubren principal o exclusivamente las zonas metropolitanas, mientras que otros se refieren exclusivamente a las casas o pisos ya construidos. El tratamiento de las variaciones a lo largo del tiempo en las características de las viviendas difiere de unos países a otros. Por ejemplo, en algunos casos, las casas y los pisos se estratifican por tipos, a fin de limitar el impacto que la heterogeneidad de las muestras

de viviendas a lo largo del tiempo pueda tener en las variaciones de los precios observados. Otro enfoque se basa en determinar las diferencias de calidad de las viviendas, estimando el impacto de su antigüedad, número de habitaciones, etc., sobre el precio total. La mayoría de los indicadores de precios de inmuebles residenciales de la zona del euro se difunden con periodicidad trimestral. Para el conjunto de la zona del euro, el BCE elabora una serie temporal trimestral que comienza en 1980. La reconstrucción de los datos por países corresponde, principalmente, al período anterior a mediados de los años noventa, y se han utilizado otras fuentes menos representativas que las empleadas para la compilación de las variaciones recientes de los precios.

En diciembre de 2010, Eurostat comenzó a publicar un nuevo conjunto de índices de precios experimentales para los países de la zona del euro. Asimismo, ha anunciado que la compilación y publicación periódicas de índices de precios de inmuebles residenciales para todos los países de la UE se iniciará en 2012. Sin embargo antes de esa fecha es preciso introducir algunas mejoras en lo referente a las regiones y el tipo de vivienda incluidos en las estadísticas, así como en lo que respecta a los desfases en su obtención.

En general, la falta de armonización de los enfoques estadísticos utilizados para compilar los indicadores de precios de inmuebles residenciales de la zona del euro es un factor que ha de considerarse atentamente al comparar datos entre los países de la zona del euro. Por el contrario, los índices de precios de la FHFA a nivel de Estados Unidos son plenamente comparables en términos estadísticos.

3 EVALUACIÓN DEL VALOR DE LOS PRECIOS DE LA VIVIENDA EN EL CICLO ACTUAL

Al igual que ocurre con los precios de otros activos, es difícil determinar el valor de equilibrio de los precios de la vivienda. Un enfoque simple consiste en utilizar las ratios que relacionan directamente los precios de la vivienda con las principales series de referencia⁴. A este respecto, se utilizan comúnmente dos ratios. La primera es la ratio precio de la vivienda-renta, que capta la idea de que, a largo plazo, los precios de la vivienda se ven limitados por la accesibilidad de las familias a la vivienda, incluida la capacidad para atender, con cargo a la renta, el pago de la deuda contraída para la adquisición de la vivienda. La segunda es la ratio precio-alquiler de la vivienda, que recoge la relación a largo plazo entre el coste de mantener una vivienda en propiedad y el rendimiento obtenido de alquilarla⁵.

Los gráficos 5 y 6 muestran, para la zona del euro y Estados Unidos, respectivamente, las desviaciones porcentuales de estas ratios con respecto a sus medias de largo plazo en las tres últimas décadas. La media de largo plazo refleja el concepto de que la

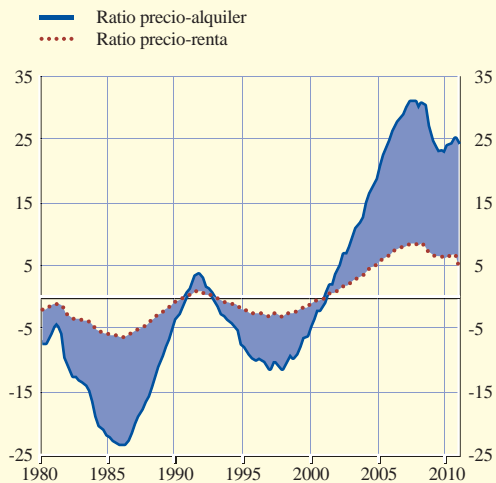
relación de crecimiento entre el numerador y el denominador de las ratios debe evolucionar de una determinada manera a largo plazo. No obstante, como cabría esperar y también queda de manifiesto en los gráficos, ello puede significar la existencia de períodos prolongados de desviación positiva o negativa de las ratios observadas con respecto a la media.

Teniendo en cuenta lo anterior, los gráficos 5 y 6 permiten extraer algunas conclusiones. Primera,

- 4 Otro enfoque consiste en utilizar modelos estructurales que tengan en cuenta factores de oferta y de demanda, y utilizar las desviaciones de los niveles de equilibrio debidas a esos factores como indicio de un desajuste. Dichos modelos incluyen normalmente un conjunto estándar de factores fundamentales, como la renta de los hogares, los costes de financiación y factores demográficos. En general, las estimaciones han demostrado que el papel que desempeñan esos factores depende del mercado geográfico objeto del análisis. Además, los propios factores fundamentales pueden estar sujetos a desajustes y pueden evolucionar durante algunos períodos de forma insostenible.
- 5 El alquiler recibido puede utilizarse como una aproximación al flujo de rendimientos fundamentales en un modelo de descuento de dividendos. Véanse J. M. Poterba, «Tax Subsidies to Owner-Occupied Housing: An Asset-Market Approach», *Quarterly Journal of Economics*, vol. 99, n.º 4, pp. 729-752, noviembre de 1984; y J. Y. Campbell y R. J. Shiller, «The Dividend-Price Ratio and Expectations of Future Dividends and Discount Factors», *Review of Financial Studies*, vol. 1, n.º 3, pp. 195-228, 1988.

Gráfico 5 Rangos de desviación de las valoraciones de los precios de la vivienda en la zona del euro

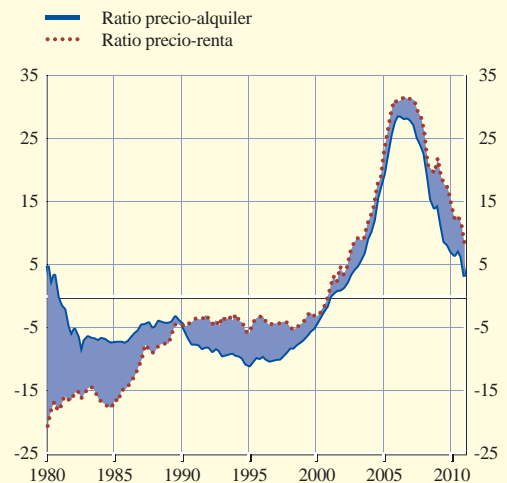
(desviación porcentual respecto a la media de largo plazo)



Fuentes: BCE, Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico 6 Rangos de desviación de las valoraciones de los precios de la vivienda en Estados Unidos

(desviación porcentual respecto a la media de largo plazo)



Fuentes: Federal Reserve Economic Data, Federal Housing Finance Agency, Haver y cálculos del BCE.

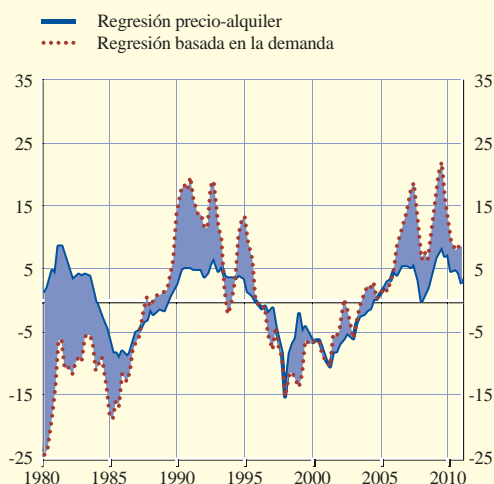
tanto en la zona del euro como en Estados Unidos, y en relación con el ciclo anterior, se produjo un crecimiento sustancial de los precios de la vivienda en el período previo al máximo más reciente. Segunda, en comparación con la renta y los alquileres, los precios de la vivienda se mantuvieron relativamente moderados hasta 2002-2003, tanto en Estados Unidos como en la zona del euro. Tercera, el ajuste a la baja registrado en el ciclo actual ha sido más pronunciado y más fuerte en Estados Unidos que en la zona del euro. Cuarta, en la coyuntura actual, las dos medidas todavía señalan un desajuste positivo de los precios de la vivienda con respecto a sus determinantes fundamentales, tanto en la zona del euro como en Estados Unidos. Quinta, a lo largo de toda la muestra, la amplitud de la banda delimitada por los dos ratios es mucho mayor para la zona del euro que para Estados Unidos. Una razón por la que la ratio precio-alquiler de la vivienda es tan diferente entre las dos áreas económicas podría ser que los precios de los alquileres en algunos países de la zona del euro son menos flexibles y sensibles al juego de las fuerzas del mercado y, por lo tanto, el impacto de la evolución de los precios de la vivienda sobre la ratio es mucho más acusado. El alcance de

los desajustes que se observan al comparar los dos ratios con sus medias de largo plazo depende, en cierta medida, del período para el que se calcula esa media. Aparte de esta salvedad, los grados de desajuste observados al final del período sugieren que el ajuste necesario podría ser un lastre para la recuperación del crecimiento de los precios de la vivienda.

Comparar los ratios de los precios de la vivienda, respecto a la renta o los alquileres, con las respectivas medias a largo plazo presenta algunas limitaciones si la ratio de equilibrio que refleja tendencias sostenibles en dichos precios y sus series de referencia varía con el tiempo. Por ejemplo, podría haberse registrado un aumento de la ratio de equilibrio en los países de la zona del euro en el período previo a la unión monetaria, la cual entrañó, entre otras cosas, un descenso sustancial de los tipos de interés (reales y nominales) en muchos países. Por consiguiente, la inclusión de una variable de tipos de interés puede ayudar a tener en cuenta ese cambio estructural. A efectos de comparación, el gráfico 7 muestra información similar a la del gráfico 5, pero esta vez los ratios se calculan utilizando metodologías basadas en

Gráfico 7 Rangos de desviación de las valoraciones de los precios de la vivienda en la zona del euro basados en modelos

(desviación porcentual)



Fuentes: BCE, Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Los rangos incluyen dos tipos de residuo: i) residuo obtenido a partir de una regresión de la ratio precio-alquiler sobre una constante y un tipo de interés real a largo plazo, y ii) residuo obtenido a partir de una regresión de los precios de la vivienda sobre el PIB real per cápita, la población y un tipo de interés real a largo plazo.

modelos que reflejan variables fundamentales del lado de la demanda⁶. Como resultado de la comparación, cabe destacar varias conclusiones interesantes. En primer lugar, los rangos de valoración oscilan en torno a la línea cero y sugieren dos períodos claros de desajuste positivo, a saber, a comienzos de la década de los noventa y en el ciclo actual de precios de la vivienda. En segundo lugar, los rangos presentan una amplitud menor que los del gráfico 5, especialmente durante el ciclo actual. En tercer lugar, las medidas de los desajustes basadas en regresiones apuntan a una menor sobrevaloración en los últimos años que las que se representan en el gráfico 5, pero todavía se observa cierto grado de desajuste en los precios de la propiedad residencial. En conjunto, los mensajes que transmiten estas metodologías son, a grandes rasgos, similares a los derivados de los indicadores mecánicos del gráfico 5, pero los rangos de valoración son de menor amplitud y, en lo que respecta a la zona del euro, muestran que el grado de sobrevaloración fue tan elevado a comienzos de los años noventa como lo ha sido en los últimos años.

4 HETEROGENEIDAD ENTRE PAÍSES Y ENTRE REGIONES

Las medidas agregadas de los precios de la vivienda pueden ocultar diferencias importantes entre países en la zona del euro o entre regiones si se trata de Estados Unidos. Entender esas diferencias es interesante desde un punto de vista más estructural, a fin de evaluar el grado de integración de los mercados de la vivienda, así como los factores subyacentes que afectan a su evolución. También es de gran relevancia para el análisis de la política monetaria y la estabilidad financiera, ya que un elevado nivel de dispersión puede ser indicativo de desequilibrios, incluso en una situación en la que, a nivel agregado, los datos parezcan señalar la existencia de un entorno macroeconómico saneado.

Utilizando los datos disponibles sobre los precios de la vivienda de diez países de la zona del euro y de nueve regiones de Estados Unidos⁷, se ha construido un índice de dispersión para la zona y para Estados Unidos (véase gráfico 8)⁸. La heterogeneidad también puede apreciarse en los gráficos 9 y 10: para cada trimestre, se muestran las tasas de crecimiento interanual máxima y mínima de los precios de la vivienda en los países o regiones, junto con

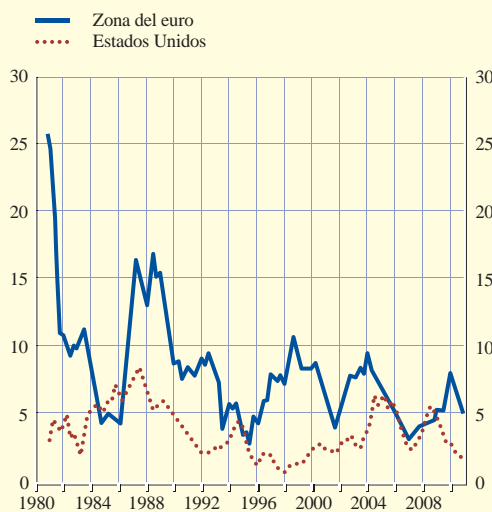
6 Se han empleado dos tipos de modelo: i) una regresión de la ratio precio-alquiler sobre un tipo de interés real a largo plazo, y ii) una regresión de los precios de la vivienda sobre el PIB real per cápita, la población y un tipo de interés real a largo plazo. Estos modelos se explican con más detalle en el recuadro titulado «Tools for detecting a possible misalignment of residential property prices from fundamentals», *Financial Stability Review*, BCE, junio de 2011.

7 En el caso de la zona del euro solo se han considerado los países para los que se disponía de una serie temporal más larga, a saber, Austria, Bélgica, Finlandia, Francia, Alemania, Irlanda, Italia, Países Bajos, Portugal y España. En el caso de Estados Unidos, la base de datos de precios de la vivienda de la Federal Housing Finance Agency agrupa, de forma muy útil, 50 Estados en nueve divisiones o regiones del censo: Nueva Inglaterra, región atlántica central, región central del noreste, región central del noroeste, región atlántica meridional, región central del sudeste, región central del suroeste, montaña y Pacífico.

8 El índice de dispersión se calcula como la desviación típica de las tasas de crecimiento interanual entre países o regiones correspondiente a cada trimestre; un valor más elevado indica que dichas tasas de crecimiento presentan diferencias más amplias. Por motivos relacionados con los datos (en particular, la falta de series temporales suficientemente largas para los datos de inflación de todas las regiones de Estados Unidos), el análisis de la dispersión que se presenta en esta sección se basa en datos sobre precios nominales de la vivienda. No obstante, los cálculos del BCE muestran que, si se utilizan datos reales, el panorama general no varía.

Gráfico 8 Índice de dispersión para la zona del euro y para Estados Unidos

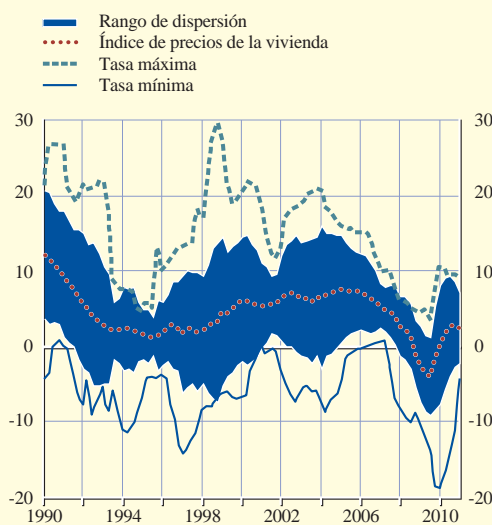
(calculado como la desviación típica del crecimiento interanual de los precios nominales de la vivienda en los distintos países o regiones)



Fuentes: Federal Housing Finance Agency, BCE, OCDE, institutos nacionales de estadística y cálculos del BCE.

Gráfico 9 Índice de precios de la vivienda en la zona del euro: rango de dispersión y tasas máxima y mínima de crecimiento interanual de los precios de la vivienda en los distintos países

(tasas de variación interanual)



Fuentes: BCE, institutos nacionales de estadística y cálculos del BCE.

Notas: La zona sombreada indica el grado de dispersión (+/-1 desviación típica) de las tasas de crecimiento interanual en torno a la serie agregada de precios de la vivienda. Cabe señalar que dicha serie se construye utilizando las ponderaciones del PIB de cada país, mientras que la desviación típica no está ponderada.

una banda de dos desviaciones típicas de anchura en torno a la tasa de crecimiento de los precios de la vivienda en el conjunto de la economía.

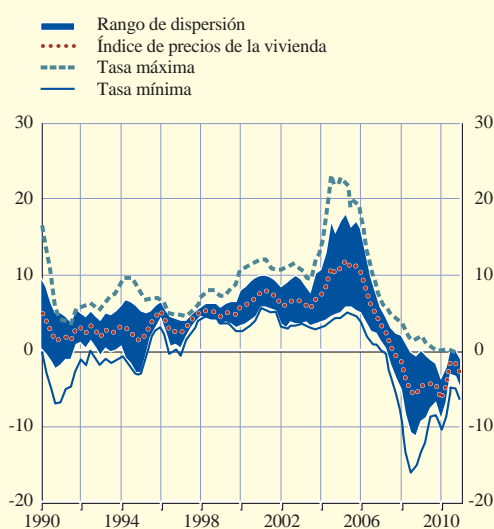
Por lo que respecta a la zona del euro, el nivel de dispersión entre países ha venido mostrando una tendencia a la baja y, de hecho, se ha tornado menos volátil en los diez últimos años. En realidad, casi se ha reducido a la mitad entre el ciclo de los años noventa y el iniciado en 2000, como resultado de una sincronización de los ciclos económicos. Además, el nivel de dispersión en la zona del euro tiende a ser menor en torno al mínimo de los ciclos de precios de la vivienda, debido principalmente a los rápidos descensos de las tasas de crecimiento de dichos precios en varios países.

En comparación, pese a la creciente convergencia registrada en la zona del euro en las últimas décadas, el nivel de dispersión en Estados Unidos parece haber sido históricamente menor y menos volátil, y también menos idiosincrásico, entre las regiones⁹. El haber pertenecido durante mucho tiempo a una unión política y monetaria ha hecho que, con el tiempo, en Estados Unidos se hayan fomentado, de forma natural, acuerdos institucionales similares y mayor integración económica. Además, la integración financiera se hizo más profunda tras las crisis de las entidades de ahorro y préstamo de los años ochenta, con un giro hacia la financiación nacional de la actividad en el sector de la vivienda que se vio respaldado por la reducción de las restricciones a los préstamos entre los distintos Estados y por las empresas semi-públicas (GSE, en sus siglas en inglés), que centralizaban y titulizaban hipotecas. Por consiguiente, los préstamos hipotecarios, y en cierta medida los

9 La diferencia en el nivel de dispersión podría deberse también, en parte, a diferencias estadísticas en la medición de los precios de la vivienda, o incluso depender de las características locales y del peso específico de las grandes ciudades, donde se recopila la mayor parte de los datos. Un nivel más elevado de dispersión entre países podría ocultar el alcance de la dispersión de los precios de la vivienda a nivel de ciudades, en las que vive una gran parte de la población. La evidencia parece sugerir que existe menos dispersión en los precios en las ciudades de los cuatro países más grandes de la zona del euro que en las de Estados Unidos. Véase P. Hiebert y M. Roma, «Relative house price dynamics across euro area and US cities: convergence or divergence», *Working Paper Series*, n.º 1206, BCE, junio de 2010.

Gráfico 10 Índice de precios de la vivienda en Estados Unidos: rango de dispersión y tasas máxima y mínima de crecimiento interanual de los precios de la vivienda en las distintas regiones

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Federal Housing Finance Agency y cálculos del BCE.

Notas: La zona sombreada indica el grado de dispersión (+/-1 desviación típica) de las tasas de crecimiento interanual en torno a la serie agregada de precios de la vivienda. Cabe señalar que dicha serie se construye utilizando las cuotas del *stock* de viviendas como ponderaciones de cada división del censo o región, mientras que la desviación típica no está ponderada.

precios de la vivienda locales, comenzaron a depender menos de las condiciones financieras y de los bancos locales, lo que podría haber contribuido considerablemente a reducir las disparidades en los precios de la vivienda entre los distintos Estados¹⁰. Por el contrario, en la zona del euro, los indicadores estructurales del entorno de la banca minorista, como las medidas de la actividad transfronteriza de las entidades de crédito, sugieren que los mercados hipotecarios y los mercados de la vivienda todavía se encuentran un tanto fragmentados en los distintos países. Ello se debe a la existencia de barreras legales, regulatorias y en materia de infraestructura e información¹¹.

Las diferencias en los niveles de dispersión entre las dos áreas económicas también parecen ser atribuibles a varios otros factores. Dentro de la zona del euro, la transición a la moneda única estuvo asociada, en muchos países, a profundos ajustes a la baja de los tipos de interés y, por consiguiente, a una mayor accesibilidad al crédito hipotecario, que posteriormente pare-

ce haber dado lugar a diferentes evaluaciones y expectativas con respecto a la sostenibilidad de la evolución de los precios de la vivienda. El efecto sobre el nivel de dispersión también podría haberse visto amplificado por las diferencias en los regímenes impositivos en relación con la compra y la financiación de la vivienda, ya que los países que conceden elevadas subvenciones fiscales a la vivienda en propiedad tienden a registrar una mayor variabilidad de los precios¹². Dentro de Estados Unidos, las características propias de cada región, como la densidad de las ciudades y la proximidad de varias regiones a la costa, podría ser una de las explicaciones fundamentales del aumento del nivel de dispersión, especialmente durante períodos de aumento de los precios de la vivienda.

Por lo que respecta a la evolución más reciente del actual ciclo de precios de la vivienda, el nivel de dispersión aumentó, en general, en el período previo al momento de registrarse el máximo, pero recientemente se ha observado una tendencia a la baja, tanto en la zona del euro como en Estados Unidos. La subida de los precios de la vivienda en las distintas regiones de Estados Unidos fue más generalizada que en ciclos anteriores y se vio estimulada por la facilidad de acceso al crédito y la titulación de los préstamos, lo que dio lugar a que, en muchas regiones, los precios de la vivienda estuviesen notablemente sobrevalorados. De hecho, en las regiones que registraron altas tasas de crecimiento de los precios de la vivienda se observaron también notables caídas de dichos precios después de la recesión, lo que contribuyó al agotamiento de la liquidez en los mercados financieros y dificultó la negociación de los bonos de titulización hipotecaria. La correlación entre los incrementos medios de los precios de la vivienda entre los puntos mínimo y máximo del ciclo y los posteriores descensos en el ciclo de precios de la vivienda actual es más

10 Para más información sobre el impacto de la integración más estrecha en Estados Unidos sobre la mejora de la convergencia de los precios de la vivienda entre los distintos Estados, véase C. Schnure, «Boom-bust cycles in housing: the changing role of financial structure», *IMF Working Paper*, n.º 05/200, octubre de 2005.

11 Para más información al respecto, véase *Financial integration in Europe*, BCE, mayo de 2011.

12 Véase P. J. van den Noord, «Tax Incentives and House Price Volatility in the Euro Area: Theory and Evidence», *OECD Economics Department Working Paper*, n.º 356, 2003.

Gráfico 11 Crecimiento medio de los precios reales de la vivienda en el ciclo iniciado en 2000 en algunos países de la zona del euro

(tasas de crecimiento medio interanual)

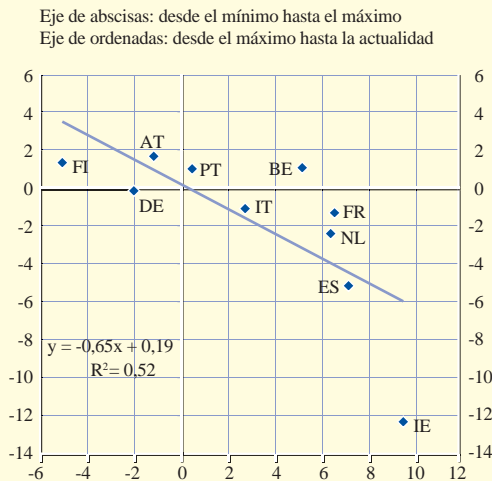
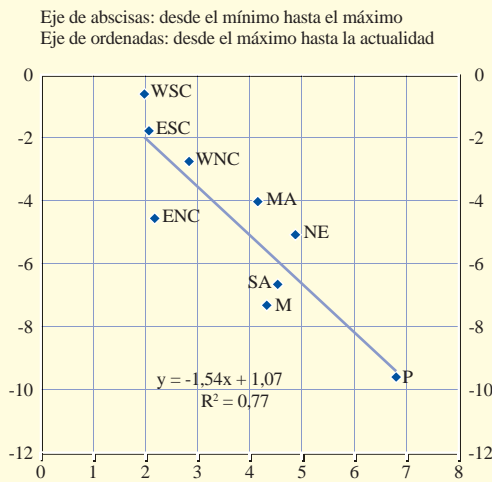


Gráfico 12 Crecimiento medio de los precios reales de la vivienda en el ciclo iniciado en 2000 en algunas regiones de Estados Unidos

(tasas de crecimiento medio interanual)



estrecha entre las regiones de Estados Unidos que entre los países de la zona del euro (véanse gráficos 11 y 12)¹³. Además, en Estados Unidos, todas las regiones registran todavía crecimiento negativo de los precios de la vivienda, pero en la zona del euro varios países registran tasas de crecimiento positivas, pese a las elevadas tasas de crecimiento observadas en algunas regiones antes del máximo.

5 CONCLUSIONES

En el presente artículo se analiza la evolución actual de los precios de la vivienda en la zona del euro y Estados Unidos en el contexto de la experiencia histórica y en comparación con series de referencia clave, como la renta y los alquileres. En ambas áreas económicas, el ciclo de precios de la vivienda más reciente ha sido muy pronunciado, en lo que respecta a su duración, al excesivo crecimiento acumulado y al grado de posterior corrección, tanto en términos nominales como reales.

Al mismo tiempo, los datos sugieren que el ciclo de precios de la vivienda más reciente ha sido más singular en Estados Unidos que en la zona del euro, en comparación con el ciclo que finalizó a mediados de los años noventa, lo que también se aplica al incremento acumulado de los precios reales de la vivienda, tanto en el punto máximo como en el punto mínimo del ciclo. Además, se ha observado un mayor grado de similitud en el patrón de crecimiento de los precios de la vivienda entre las regiones de Estados Unidos que entre los distintos países de la zona del euro.

La posición actual del ciclo de precios de la vivienda sigue estando sujeta a una considerable

13 Según J. R. Abel y R. Deitz, «Bypassing the bust: the stability of upstate New York's housing markets during the recession», *Current Issues in Economics and Finance*, Federal Reserve Bank of New York, marzo de 2010, la proliferación de hipotecas *sub-prime* es característica del actual ciclo de precios de la vivienda en Estados Unidos. No solo han ido en paralelo los préstamos para este tipo de hipotecas y la subida de los precios de la vivienda, sino que, además, los descensos más significativos de los precios se han asociado a las zonas que han registrado una mayor proliferación de estos préstamos de alto riesgo. La acumulación de viviendas vacías que se ha producido como resultado podría seguir presionando a la baja sobre los precios en la mayoría de las regiones de Estados Unidos en el corto plazo.

incertidumbre. A comienzos de 2011, los precios de la vivienda en Estados Unidos todavía estaban bajando en tasa interanual, mientras que en la zona del euro los precios ya parecen haber tocado fondo en la mayoría de los países. Varios indicadores sugieren que aún existe cierto grado de desajuste en ambas áreas económicas en la actual coyuntura. Esto significa que, en los próximos años, todavía cabe esperar algún ajuste a la baja de los precios reales de la vivienda a ambos lados del Atlántico. En Estados

Unidos este ajuste probablemente afectará al conjunto de la economía, mientras que, en la zona del euro, podría verse circunscrito a algunos países.

En conjunto, el artículo subraya las importantes relaciones cíclicas que existen entre el mercado de la vivienda y el resto de la economía, así como los prolongados procesos de ajuste que se necesitan una vez que estallan las burbujas de los precios de la vivienda.

LOS MERCADOS DE FINANCIACIÓN MEDIANTE DEUDA A LARGO PLAZO DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO DE LA ZONA DEL EURO: EVOLUCIÓN RECIENTE, ESTADO DE LA INTEGRACIÓN E IMPLICACIONES PARA LA TRANSMISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA

ARTÍCULOS

Los mercados de financiación mediante deuda a largo plazo de las entidades de crédito de la zona del euro: evolución reciente, estado de la integración e implicaciones para la transmisión de la política monetaria

Los instrumentos de deuda a largo plazo son una importante fuente de financiación estable para las entidades de crédito de la zona del euro. Durante la pasada década, los mercados de financiación mediante estos instrumentos de las entidades de la zona crecieron y, al mismo tiempo, nuevos segmentos de mercado adquirieron mayor relevancia. Sin embargo, desde septiembre de 2008, estos mercados han tenido bastantes problemas como consecuencia de la crisis financiera, así como de las turbulencias que posteriormente se registraron en los mercados de deuda soberana. Actualmente, el funcionamiento de los mercados de deuda a largo plazo de las entidades de crédito presenta diferencias en los distintos segmentos, y su acceso a esta fuente de financiación también difiere sustancialmente entre emisores. Muchas de las dificultades que afrontan las entidades de la zona para obtener financiación mediante deuda a largo plazo también se les plantean, hasta cierto punto, a las entidades de otras economías avanzadas.

Desde la perspectiva de la integración de los mercados financieros, este artículo muestra que, aunque es claramente visible una diferenciación de precios, tras un período de considerable infravaloración del riesgo en los mercados financieros, la evidencia sobre emisiones internacionales no apunta a una segmentación permanente en términos de la participación en los mercados primarios de la zona del euro. Desde la óptica de la transmisión de la política monetaria, el acceso sin dificultades y a un precio razonable a los mercados de financiación a largo plazo por parte de las entidades de crédito es importante porque afecta a la oferta de crédito. Actualmente existen señales de crecientes divergencias en los tipos de interés aplicados a los préstamos y créditos por las IFM ubicadas en diversos países de la zona con distintas condiciones en los mercados de financiación a largo plazo. En este contexto, desde el punto de vista de la política monetaria es importante seguir realizando un seguimiento de las tendencias y la situación en estos mercados.

I INTRODUCCIÓN

Las entidades de crédito se financian a través de distintos instrumentos con diferentes plazos de vencimiento y características de riesgo de crédito, por ejemplo a través de depósitos, acciones, financiación a corto plazo en los mercados mayoristas, bonos no garantizados a largo plazo, bonos garantizados y bonos de titulación de activos (ABS, en sus siglas en inglés). La fuerte dependencia de algunas de estas fuentes de financiación en los años anteriores a la crisis financiera resultó ser una importante causa de los problemas que se produjeron posteriormente. Por un lado, un volumen considerable de la financiación a corto plazo dio lugar a una elevada exposición al riesgo de liquidez. Por otro, la opacidad y complejidad de las estructuras de los ABS, junto con desajustes en los incentivos, generaron una incertidumbre considerable y valoraciones incorrectas del riesgo de crédito de estos valores. Como consecuencia de la evolución observada durante los últimos cuatro años, mejorar el diseño y el funcionamiento de los

mercados de financiación mediante deuda a largo plazo es importante desde la perspectiva del correcto funcionamiento del sector bancario como fuente de financiación estable a disposición de las entidades de crédito, de la integración financiera y de una transmisión fluida de la política monetaria.

En los últimos años, los mercados de financiación mediante deuda a largo plazo de las entidades de crédito han cambiado de manera significativa. La crisis financiera ha conducido a ajustes en la valoración de los riesgos, lo que puede ser un factor que afecte permanentemente a la demanda de estos valores. Al mismo tiempo, la oferta en estos mercados puede verse influenciada por la evolución de la regulación, por ejemplo, de la relacionada con los requerimientos de capital y de liquidez, que tiene por objeto mejorar la capacidad de resistencia de las entidades durante situaciones de tensión en los mercados y aumentar su utilización de fuentes de financiación estables. Aparte de las transformaciones de carácter más duradero en la estructura de estos mercados, el comportamiento en

cuanto a las emisiones y la fijación de precios también ha resultado afectado por las tensiones que se han producido en otros mercados y por los cambios observados en la confianza de los inversores.

En este contexto, en este artículo se analiza la evolución reciente de los mercados de deuda a largo plazo de las entidades de crédito de la zona del euro y se consideran las implicaciones para la integración financiera y para la transmisión de la política monetaria.

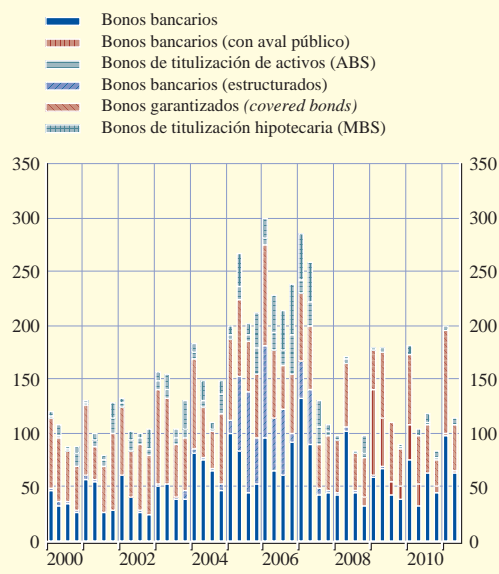
Este artículo se estructura como sigue. En la sección dos se presenta una panorámica general de los mercados de deuda a largo plazo de las entidades de crédito, dedicando especial atención a la actividad emisora de este sector y al impacto de las tensiones registradas en los mercados de deuda soberana sobre la percepción del riesgo de crédito de las entidades. En la sección tres se analiza con más detalle la evolución de los distintos segmentos de los mercados primarios y secundarios: bonos bancarios no garantizados, bonos garantizados y ABS. La sección cuatro se centra en las implicaciones para la integración de los mercados, así como en la transmisión de la política monetaria y las políticas regulatorias, y la sección cinco recoge las conclusiones.

2 LOS MERCADOS DE FINANCIACIÓN MEDIANTE DEUDA A LARGO PLAZO DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO DE LA ZONA DEL EURO: PANORÁMICA GENERAL

La emisión de instrumentos de deuda a largo plazo por parte de las entidades de crédito de la zona del euro ha experimentado varios cambios dinámicos en los diez últimos años. En primer lugar, en los años anteriores a la crisis financiera, la emisión de bonos bancarios no garantizados y de productos titulizados creció con fuerza (véase gráfico 1). Por ejemplo, en el período comprendido entre el primer trimestre de 2005 y el segundo trimestre de 2007, el recurso a estas fuentes de financiación por parte de las entidades se duplicó con creces con respecto a los niveles observados en 2000-2003. Además, durante el período previo a la cri-

Gráfico 1 Instrumentos de financiación mediante deuda a largo plazo de las entidades de crédito: actividad emisora

(mm de euros)



Fuentes: Dealogic DCM Analytics y cálculos del BCE.

Notas: No se incluyen las operaciones retenidas. Los bonos bancarios incluyen los bonos no subordinados no garantizados emitidos por instituciones financieras y clasificados como bonos de alta rentabilidad o con calificación de grado de inversión u obligaciones a medio plazo. Los bonos bancarios estructurados se definen como bonos con flujos de efectivo vinculados a materias primas, acciones, derivados, eventos de crédito, etc.

sis, algunas entidades importantes emitieron volúmenes considerables de bonos con estructuras de pago vinculadas a la evolución de los precios de otras clases de activos, especialmente acciones o índices de acciones. En el tercer trimestre de 2007, el total de emisiones se redujo de manera acusada (50%), señalando el comienzo de un período en el que la emisión de deuda a largo plazo por parte de las entidades de crédito se situó en niveles mucho más próximos a los observados antes del auge de la titulización.

Cuando, tras la quiebra de Lehman Brothers, la incertidumbre de los mercados en torno a los riesgos de financiación y de contraparte aumentó sustancialmente, se pusieron en práctica diversos programas de apoyo que autorizaban a las entidades de crédito a emitir deuda con aval público. En consecuencia, en el primer semestre de 2009, aproximadamente el 55% de todas las nuevas emisiones de deuda bancaria estaban cubiertas por avales

Los mercados de financiación mediante deuda a largo plazo de las entidades de crédito de la zona del euro: evolución reciente, estado de la integración e implicaciones para la transmisión de la política monetaria

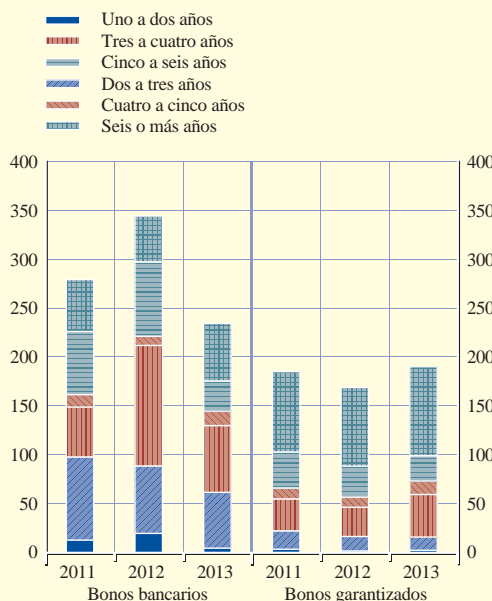
públicos. Aparte de las medidas de apoyo aplicadas individualmente por los Gobiernos, el BCE introdujo el programa de adquisiciones de bonos garantizados (CBPP, en sus siglas en inglés) anunciado el 7 de mayo de 2009 y aplicado de manera activa entre el 2 de julio de 2009 y el 30 de junio de 2010, lo que reactivó la emisión de estos bonos en la zona del euro¹.

En trimestres más recientes, las turbulencias que se han registrado en algunos mercados de deuda pública de la zona del euro también han quedado reflejadas en los mercados de financiación a largo plazo de las entidades de crédito. En algunos segmentos es posible que las entidades hayan intentado de manera creciente aprovechar los períodos en los que las condiciones en los mercados eran relativamente tranquilas para cubrir anticipadamente necesidades de financiación futuras. En general, la evolución observada durante los cuatro últimos años de crisis ha quedado plasmada en una alta volatilidad del nivel de emisiones.

En el futuro, la emisión de deuda a largo plazo por parte de las entidades de crédito de la zona del euro y su distribución en los distintos segmentos de los mercados dependerán del atractivo relativo de estos mercados frente a fuentes de financiación alternativas. Además, los cambios observados en el tamaño de los balances de las entidades pueden influir en las emisiones de estos valores. Es probable que la evolución de la regulación también desempeñe un destacado papel (véase el recuadro de la sección 4). Aparte de estos factores, las emisiones futuras de las entidades se verán afectadas por la estructura de vencimientos de los instrumentos en circulación. Como se observa en el gráfico 2, el importe de los bonos bancarios que vencerán en 2012 será de casi 350 mm de euros, un aumento de más del 20% con respecto a 2011, impulsado principalmente por el vencimiento de volúmenes relativamente elevados de bonos con plazo de vencimiento inicial de tres a cuatro años, de los que más del 60% cuentan con avales públicos. En el caso de los bonos garantizados, el perfil de vencimientos es más estable, y la cantidad de bonos con vencimiento en 2012 disminuirá aproximadamente un 9% en relación con 2011. Por tanto, en

Gráfico 2 Volumen de bonos detallados por plazo de vencimiento inicial

(mm de euros)



Fuentes: Dealogic DCM Analytics y cálculos del BCE.

Notas: No se incluyen las operaciones retenidas. Los bonos bancarios se definen como en el gráfico 1 (incluidos los bonos garantizados y estructurados).

los últimos años, los bonos bancarios se han emitido con un plazo de vencimiento inferior al de los bonos garantizados. En consecuencia, las entidades de crédito de la zona del euro necesitarán emitir mayores volúmenes de bonos no garantizados si quieren mantener un nivel estable de financiación de esta fuente.

En cuanto a los costes totales asociados al acceso a los mercados de deuda a largo plazo por parte de las entidades de crédito, un reto clave que actualmente se les plantea a algunas de ellas son los efectos de contagio entre los mercados de deuda soberana y los mercados de financiación bancaria, que pueden estar estrechamente relacionados a través de

1 Para un análisis del impacto del programa de adquisiciones de bonos garantizados en los mercados de bonos garantizados, véase el recuadro titulado «La evolución del mercado de bonos garantizados y el programa de adquisiciones de bonos garantizados», *Boletín Mensual*, BCE, agosto de 2010, y J. Beirne et ál., «The impact of the Eurosystem's covered bond purchase programme on the primary and secondary markets», *Occasional Paper Series*, n.º 122, BCE, enero de 2011.

varios canales. Por ejemplo, las tenencias de volúmenes elevados de deuda soberana por parte de entidades de crédito nacionales pueden implicar un mayor riesgo de crédito de los bonos bancarios, si aumenta el riesgo de la deuda soberana que mantienen dichas entidades. Otro canal podría estar asociado a la exposición de las entidades al riesgo de crédito de los hogares y las empresas nacionales. Cuando el riesgo soberano se incrementa y es necesaria una contracción significativa del gasto público, la renta de algunos hogares y empresas puede verse negativamente afectada en el corto plazo, ya sea directamente o a través un impacto adverso a corto plazo sobre el crecimiento económico. Además, el acceso de las entidades a los mercados de financiación mediante deuda a largo plazo puede verse dificultado en caso de que surjan problemas relacionados con la deuda soberana, debido a una reacción adversa y a la debilidad de la confianza de los inversores en instrumentos de cartera, que podrían retirar sus fondos de toda la región². Teniendo presentes es-

tos canales, la comparación de las primas de los seguros de riesgo de crédito (CDS, en sus siglas en inglés) de las entidades de crédito de la zona del euro muestra una considerable dispersión entre los distintos emisores y países, y dentro de algunos de ellos, también con respecto a entidades de Estados Unidos y Reino Unido (véase gráfico 3). En general, la distinta valoración del riesgo de crédito de las entidades de la zona por parte de los mercados se ha propagado a todos los segmentos de financiación mediante deuda a largo plazo, lo que ha dado lugar a importantes divergencias en los costes de financiación de las entidades de la zona y, en algunos casos, en su capacidad para acceder a determinados segmentos de los mercados.

3 EVOLUCIÓN RECIENTE DE DIFERENTES SEGMENTOS DE LOS MERCADOS

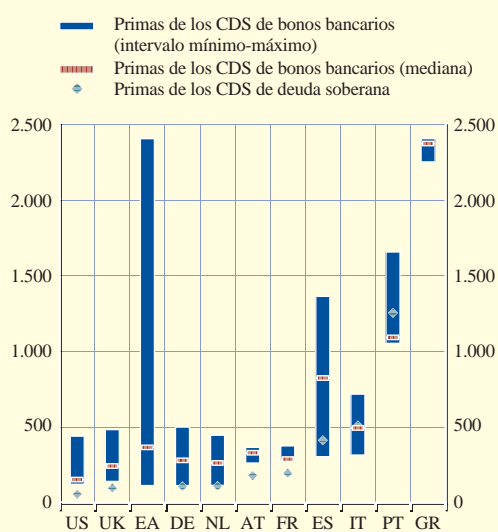
Aunque todos los segmentos de los mercados de financiación mediante deuda a largo plazo de las entidades de crédito de la zona del euro se vieron considerablemente afectados por la crisis, presentan importantes diferencias en lo que respecta a su funcionamiento actual. En esta sección se analiza principalmente la evolución de los mercados primarios y secundarios en los principales segmentos de los mercados de deuda a largo plazo de las entidades de la zona: los bonos no garantizados, los bonos garantizados y los ABS.

3.1 BONOS NO GARANTIZADOS

Las condiciones de financiación de las entidades de crédito de la zona del euro, como se refleja en los diferenciales entre los valores de renta fija privada de instituciones financieras y la deuda pública con calificación AAA, han cambiado considerablemente durante los años de crisis (véase gráfico 4). En general, estos diferenciales no solo han sido mucho más volátiles y han estado sometidos a fuertes fluctuaciones, sino que la diferenciación

Gráfico 3 Primas de los CDS de deuda soberana y de bonos bancarios

(puntos básicos; 23 de septiembre de 2011)



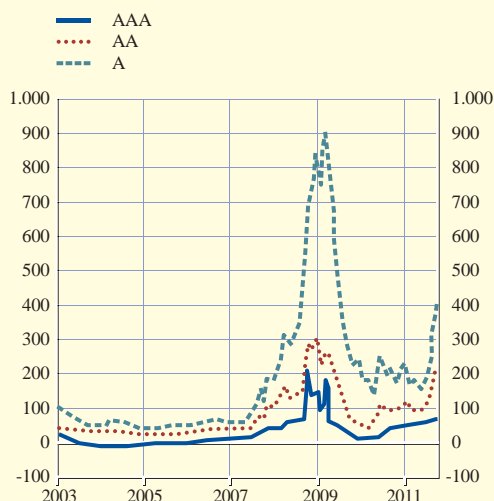
Fuente: Thomson Reuters.

Notas: Las primas de los CDS corresponden a los bonos sénior no garantizados a cinco años. Únicamente se muestran por separado los países de la zona del euro de los que se dispone de primas de los CDS de al menos tres entidades de crédito. Las primas de los CDS de la deuda soberana griega se situaban en 5.489 puntos básicos el 23 de septiembre de 2011 (no incluidas en el gráfico).

2 Para un análisis más detallado de los posibles canales, véase, por ejemplo, el documento del Comité sobre el Sistema Financiero Global titulado «The impact of sovereign credit risk on bank funding conditions», *CGFS Papers*, n.º 43, julio de 2011.

Gráfico 4 Diferenciales de los valores de renta fija privada de instituciones financieras de la zona del euro

(puntos básicos)



Fuente: Thomson Reuters.

Notas: En los índices se incluyen los bonos garantizados y no garantizados con vencimiento superior a un año. La referencia es el índice de la deuda soberana con calificación AAA de la UEM. Todos los índices han sido calculados por Merrill Lynch.

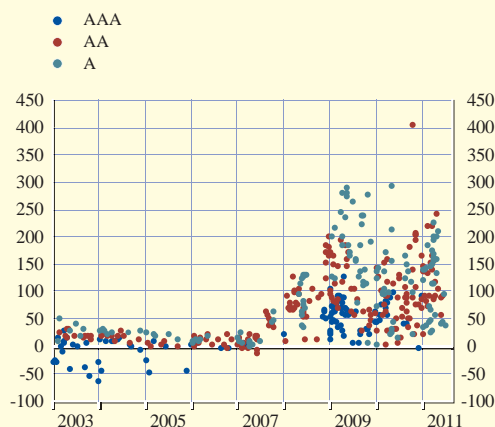
entre emisores con distintas calificaciones crediticias también ha aumentado de manera acusada. A finales de 2008 y principios de 2009, el acceso a la financiación mediante deuda a largo plazo, especialmente para las entidades con calificaciones más bajas, se tornó cada vez más difícil y en algunos casos incluso imposible. Desde entonces, los diferenciales han disminuido de manera sustancial, aunque recientemente han registrado un ligero incremento, particularmente en las calificaciones más bajas.

En cuanto al mercado primario de emisión de instrumentos de deuda sin garantías, en los gráficos 5 y 6 se muestran los diferenciales a la emisión entre los *swaps* y algunos³ bonos no garantizados en el período 2003-2011 en función de las calificaciones y la nacionalidad de las operaciones de las entidades de crédito emisoras. En el gráfico 6 también se distinguen los bonos cubiertos por avales públicos. Antes de la crisis, los emisores de todas

3 Véanse las notas de los gráficos 5 y 6 para conocer los criterios de selección.

Gráfico 5 Diferenciales de los bonos bancarios a la emisión por calificación crediticia

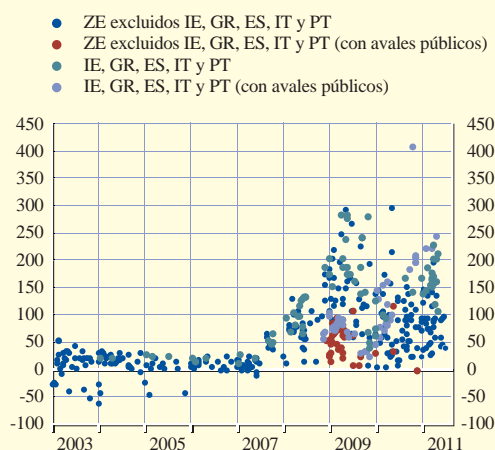
(puntos básicos)



Fuentes: Bloomberg, Dealogic DCM Analytics y cálculos del BCE. Notas: Los diferenciales se calculan como diferenciales *z* con respecto a la curva *swap*. Los datos se basan en la nacionalidad de las operaciones del emisor y, por tanto, se presentan en base no consolidada. El gráfico incluye los bonos sénior no garantizados con amortización única al vencimiento a tipo de interés fijo con calificación de grado de inversión y las obligaciones a medio plazo con vencimiento de uno a diez años. Solo se incluyen las emisiones denominadas en euros con un valor nominal de al menos 100 millones de euros.

Gráfico 6 Diferenciales de los bonos bancarios a la emisión por grupos de países y avales públicos

(puntos básicos)



Fuentes: Bloomberg, Dealogic DCM Analytics y cálculos del BCE. Notas: Los diferenciales se calculan como diferenciales *z* con respecto a la curva *swap*. Los datos se basan en la nacionalidad de las operaciones del emisor y, por tanto, se presentan en base no consolidada. El gráfico incluye los bonos sénior no garantizados con amortización única al vencimiento a tipo de interés fijo con calificación de grado de inversión y las obligaciones a medio plazo con vencimiento de uno a diez años. Solo se incluyen las emisiones denominadas en euros con un valor nominal de al menos 100 millones de euros.

Los mercados de financiación mediante deuda a largo plazo de las entidades de crédito de la zona del euro: evolución reciente, estado de la integración e implicaciones para la transmisión de la política monetaria

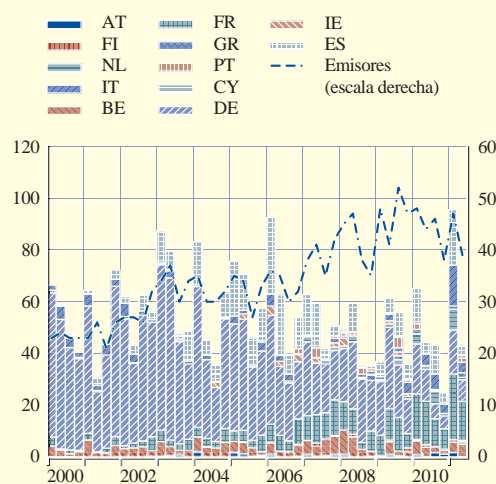
las calificaciones crediticias y países de la zona del euro obtenían financiación a tipos de interés muy próximos al tipo *swap* (e incluso inferiores, en el caso de algunos emisores con calificación AAA). De igual modo, con anterioridad a la crisis, la diferenciación entre calificaciones crediticias era relativamente reducida, similar a los diferenciales de los mercados secundarios. Durante la crisis, de manera paralela a la evolución observada en el mercado secundario, los diferenciales a la emisión aumentaron. No obstante, estos incrementos fueron mucho más limitados que en los mercados secundarios, probablemente debido a que algunos emisores simplemente se abstuvieron de acceder al mercado en este período. También es claramente evidente cómo las emisiones de bonos con aval público permitieron que las entidades obtuvieran financiación con unos diferenciales relativamente bajos, aunque en esos momentos ya era patente la diferenciación basada en la nacionalidad del avalista⁴. En 2010 y 2011, los intervalos de diferenciales a los que las entidades de crédito de la zona del euro emitieron bonos a largo plazo fueron casi tan elevados como en 2009. No obstante, la fuerte discriminación entre emisores en el episodio más reciente de la crisis ha estado determinada fundamentalmente por la nacionalidad de los emisores, más que por la calidad crediticia del instrumento, medida por las calificaciones.

3.2 BONOS GARANTIZADOS

En los diez últimos años, los bonos garantizados han pasado de ser una fuente de financiación de hipotecas y de proyectos de infraestructuras públicas en determinados países de la zona del euro a convertirse en una importante fuente de financiación a largo plazo para las entidades de crédito de muchos países de la zona. Ha aumentado tanto el número de países como el de emisores, de manera que, en la actualidad, cada trimestre hay entre 40 y 50 emisores de países de la zona activos en este mercado (véase gráfico 7). En los meses posteriores a la quiebra de Lehman Brothers, en los que la actividad emisora en este mercado fue muy reducida, el BCE decidió implementar el programa de adquisición de bonos garantizados, que sirvió para mejorar el acceso de las entidades de crédito a esta fuente de financiación⁵. La participación de emisores e inversores en este

Gráfico 7 Emisiones de bonos garantizados por nacionalidad del emisor y cifras trimestrales de emisores

(mm de euros; número de emisores diferentes)



Fuentes: Dealogic DCM Analytics y cálculos del BCE.

Notas: La nacionalidad del emisor está determinada por la nacionalidad de la entidad matriz. No se incluyen las operaciones retenidas. Las cifras trimestrales de emisores diferentes corresponden a las matrices y, por tanto, se presentan en base consolidada.

mercado también se ha beneficiado de los nuevos requerimientos de liquidez de Basilea III, que recomiendan a las entidades obtener más financiación a largo plazo estable. Además, el atractivo relativo de instrumentos con garantías como los bonos garantizados se vio acrecentado por consideraciones relacionadas con la posible asunción de pérdidas de bonos bancarios no garantizados, como puede apreciarse, por ejemplo, en el documento de trabajo de la Dirección General de Mercado Interior y Servicios de la Comisión Europea sobre los detalles técnicos de un posible marco de la UE para la elaboración de planes de recuperación y resolución bancaria de 6 de enero de 2011 (véase también el recuadro de la sección 4).

Más recientemente, en el primer trimestre de 2011, cuando las condiciones generales de los mercados

4 Para un análisis de los factores determinantes de la fijación de precios de los bonos bancarios con avales públicos en la crisis financiera reciente, véase A. Levy y A. Zaghini, «The pricing of government-guaranteed bank bonds», *Temì di Discussione*, n.º 753, Banca d'Italia, marzo de 2010.

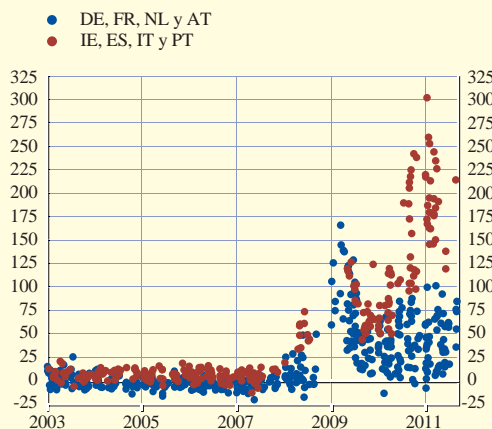
5 Véase J. Beirne et ál., «The impact of the Eurosystem's covered bond purchase programme on the primary and secondary markets», *Occasional Paper Series*, n.º 122, BCE, enero de 2011.

mejoraron, aunque entre los inversores todavía predominaba la incertidumbre acerca de la evolución futura, las emisiones de bonos garantizados alcanzaron máximos históricos, con una actividad trimestral superior a 95 mm de euros. Las emisiones se distribuyeron ampliamente entre los distintos países, con volúmenes considerables, por ejemplo, en Italia y España, e incluyeron emisiones por importes más elevados y, hasta cierto punto, a plazos de vencimiento más largos. No obstante, parte de esta pujante actividad en el mercado primario puede deberse, en cierta medida, a la cobertura anticipada de necesidades de financiación futuras, ya que la incertidumbre siguió siendo intensa. En el segundo trimestre de 2011, las emisiones se redujeron a menos de la mitad con respecto al primer trimestre. Pasando por alto el recrudecimiento de las tensiones en los mercados de deuda soberana, la actividad en el mercado primario suele ser más reducida en el segundo trimestre. Con todo, la actividad en este mercado está influenciada por la elevada volatilidad de los precios en el mercado secundario y, actualmente, los participantes en el mercado tienden a esperar períodos menos volátiles y a adelantar sus necesidades de emisión.

Con respecto a la formación de precios en el mercado, la estructura de costes que permitía a las entidades acceder al mercado de bonos garantizados con el fin de obtener financiación a largo plazo se vio considerablemente reconfigurada por la crisis. Durante 2008, los diferenciales de los mercados primarios y secundarios aumentaron y las grandes emisiones se paralizaron tras la quiebra de Lehman Brothers. Tras la reactivación del programa de adquisiciones de bonos garantizados del BCE en 2009, los precios en los mercados de estos bonos resultaron afectados de manera creciente por la crisis de la deuda soberana en 2010 y 2011 (véanse gráficos 8 y 9). En algunos países, los rendimientos en los mercados secundarios crecieron con fuerza, indicando que el acceso a los mercados primarios únicamente era posible a un coste muy elevado. Además, se observó una diferenciación de precios en los mercados primarios y secundarios no solo entre los distintos grupos de emisores de diferentes países, sino también entre los emisores individuales de cada país, incluso en

Gráfico 8 Diferenciales de los bonos garantizados a la emisión por nacionalidad del emisor

(puntos básicos)

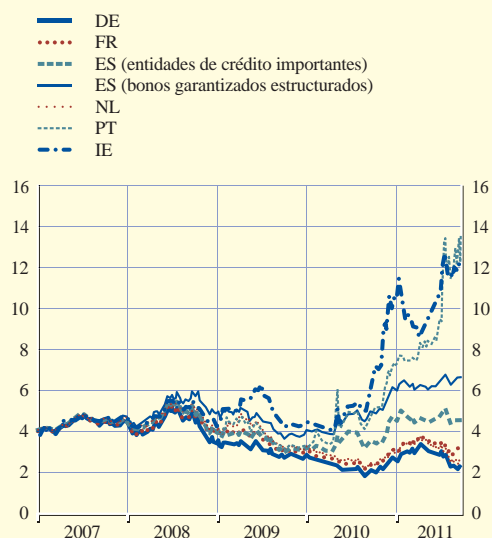


Fuentes: Dealogic DCM Analytics y cálculos del BCE.

Notas: Los diferenciales se calculan como diferenciales z con respecto a la curva *swap*. No se incluyen las operaciones retenidas. Los datos se basan en la nacionalidad de las operaciones del emisor. Solo se presentan los bonos denominados en euros a tipo de interés fijo con vencimiento a la emisión de 1,5 a 20 años y un valor nominal de al menos 500 millones de euros.

Gráfico 9 Rendimientos a cinco años de los bonos garantizados

(puntos básicos)

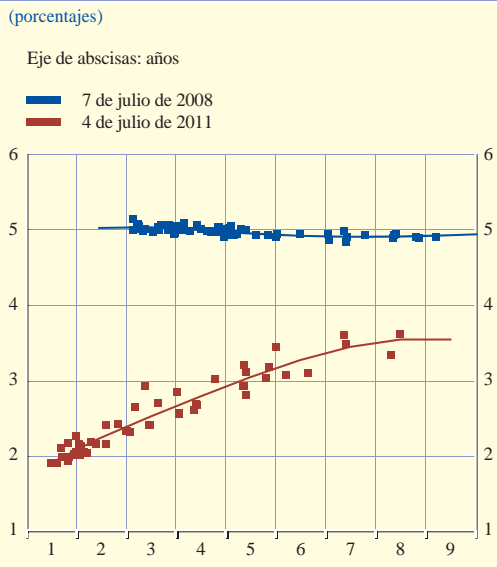


Fuentes: Bloomberg y cálculos del BCE.

Nota: Los rendimientos a cinco años a la par se calculan basándose en estimaciones de las curvas de bonos garantizados.

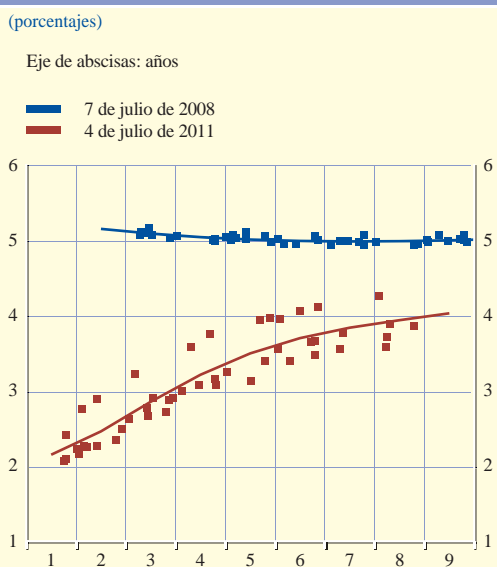
Los mercados de financiación mediante deuda a largo plazo de las entidades de crédito de la zona del euro: evolución reciente, estado de la integración e implicaciones para la transmisión de la política monetaria

Gráfico 10 Curvas de rendimiento de los bonos garantizados alemanes en 2008 y 2011



Fuentes: Bloomberg y cálculos del BCE.
Notas: Para ambos años se ha seleccionado el primer lunes del segundo semestre (julio). Se presentan las curvas par estimadas (líneas continuas) y los rendimientos al vencimiento observados (puntos).

Gráfico 11 Curvas de rendimiento de los bonos garantizados franceses en 2008 y 2011



Fuentes: Bloomberg y cálculos del BCE.
Notas: Para ambos años se ha seleccionado el primer lunes del segundo semestre (julio). Se presentan las curvas par estimadas (líneas continuas) y los rendimientos al vencimiento observados (puntos).

el caso de países menos afectados por la crisis de deuda soberana como Francia y Alemania (véanse gráficos 10 y 11). Si se realiza una comparación histórica, se aprecia que la mayor diferenciación de precios en este mercado es un fenómeno nuevo que podría reflejar una mayor concienciación y una valoración más rigurosa del riesgo de crédito por parte de los inversores, en comparación con el período de infravaloración del riesgo observado antes de la crisis financiera, cuando las primas de riesgo eran excepcionalmente bajas.

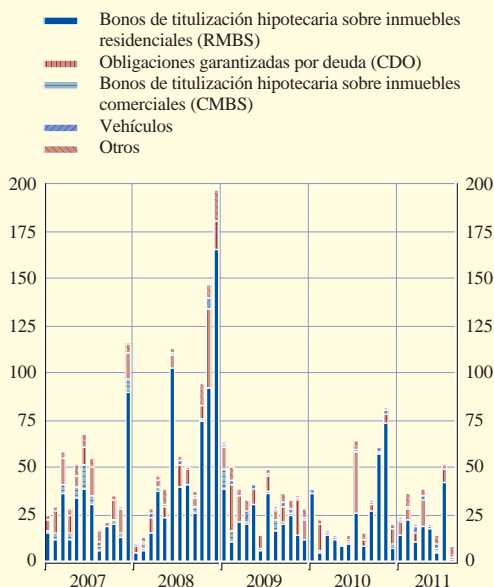
3.3 BONOS DE TITULIZACIÓN DE ACTIVOS Y BONOS DE TITULIZACIÓN HIPOTECARIA

Tras varios años de aumento de las emisiones, la actividad en el mercado de ABS de la zona del euro se paralizó cuando comenzaron las turbulencias en agosto de 2007. No obstante, no transcurrió mucho tiempo antes de que los originadores comenzaran a retener las nuevas emisiones ofertadas en colocaciones públicas y privadas para crear reservas de liquidez y utilizar estos activos como garantía en las operaciones con los bancos centrales (principalmente los bancos centrales del Euro-sistema). En consecuencia, las operaciones de titulización se incrementaron considerablemente, especialmente en el caso de las emisiones retenidas tras ofertas públicas de venta. De hecho, las emisiones alcanzaron niveles récord en el último trimestre de 2008, cuando las entidades de crédito sanearon sus balances antes del final del año. Sin embargo, muy pocas de las nuevas emisiones fueron adquiridas por inversores finales (véanse gráficos 12 y 13).

Según la información procedente de los mercados, el total de emisiones en la zona del euro se situó en 350 mm de euros en 2009, y en 2010 se redujo hasta 269 mm de euros (con emisiones por importe de 137 mm de euros en Países Bajos, 57 mm de euros en España y 21 mm de euros en Bélgica), de los que 37 mm de euros fueron adquiridos por inversores finales. El hecho de que en 2010 disminuyeran las emisiones puede deberse a: i) el agotamiento de la capacidad de titularizar activos de los balances de las entidades; ii) la persistencia de la incertidumbre regulatoria, y iii) la aplicación de

Gráfico 12 Emisiones de bonos de titulización (ABS) europeos desde enero de 2007

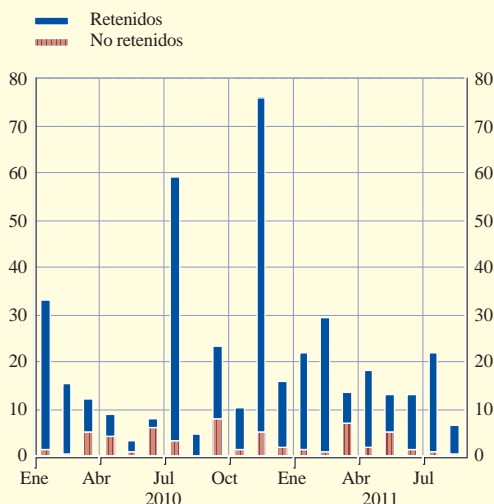
(mm de euros)



Fuentes: J. P. Morgan y cálculos del BCE.

Gráfico 13 Emisiones de bonos de titulización retenidos frente a no retenidos en la zona del euro

(mm de euros)



Fuentes: J. P. Morgan y cálculos del BCE.

unas normas más estrictas a los activos de garantía del Eurosistema en el caso de los ABS, que aumentaron el atractivo de emitir bonos garantizados desde el punto de vista de la eficiencia del sistema de activos de garantía.

La caída de la actividad continuó durante el primer semestre de 2011, y en los meses transcurridos hasta agosto se realizaron emisiones por importe de unos 138 mm de euros en la zona del euro, de los que 18 mm de euros se colocaron entre inversores finales. Esto corresponde a un porcentaje de alrededor del 13 %, que es acorde con el de 2010. Siete países han estado activos en este período (2010 y los meses de 2011 transcurridos hasta la fecha), y los emisores con activos subyacentes domiciliados en Países Bajos y Alemania representaron en torno al 75 % de las emisiones distribuidas. Aunque el número de operaciones no retenidas está lejos de ser satisfactorio, la trayectoria es positiva y se observan señales de moderada recuperación, en particular en el caso de los mercados de titulización hipotecaria sobre inmuebles residenciales (RMBS, en sus siglas en inglés) de elevada calidad crediticia en Países Bajos y Bélgica y del mercado de bonos de titulización de préstamos para adquisición de vehículos en Alemania.

Al mismo tiempo, los ABS empezaron a utilizarse con frecuencia como activos de garantía en las operaciones de crédito del Eurosistema (véase gráfico 14). Ciertamente, cuando el mercado mayorista de ABS cerró en 2007 y 2008, el volumen de ABS utilizados como garantía en las operaciones del Eurosistema se incrementó sustancialmente, pasando de unos 100 mm de euros en 2006 a casi 500 mm de euros a principios de 2010. La cifra de 2010 corresponde a aproximadamente el 25 % del valor total de los activos de garantía aportados. Por tanto, con el tiempo, el antiguo modelo de titulización basado en el principio de originar para distribuir ha sido sustituido por modelos de originar para retener y originar para financiar *via repos*, y la titulización ha sido utilizada por las entidades de crédito como un mecanismo de respaldo (a través de los bancos centrales), más que como un instrumento de financiación (en el mercado).

Los mercados de financiación mediante deuda a largo plazo de las entidades de crédito de la zona del euro: evolución reciente, estado de la integración e implicaciones para la transmisión de la política monetaria

Varios factores explican este comportamiento del mercado de ABS. En primer lugar, las rebajas de las calificaciones crediticias, respaldadas por la revisión de criterios por parte de las agencias de calificación, y las tendencias negativas en materia de crédito contribuyeron a la desconfianza generada hacia este mercado. En segundo lugar, los instrumentos de inversión estructurada (SIV, sus siglas en inglés) y las sociedades vehiculares (*conduits*) fueron un importante grupo inversor. Estos «cuasi inversores» fueron sustancialmente menos activos durante la crisis. En tercer lugar, cuando continuaron las turbulencias, los inversores se concentraron en mayor medida en las carteras de activos que mantenían en esos momentos que en adquirir nuevas emisiones de activos en el mercado primario. Por último, la persistente preocupación en torno al riesgo de crédito, la volatilidad de los precios y los riesgos en general acrecentaron la inquietud acerca de los productos asociados a los ABS. Esta mayor aversión al riesgo ha que-

dado reflejada en el incremento de los diferenciales en el mercado secundario (véase gráfico 15). Algunos de los diferenciales de determinadas clases de activos del mercado secundario alcanzaron niveles elevados en 2009, antes de estrecharse gradualmente. En un entorno de crisis de la deuda soberana y de mayor aversión al riesgo, los diferenciales empezaron a ampliarse de nuevo a mediados de 2011.

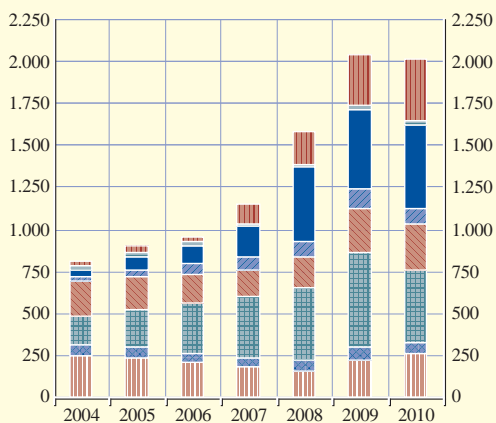
Como reflejo de la persistente aversión al riesgo, la demanda se centró en activos de garantía de alta calidad crediticia con pocos riesgos y buena rentabilidad, y procedió principalmente de países con riesgo de crédito soberano reducido. Únicamente pudieron colocarse en el mercado instrumentos genéricos con una mejora crediticia considerable de originadores que habían efectuado otras emisiones y con buena reputación.

En conjunto, la relativamente lenta reanudación de la actividad en los mercados de ABS pudo estar

Gráfico 14 Activos aportados como garantía en las operaciones del Eurosistema

(mm de euros)

- Bonos de titulización de activos
- Activos no negociables
- Otros activos negociables
- Valores de renta fija privada
- Bonos bancarios garantizados
- Bonos bancarios no garantizados
- Valores emitidos por las Administraciones regionales
- Valores emitidos por las Administraciones centrales

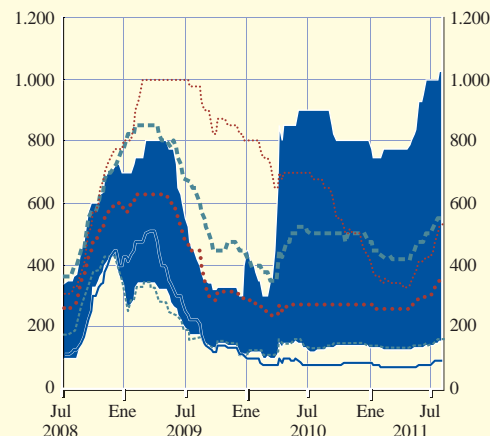


Fuente: BCE.

Gráfico 15 Diferenciales de los mercados secundarios con respecto al euríbor

(puntos básicos)

- Intervalo de diferenciales de los bonos de titulización hipotecaria sobre inmuebles residenciales
- Crédito al consumo
- Obligaciones garantizadas por préstamos concedidos a pymes españolas
- Préstamos para adquisición de vehículos
- Bonos de titulización hipotecaria sobre inmuebles comerciales
- Bonos de titulización hipotecaria sobre inmuebles residenciales del Reino Unido



Fuentes: J. P. Morgan y cálculos del BCE.

relacionada con los numerosos problemas que surgieron en determinadas jurisdicciones (por ejemplo, fundamentos económicos débiles, como un crecimiento negativo del PIB, condiciones fiscales endebladas, situación macroeconómica incierta, aumento del desempleo o aplicación de medidas de austeridad), así como con la incertidumbre y la aversión al riesgo imperantes en líneas generales. En cuanto al potencial futuro de los mercados de ABS, la evidencia anecdótica obtenida de opiniones de participantes en el mercado indica que existe cierto grado de incertidumbre en torno al resultado final de la normativa de la UE, incluidas la Directiva de Requerimientos de Capital (DRC IV) y el proyecto Solvencia II. Esta incertidumbre regulatoria hace que tanto los emisores como los inversores tengan dudas acerca del entorno futuro de los mercados. Algunos analistas incluso afirman que, sin una perspectiva de conjunto, los recientes incentivos regulatorios realmente pueden representar un obstáculo para la recuperación del mercado.

Los bonos titulizados son, por su propia naturaleza, activos prácticamente únicos basados en la legislación nacional sobre titulización. Hay algunos rasgos comunes entre estos activos, pero las categorías de activos y el segmento de mercado requieren mayor estandarización y armonización antes de que dichos activos puedan contribuir a la integración financiera de la zona del euro. La disminución de la base de inversores desde que comenzaron las turbulencias no ha mejorado la situación desde la perspectiva de la integración. El creciente volumen de emisiones retenidas desde que estallaron las turbulencias también apunta a que las nuevas emisiones en el mercado primario no se venden fuera de las fronteras nacionales. Aunque la información pública sobre vendedores y compradores de ABS, así como los datos sobre tenencias de estos valores, son escasos e incompletos, la evidencia anecdótica obtenida de participantes en el mercado apunta a un mercado con un sesgo nacional⁶.

A este respecto, y con el fin de aumentar la transparencia y la estandarización en el ámbito de los ABS, en diciembre de 2010, el Consejo de Go-

bierno del BCE decidió introducir progresivamente un requisito en relación con la remisión de información individualizada sobre los préstamos que respaldan a los ABS en su sistema de activos de garantía para los originadores de estos instrumentos. Este sistema está basado en un conjunto de plantillas previamente acordadas, para el caso de que estos activos se utilicen como garantía en las operaciones de crédito del Eurosistema. El objetivo de esta iniciativa es estandarizar el mercado de ABS en Europa, lo que también hará que los participantes en el mercado dispongan de mucha más información y, de este modo, contribuir a hacer más completo el sistema financiero europeo, ampliar las posibilidades de financiación más allá de las fronteras nacionales y fomentar la integración a través de mejoras en la comparabilidad de los instrumentos de los distintos países.

4 IMPLICACIONES PARA LA INTEGRACIÓN DE LOS MERCADOS, LA TRANSMISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA Y LAS POLÍTICAS REGULATORIAS

4.1 ESTADO DE LA INTEGRACIÓN DE LOS MERCADOS

Un funcionamiento correcto de los mercados y una integración financiera sólida favorecen una transmisión fluida y equilibrada de la política monetaria en la zona del euro. En concreto, habida cuenta del papel que desempeñan las entidades de crédito en el mecanismo de transmisión, el estado de integración de los mercados de financiación bancaria tiene gran importancia. La integración de estos mercados en la zona del euro no implica necesariamente la unificación de precios en los mercados primarios y secundarios de los distintos emisores. Dado que las distintas entidades tienen una calidad crediticia diferente, es necesaria una valoración de las respectivas primas de riesgo de crédito. La integración financiera únicamente se ve obstaculizada si, más allá de la percepción de los inversores sobre el riesgo de crédito de cada entidad, los emisores, a causa de su país de origen, tienen problemas o incurren en costes adicionales para acceder

6 Véase «European Securities Products Weekly», Barclays Capital, 23 de mayo de 2011.

al mercado de financiación mediante deuda a largo plazo. Aunque las dificultades de acceso o los costes adicionales pueden resultar difíciles de identificar con exactitud, algunos indicadores basados en precios y en volúmenes pueden aportar bastante información.

La panorámica general de las cotizaciones en los mercados primarios y secundarios presentada en las secciones anteriores muestra que, durante la crisis financiera, los precios mostraron divergencias en diversos segmentos de los mercados de financiación a largo plazo de las entidades de crédito. En consecuencia, el acceso a estos mercados se encareció para algunos emisores. En primer lugar, parte de esta divergencia refleja claramente una mejor evaluación y valoración del riesgo, que no está relacionada con el país de origen de los emisores, como indica la diferenciación de precios existente incluso entre distintos emisores de los mismos países con calificación AAA (véase la dispersión de precios en los gráficos 10 y 11). Sin embargo, actualmente también se aprecian señales de diferenciación de precios en función del país en el mercado primario de deuda a largo plazo de las entidades de crédito, que comenzaron con la crisis de la deuda soberana. Como se observa en los gráficos 5 y 6, en 2009, los costes de acceso al mercado primario de deuda a largo plazo de las entidades dependían de la calificación crediticia. De igual modo, el coste de emisión de los bonos con avales públicos era menor, con pequeñas diferencias en función del origen del bono garantizado. En 2011, los costes de emisión en el mercado primario han dependido claramente del país de origen más que de la calificación. Además, las diferencias en los costes de estos bonos se han incrementado en los distintos países. Aunque esta evidencia apunta con claridad a que el acceso a la financiación mediante deuda a largo plazo se ha visto algo más dificultado en el caso de entidades procedentes de países muy afectados por la crisis de la deuda soberana, en cierta medida puede ser resultado de la percepción de los inversores de que la calidad crediticia de las entidades depende de la fortaleza de la deuda soberana, en lugar de considerarla una mera señal de un menor grado de integración de este mercado (véase también la sección 2). Además, el hecho de

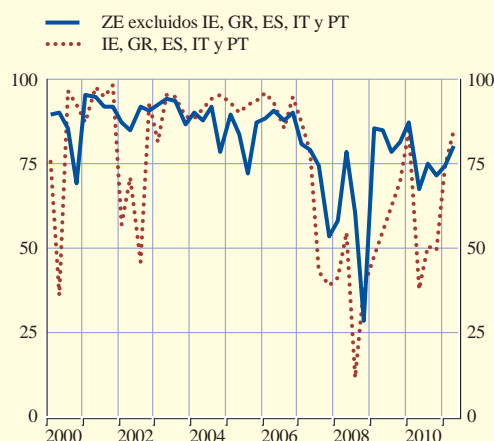
que, en estos momentos, la nacionalidad del emisor sea más importante que las calificaciones crediticias para la fijación de precios también puede deberse, en parte, a que las opiniones de los inversores no son plenamente acordes con la valoración de las agencias de calificación.

Desde la perspectiva de la integración financiera, es importante que todos los emisores accedan a la totalidad del mercado de la zona del euro. Más allá de la cuestión de la valoración del riesgo, los indicadores de volúmenes emitidos en el mercado internacional aportan, por tanto, mucha información. A este respecto, los gráficos 16 y 17 muestran el porcentaje de emisiones internacionales de bonos, es decir, bonos vendidos a inversores en al menos otro país aparte del país de origen del emisor⁷. Hasta mediados de 2007, este indicador había señalado, en general, que las emisiones internacionales de bonos no garantizados y de bonos garantizados por parte de las entidades de crédito habían sido elevadas. De hecho, casi todas las emisiones de bonos de países que actualmente están muy afectados

⁷ En relación con esta medida se ha de observar que solo indica si parte de una emisión de bonos se vendió al menos a un inversor no nacional.

Gráfico 16 Porcentaje de emisiones internacionales de bonos bancarios

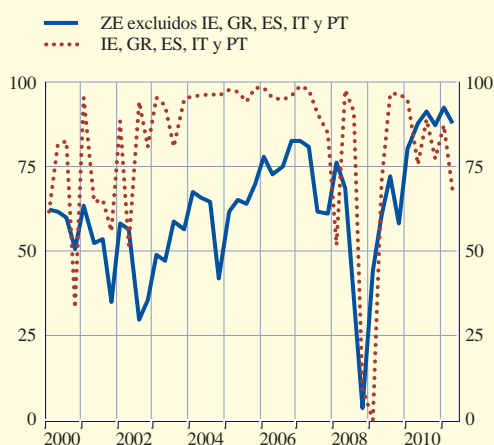
(porcentaje del total de emisiones)



Fuentes: Dealogic DCM Analytics y cálculos del BCE.
Notas: La nacionalidad del emisor está determinada por la nacionalidad de la entidad matriz o, si el bono está garantizado, por la nacionalidad del avalista. No se incluyen las operaciones retenidas ni los bonos estructurados (véanse también las notas de los gráficos 1 y 2).

Gráfico 17 Porcentaje de emisiones internacionales de bonos garantizados

(porcentaje del total de emisiones)



Fuentes: Dealogic DCM Analytics y cálculos del BCE.

Notas: La nacionalidad del emisor está determinada por la nacionalidad de la entidad matriz. No se incluyen las operaciones retenidas.

por la crisis de la deuda soberana fueron emisiones internacionales. En comparación con los volúmenes emitidos en 2006 y 2008 (esto es, el último año completo anterior a la crisis y el primer año completo de crisis), el total de emisiones internacionales de bonos bancarios de los países de la zona del euro se redujo 156 mm de euros (42 mm de euros en el caso de los bonos garantizados), mientras que las emisiones de bonos en los mercados nacionales se incrementaron 72 mm de euros (113 mm de euros para los bonos garantizados). La evidencia disponible indica que las entidades trataron activamente de compensar el deterioro en los mercados internacionales de financiación centrándose en los inversores nacionales.

Desde mediados de 2007, si la evolución observada se considera más allá de la caída de las emisiones internacionales (y totales) tras la quiebra de Lehman Brothers⁸, el porcentaje de bonos colocados en los mercados internacionales ha tendido a ser ligeramente menor en el caso de los bonos no garantizados, pero no en el de los bonos garantizados. En los países de la zona del euro menos afectados por la crisis de la deuda soberana, las emisiones internacionales de bonos bancarios se normalizaron sustancialmente a partir del primer

trimestre de 2009. Al principio, esta normalización estuvo impulsada por las elevadas emisiones de bonos con avales públicos, que en el caso de estos países se colocaron, en su mayor parte, en los mercados internacionales⁹. En los países más afectados por la crisis de la deuda soberana, el retorno a los mercados internacionales fue más gradual, ya que el efecto de las emisiones internacionales de bonos con avales públicos quedó eclipsado por un aumento muy acusado de los bonos no garantizados colocados en los mercados nacionales. En los tres últimos trimestres de 2010, el porcentaje de emisiones internacionales disminuyó de nuevo en este grupo de países cuando la crisis de la deuda soberana se intensificó. En este período, la mitad de las emisiones de bonos con avales públicos de estos países fueron emisiones nacionales, en comparación con menos del 10% en la primera parte de la crisis.

Por lo que respecta al mercado de bonos garantizados, las emisiones internacionales aumentaron a partir del segundo trimestre de 2009, como consecuencia de la acusada mejora de la actividad en los mercados primarios tras el anuncio y la puesta en marcha del programa de adquisiciones de bonos garantizados del BCE. En general, las emisiones internacionales en los mercados de bonos garantizados de los países menos afectados por la crisis de la deuda soberana realmente parecen haber sido más numerosas que antes de la crisis, probablemente debido a que los inversores conocen mejor y están más interesados en este producto que anteriormente. Por el contrario, parece observarse cierta tendencia a que las entidades de crédito ubicadas en países que actualmente están experimentando estas tensiones en los mercados de deuda soberana dependan en mayor medida de los inversores nacionales que con anterioridad a la crisis.

⁸ Algunas de estas caídas se deben al hecho de que la moderada actividad emisora en este período llevó a una paralización casi total de las grandes operaciones internacionales. Por ejemplo, en el caso de las grandes emisiones de bonos garantizados, que prácticamente en su totalidad se colocan en los mercados internacionales, no se registró prácticamente ninguna actividad en los mercados primarios en el último trimestre de 2008 y muy limitada en el primer trimestre de 2009.

⁹ En los países menos afectados por la crisis de la deuda soberana, es posible que parte de la participación transfronteriza también esté relacionada con los efectos de la búsqueda de activos de mejor calidad.

Los mercados de financiación mediante deuda a largo plazo de las entidades de crédito de la zona del euro: evolución reciente, estado de la integración e implicaciones para la transmisión de la política monetaria

En general, si la tasa de participación de inversores transfronterizos registra oscilaciones importantes, las fluctuaciones en los mercados individuales pueden aumentar a través de sus efectos en la demanda. Además, los períodos prolongados de actividad transfronteriza reducida pueden dar lugar a diferenciales de precios permanentes no relacionados con el riesgo de crédito, ya que pueden afectar negativamente a las condiciones de liquidez en segmentos del mercado realmente aislados del resto de la zona del euro. Tomando como base el porcentaje de emisiones internacionales, no puede descartarse que los bajos niveles de participación de inversores transfronterizos, especialmente en períodos de tensiones agudas con origen en el sector bancario o en los mercados de deuda soberana, puedan haber acentuado las diferencias en los costes de financiación a largo plazo entre los países de la zona del euro. No obstante, no se dispone de evidencia sólida de que la crisis haya provocado una segmentación permanente en términos de la participación en los mercados primarios dentro de la zona del euro.

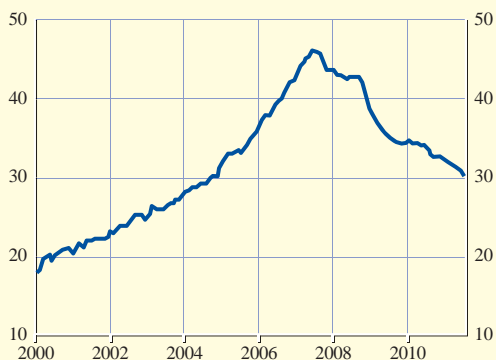
Además de los costes y de la disponibilidad de acceso de las entidades de crédito a los mercados

de financiación mediante deuda a largo plazo de la zona del euro, las tenencias transfronterizas de deuda a largo plazo de este sector son un importante indicador de la integración de los mercados. Para valorar este aspecto, en el gráfico 18 se presenta el porcentaje de tenencias transfronterizas de valores de renta fija emitidos por las IFM de la zona del euro en poder de este sector. El gráfico muestra que estas tenencias tendieron a aumentar entre 2000 y 2007. Durante la crisis, el porcentaje de tenencias transfronterizas de valores de renta fija de la zona del euro ha disminuido ligeramente, pero se ha mantenido elevado en comparación con los niveles de principios de la pasada década.

En general, resumiendo la evidencia obtenida de indicadores sobre fijación de precios, emisiones y tenencias de deuda bancaria a largo plazo, existen indicios de que hay algunos problemas para acceder al mercado de emisores de algunos países, especialmente en términos de fijación de precios. No obstante, la integración financiera no significa que no haya diferenciales, y en conjunto no se dispone de indicaciones sólidas de que, en la zona del euro, el mercado de deuda a largo plazo de las entidades de crédito esté menos integrado actualmente que en los años anteriores al auge registrado en la emisión de valores.

Gráfico 18 Porcentaje de tenencias transfronterizas de valores de renta fija emitidos por IFM de la zona del euro en poder de este sector

(porcentaje de tenencias; excluido el Eurosistema)



Fuente: BCE.

Notas: Los porcentajes de tenencias transfronterizas de valores de la zona del euro se calculan como todos los valores de renta fija en poder de las IFM de la zona (excluido el Eurosistema) emitidos por IFM de países de la zona, excluidas las emisiones realizadas en el país de origen, divididos por esas mismas tenencias, pero incluyendo las emisiones del país de origen. Únicamente se tienen en cuenta los valores con vencimiento a más de dos años.

4.2 IMPLICACIONES PARA LA TRANSMISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA

En contraposición a la opinión de que las entidades de crédito no desempeñan un papel activo, sino que actúan como intermediarios pasivos a través de los cuales los bancos centrales influyen en la economía en general, la crisis actual ha puesto en evidencia la importancia de que los intermediarios financieros funcionen correctamente para respaldar una transmisión fluida de la política monetaria. Por tanto, el denominado «canal crediticio»¹⁰, que asigna una función especial a las entidades de crédito en los procesos de transmisión

10 Véase B. S. Bernanke y M. Gertler, «Inside the black box: the credit channel of monetary policy transmission», *Journal of Economic Perspectives*, vol. 9, n.º 4, otoño de 1995, pp. 27-48.

de la política monetaria, puede ser el enfoque más adecuado para explicar y entender las experiencias de los últimos años.

Un componente clave del canal crediticio es la existencia de fricciones en los mercados de crédito, procedentes, por ejemplo, de información imperfecta, y que generan una brecha entre los costes de la financiación interna y externa. Al afectar a la situación económica general y a las expectativas de crecimiento y rentabilidad futuros, la política monetaria puede influir en los costes de la financiación externa en mayor medida que a través de la modificación de la senda esperada de los tipos de interés a corto plazo en el futuro. Este canal puede actuar a través de la prima que pagan los prestatarios no financieros para obtener financiación en los mercados o financiación bancaria. Por ejemplo, el hecho de que las entidades de crédito dispongan de información privada conseguida en el proceso de selección y seguimiento de los prestatarios influye en la prima que estos abonan a la entidad, en comparación con los costes de acceso a la financiación en los mercados. Además, el canal de transmisión también puede hacer sentir su influencia a través de la prima que las entidades deben pagar para obtener financiación en los mercados.

Al asignar un destacado papel a las entidades de crédito en el mecanismo de transmisión de la política monetaria, desde la perspectiva del banco central es importante realizar un seguimiento de las tendencias y las condiciones vigentes en los mercados de financiación de las entidades, ya que, en determinados períodos, pueden debilitar o amplificar el efecto de las acciones de política monetaria en la economía real. Para obtener una valoración más completa de las condiciones actuales y esperadas en el futuro en los mercados de financiación de las entidades y de la influencia que estas condiciones pueden tener en la oferta de crédito, los bancos centrales también pueden realizar encuestas solicitando a las entidades que cuantifiquen estos efectos. Por ejemplo, la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro (EPB) relaciona la capacidad de las entidades para acceder a la financiación en los mercados con los criterios que aplican para conceder préstamos¹¹.

Además, durante la crisis, la encuesta ha incluido varias preguntas ad hoc, abordando específicamente las repercusiones de la situación en los mercados financieros.

Dado que los mercados de financiación de las entidades de crédito pueden verse afectados por otras perturbaciones que no sean las acciones de política monetaria, estas perturbaciones pueden provocar modificaciones en el flujo de crédito distintas que las causadas por la orientación de la política monetaria. Por ejemplo, durante la crisis reciente, si bien la demanda de préstamos realmente fue menor de lo habitual, la preocupación en torno a la oferta de crédito derivada de la elevada aversión al riesgo de las entidades, el mal funcionamiento de los mercados de financiación y la necesidad de reducir los niveles de endeudamiento fueron generalizados en muchas economías. Aunque un banco central no debe tratar de contrarrestar todas las perturbaciones o ineficiencias en un mercado concreto, en situaciones extremas, la importancia de la financiación de mercado puede hacer que sea necesario que recurra a medidas no convencionales dirigidas a segmentos específicos del mercado para asegurar que el flujo de crédito no se vea obstaculizado por el mal funcionamiento de estos mercados. Por ejemplo, uno de los objetivos del programa de adquisiciones de bonos garantizados del BCE era «estimular a las entidades de crédito a mantener y ampliar su financiación a clientes»¹².

En cuanto a la evidencia empírica, el análisis realizado en las secciones anteriores muestra que, actualmente, los mercados de financiación a largo plazo de las entidades de crédito de la zona del euro se caracterizan por una heterogeneidad considerable en los distintos emisores y países. Como se muestra en el cuadro que figura más adelante, la prima que los inversores exigen a las entidades de

11 Para conocer un estudio empírico que utiliza la información obtenida de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro (y la encuesta correspondiente en Estados Unidos, «Senior Loan Officer Survey») con el fin de identificar los cambios en la demanda y la oferta de préstamos, véase M. Ciccarelli, A. Maddaloni y J. L. Peydró, «Trusting the bankers – A new look at the credit channel of monetary policy», *Working Paper Series*, n.º 1228, BCE, julio de 2010.

12 Decisión del Banco Central Europeo de 2 de julio de 2009 sobre la ejecución del programa de adquisiciones de instrumentos de renta fija tipo Pfandbrief (bonos garantizados) (BCE/2009/16).

crédito de varios países es más elevada que hace dos años, durante la fase de recuperación tras la quiebra de Lehman Brothers¹³. La diferenciación entre países también ha aumentado de manera acusada. En consecuencia, hay señales de crecientes divergencias en los tipos de interés que las IFM ubicadas en diversos países de la zona del euro aplican a los préstamos. En este contexto, desde la perspectiva de la política monetaria, es muy importante realizar un seguimiento de las tendencias y las condiciones vigentes en los mercados de financiación a largo plazo de las entidades de crédito.

4.3 IMPLICACIONES PARA LA ESTABILIDAD Y LA REGULACIÓN BANCARIA

Una lección clave de la crisis es la necesidad de regular las entidades de crédito, con el fin de evitar excesivos riesgos de liquidez derivados de una dependencia desproporcionadamente elevada de la financiación a corto plazo. Con todo, la financiación a largo plazo de las entidades de crédito puede conllevar otros riesgos para la economía. Al mantener unos costes de financiación elevados durante un tiempo prolongado existe el riesgo de que, en el futuro, las entidades repercutan estos costes en los prestatarios durante un período considerable¹⁴. No obstante, el recurso de las entidades a la financiación mediante deuda a largo plazo debería reducir su exposición a la volatilidad de los movimientos a corto plazo de los mercados, especialmente en períodos en los que la confianza y el apetito por el riesgo de los inversores cambian con

frecuencia. Por tanto, se debería respaldar el uso activo de los mercados de deuda a largo plazo por parte de las entidades de crédito de los países de la zona del euro, y el funcionamiento fluido de estos mercados debería ser un objetivo importante para los reguladores y los supervisores (en el recuadro 1 se describe la evolución reciente en el ámbito de la regulación y sus implicaciones para los mercados de financiación mediante deuda a largo plazo de las entidades de crédito).

Por lo que respecta a la situación actual en estos mercados, especialmente si se comparan los costes de financiación en los distintos países de la zona del euro, se observa un nivel considerable de dispersión en estos costes que está relacionado, en gran medida, con la crisis de la deuda soberana. Esto subraya la importancia de que los países logren que su situación fiscal retorne a una senda sostenible, también con el objeto de reducir las divergencias patentes en los costes de financiación de las entidades. De igual modo, la aplicación de unas prácticas adecuadas de gestión de los riesgos en las entidades debería debilitar el vínculo entre el riesgo soberano y el riesgo del sector bancario.

13 Para facilitar la comparación, en el cuadro se presentan las primas de CDS, que en la mayor parte de los casos son similares a los diferenciales entre los bonos bancarios correspondientes y los tipos *swap* en los mercados secundarios.

14 Para conocer evidencia empírica de que las entidades de crédito que dependen de la financiación en los mercados de renta fija repercuten en los prestatarios los efectos de las perturbaciones que se producen en estos mercados, véase, por ejemplo, G. Hale y J. A. C. Santos, «Do Banks Propagate Debt Market Shocks?», *Working Paper Series*, n.º 2010-08, Reserva Federal de San Francisco, 2010.

Primas de CDS de entidades de crédito y tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a los préstamos a las sociedades no financieras en algunos países de la zona del euro

(tipos de interés en porcentaje; nuevas operaciones; primas de CDS en puntos básicos)

	Primas de CDS Septiembre de 2009	Primas de CDS Septiembre de 2011	Tipos de interés Septiembre de 2009	Tipos de interés Julio de 2011
Alemania	91	271	2,43	3,13
Francia	81	284	1,84	2,94
Italia	58	472	2,28	3,32
España	152	823	2,66	3,68
Portugal	87	1.066	4,36	6,14
Irlanda	631	514	2,82	3,81
Grecia	144	2.246	3,62	5,91
<i>Diferencia (máxima-mínima)</i>	<i>573</i>	<i>1.975</i>	<i>2,51</i>	<i>3,19</i>

Fuentes: Datastream, BCE y cálculos del BCE.

Notas: Los tipos a corto plazo se refieren a vencimientos «hasta un año». Para los tipos de interés, los últimos datos disponibles corresponden a julio de 2011. Las primas de CDS de entidades de crédito se refieren a la prima mediana de las medias móviles de cinco días al final de la cuarta semana de septiembre. En el caso de Irlanda solo se dispone de datos de una entidad.

Dado que también es claramente ostensible una dispersión de los costes dentro de los países, lo que apunta a que los participantes en el mercado dedican mayor atención a evaluar y valorar el riesgo de crédito, las entidades deberían aumentar su base de capital, en caso necesario, con el fin de reducir la prima de financiación exigida por los inversores en deuda bancaria a largo plazo.

Los mercados de financiación mediante deuda a largo plazo de las entidades de crédito de la zona del euro: evolución reciente, estado de la integración e implicaciones para la transmisión de la política monetaria

Recuadro I

IMPLICACIONES DE LA EVOLUCIÓN DE LA REGULACIÓN EN LOS MERCADOS DE FINANCIACIÓN MEDIANTE DEUDA A LARGO PLAZO DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO

En los últimos años, el Consejo de Estabilidad Financiera (CEF) y el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (Comité de Basilea), bajo el liderazgo del G 20, han realizado un importante trabajo en relación con la reforma regulatoria del sector financiero. Cabe destacar que Basilea III constituye la piedra angular de la reforma del sector bancario, al reforzar el arsenal de requerimientos prudenciales endureciendo las medidas existentes e introduciendo normas completamente nuevas, como requerimientos de liquidez y una ratio de apalancamiento libre de riesgo.

Se espera que la introducción de estas nuevas normas conlleve mejoras significativas en la capacidad de resistencia del sistema bancario. Al mismo tiempo, conviene estudiar y seguir con atención las posibles repercusiones que puedan tener en los distintos segmentos del mercado financiero por el lado tanto de la oferta como de la demanda.

En este recuadro se analizan, en particular, las implicaciones de los nuevos requerimientos de liquidez para los instrumentos de deuda a largo plazo que utilizan las entidades de crédito para financiarse. A diferencia de las normas sobre solvencia bancaria (establecidas en el marco de Basilea II y traspuestas a la legislación europea), hasta el momento los requerimientos de liquidez no han sido armonizados a escala internacional, y las normas prudenciales nacionales de liquidez (en aquellos países donde existen) son muy distintas de un país a otro. Así pues, los nuevos requerimientos de liquidez constituyen el primer ejemplo de consenso internacional en esta materia.

En respuesta a las inadecuadas prácticas de gestión del riesgo de liquidez de las entidades de crédito puestas de manifiesto por la crisis financiera, en diciembre de 2010 el Comité de Basilea propuso dos nuevas normas que establecían niveles mínimos de liquidez: a) en el corto plazo, la ratio de cobertura de liquidez (LCR, en sus siglas en inglés) tiene por objeto asegurar que las entidades de crédito dispongan de suficientes activos líquidos de alta calidad para soportar un escenario de tensiones considerables durante un mes; b) en el largo plazo, la ratio de financiación neta estable (NSFR, en sus siglas en inglés) amplía los incentivos para que las entidades de crédito se financien recurriendo, de manera estructural, a fuentes de financiación más estables.

El punto de partida del análisis del impacto en los mercados de capitales de la nueva regulación sobre el riesgo de liquidez son los «puntos de segmentación» con respecto a i) la definición de activos líquidos, y ii) la definición de «vencimiento a largo plazo» (30 días para la LCR y un año para la NSFR). Estos puntos (o umbrales) de segmentación definen en qué clases de activos tendrán incentivos/desincentivos para invertir las entidades de crédito, así como qué fuentes de financiación tendrán incentivos/desincentivos para utilizar. En general, es probable que los requerimientos de liquidez afecten tanto al activo como al pasivo de los balances del sistema bancario, ya que se exigirá

a las entidades que tengan más activos líquidos y que ajusten la estructura de su deuda emitiendo deuda a largo plazo. Aunque actualmente no se sabe con detalle la manera exacta en que se ajustarán los balances del sistema bancario, cabe esperar que el ajuste se realice del siguiente modo:

- *En primer lugar, será necesario financiar el aumento de las tenencias de activos líquidos exigido en la LCR:* por el lado del activo del balance, es probable que las entidades traten de adquirir más activos líquidos admitidos, como deuda pública de elevada calidad crediticia (AA- o superior) y liquidez, así como bonos garantizados y valores de renta fija de sociedades no financieras de alta calidad. Partiendo del supuesto de que el tamaño del balance de las entidades de crédito se mantiene constante, estas adquisiciones tendrán que compensarse con una reducción de otros activos «no líquidos», como deuda soberana y valores de renta fija privada con calificaciones crediticias más bajas, así como activos no negociables (por ejemplo, préstamos). A escala más estructural, no puede descartarse que la actividad general disminuya en determinados segmentos de los mercados de capitales si las entidades tienen fuertes desincentivos para adquirir instrumentos específicos con calificaciones más bajas en los mercados de capitales, como deuda soberana, bonos garantizados, valores de renta fija privada y bonos emitidos por instituciones financieras, así como acciones y otras participaciones.

Alternativamente, por el lado del pasivo, las entidades podrían tratar de reducir sus «salidas de efectivo netas» en el período de tensión de 30 días (el denominador de la LCR). Esto podría llevarse a cabo de diversas maneras; por ejemplo, disminuyendo su dependencia de la financiación mayorista a corto plazo, reduciendo sus compromisos de liquidez con vehículos fuera de balance y dependiendo más de fuentes de financiación «estable», como los depósitos y la emisión de valores a más largo plazo.

- *En segundo lugar, un aumento de la demanda de activos líquidos a más largo plazo con arreglo a la NSFR:* además del efecto de contagio positivo en la NSFR procedente del cumplimiento de la LCR, las entidades de crédito necesitarían dar una serie de pasos para alcanzar un ratio estructural de financiación satisfactoria. Medidas plausibles podrían ser las siguientes: primero, mantener más capital en relación con la deuda incrementando los recursos propios básicos (*tier 1*) y reduciendo la financiación mayorista a corto plazo. La viabilidad de este escenario aumenta aún más en relación con el marco de capital revisado que exige a las entidades mantener más recursos propios *tier 1* (véase más adelante). Segundo, las entidades podrían ampliar el vencimiento de la financiación mayorista más allá de un año, por ejemplo mediante la emisión de más bonos a largo plazo. Tanto el primer paso como el segundo elevarían la «cantidad de financiación estable disponible», el numerador de la NSFR. Tercero, como complemento al cumplimiento de la LCR, las entidades podrían reemplazar los bonos con calificación más baja por otros con mejor calificación, lo que les permitiría incluir los bonos en sus carteras de inversión. No obstante, en este proceso también podrían reemplazarse/reducirse otras clases de activos, incluidos los préstamos a largo plazo concedidos al sector privado. El tercer paso reduciría la «cantidad de financiación estable requerida», el denominador de la NSFR.

En general, es probable que la actividad en los mercados relacionados con la financiación mayorista a corto plazo no garantizados o con activos «no líquidos», como otros bonos bancarios y valores de renta fija de sociedades no financieras de baja calidad crediticia, se vea reducida, mientras que la demanda de instrumentos de los mercados de financiación a largo plazo y de activos más líquidos,

como la deuda soberana y los bonos garantizados de alta calidad crediticia, posiblemente aumentará. Al mismo tiempo, pueden surgir innovaciones financieras inducidas por la regulación, adaptadas a los horizontes establecidos en los requerimientos de liquidez.

Además de los nuevos requerimientos de liquidez, otros aspectos de la reforma regulatoria pueden influir en la demanda y en la oferta de determinados tipos de instrumentos de deuda de las entidades de crédito. Por un lado, las mayores exigencias de capital proporcionarán un colchón más amplio frente a la posibilidad de impago de la deuda y, por consiguiente (en igualdad de condiciones), reducirán el riesgo de las inversiones de los tenedores de bonos. Por otro, con el fin de reducir la probabilidad de que se produzcan quiebras bancarias perjudiciales y de coste elevado, los reguladores están valorando si podrían utilizarse instrumentos con capacidad de absorción de pérdidas¹ de capital, con el fin de ayudar a recapitalizar entidades en momentos de tensión. Este enfoque podría incrementar las presiones de financiación de las entidades, ya que es probable que los inversores exijan una prima de riesgo adicional para invertir en instrumentos de deuda de las entidades.

También se están preparando algunas reformas que afectan a las instituciones financieras no bancarias y que probablemente influyan en la demanda de instrumentos de deuda de las entidades de crédito. A las empresas de seguros europeas, por ejemplo, les resultará más costoso mantener bonos y acciones emitidos por entidades de crédito con arreglo a las nuevas propuestas del proyecto Solvencia II², cuya introducción está prevista para principios de 2013. En términos generales, Solvencia II puede traducirse en una preferencia por la deuda soberana y la deuda bancaria a corto plazo y de calificación crediticia más elevada (especialmente, bonos garantizados), frente a otros valores de empresas, y podría reducir la capacidad de las entidades para emitir deuda sin garantías.

Los nuevos requerimientos de liquidez también están sujetos a un largo período de observación en el que debe efectuarse una atenta valoración de los efectos no deseados y puede dar lugar a nuevos ajustes. En Europa, la Comisión Europea propuso (el 20 de julio de 2011) llevar a cabo una revisión de la Directiva de Requerimientos de Capital, con el fin de incorporar Basilea III a la legislación de la UE. En cuanto a los requerimientos de liquidez, la Comisión propone introducir una ratio de cobertura de liquidez, tras un período de observación y revisión, en 2015, en consonancia con los requerimientos de Basilea III. Por lo que respecta a la ratio de financiación neta estable, la Comisión aprovechará el período de observación más prolongado establecido por Basilea (hasta 2018) para preparar una propuesta legislativa.

- 1 El concepto de «absorción de pérdidas» se refiere a que los tenedores de deuda bancaria correrían el riesgo de que determinados tramos se reestructuren (esto es, en caso de registrarse minusvalías o de efectuarse una conversión en acciones) si se cumplen una serie de condiciones de activación. Los reguladores todavía están considerando hasta qué punto sería eficaz la absorción de pérdidas en la deuda y cómo se estructuraría.
- 2 El proyecto Solvencia II se originó en la Comisión Europea, y no en la Asociación Internacional de Supervisores de Seguros, equivalente al Comité de Basilea en materia de seguros. Por consiguiente, la influencia de Solvencia II fuera de la Unión Europea, en comparación con Basilea III, es más incierta.

5 CONCLUSIONES

En este artículo se analiza el estado actual de los mercados de financiación mediante deuda a largo plazo de las entidades de crédito de la zona del euro y se consideran sus implicaciones para la integración financiera, la política monetaria y la regulación.

En la primera parte del artículo se muestra que la mayor parte de los segmentos de los mercados de financiación mediante deuda a largo plazo se ha recuperado de las tensiones registradas durante la crisis, aunque, en algunos aspectos, esta recuperación aún es solo parcial. Al mismo tiempo, los mercados volvieron a verse influenciados por la crisis de la deuda soberana, así como por la mayor concienciación de

los inversores, en general, en lo que respecta a la evaluación y la valoración del riesgo de crédito.

En la segunda parte del artículo se llega a la conclusión de que, desde la perspectiva de la integración financiera, aunque la fijación de precios en los mercados actualmente está relacionada con el país de origen de las entidades de crédito, no se dispone de evidencia de que la crisis haya provocado una segmentación permanente en lo que respecta a la participación en los mercados primarios en la zona del euro. Desde la perspectiva de la política monetaria, las divergencias observadas en el acceso y en los costes de financiación a largo plazo de las entidades pueden influir negativamente en su actividad crediticia y, por tanto, dificultar la transmisión de la política monetaria en la zona del euro.

En general, cabe esperar que la desaparición de los factores negativos que actualmente están afectando a los mercados de financiación mediante deuda a largo plazo de las entidades de crédito de la zona del euro conduzca a estos mercados a una situación en la que las divergencias entre emisores únicamente reflejen diferencias básicas en los factores de riesgo. Naturalmente, es posible que persistan diferencias entre emisores en un sistema financiero robusto integrado por entidades que aplican diferentes modelos de negocio. No obstante, el objetivo de los reguladores y de las propias entidades de la zona del euro debería ser lograr disminuir estas discrepancias hasta niveles sostenibles, centrándose en la reducción del nivel general de riesgo de crédito mediante la ampliación de su base de capital y la mejora de los sistemas de gestión de riesgos.

ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO



ÍNDICE¹

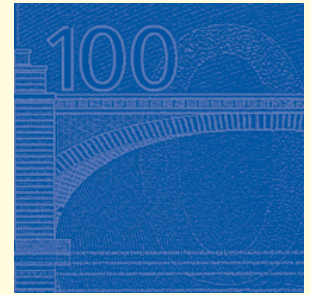
PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO		
	Resumen de indicadores económicos de la zona del euro	S5
I	ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA	
1.1	Estado financiero consolidado del Eurosistema	S6
1.2	Tipos de interés oficiales del BCE	S7
1.3	Operaciones de política monetaria del Eurosistema adjudicadas mediante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

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

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

Símbolos utilizados en los cuadros

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



PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

Resumen de indicadores económicos de la zona del euro

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Evolución monetaria y tipos de interés ¹⁾

	M1 ²⁾	M2 ²⁾	M3 ^{2),3)}	M3 ^{2),3)} Media móvil de 3 meses (centrada)	Préstamos de las IFM a residentes en la zona del euro, excluidas IFM y AAPP ²⁾	Valores distintos de acciones emitidos en euros por insti- tuciones distintas de IFM ²⁾	Tipo de interés a 3 meses (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	23,7	1,22	3,76
2010	8,5	1,8	0,5	-	0,6	3,9	0,81	3,36
2010 IV	4,9	2,2	1,5	-	1,7	2,1	1,02	3,36
2011	3,2	2,4	1,9	-	2,4	2,2	1,10	3,66
II	1,7	2,4	2,1	-	2,6	1,4	1,42	3,41
III	1,4	2,3	2,4	-	2,5	.	1,56	2,48
2011 May	1,2	2,4	2,3	2,1	2,7	1,2	1,43	3,37
Jun	1,3	2,3	1,9	2,1	2,5	1,6	1,49	3,41
Jul	1,0	2,2	2,1	2,3	2,4	1,2	1,60	3,06
Ago	1,7	2,4	2,7	2,6	2,5	0,4	1,55	2,76
Sep	2,0	2,5	3,1	.	2,5	.	1,54	2,48
Oct	.	.	.	.	.	.	1,58	2,79

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	2,7	-4,2	-14,8	70,9	-1,9	9,6
2010	1,6	2,9	1,6	1,8	7,5	76,9	-0,5	10,1
2011 II	2,8	6,3	3,6	1,6	4,2	81,2	0,5	10,0
III	2,7	.	.	.	.	80,3	.	10,2
IV	.	.	.	.	.	.	.	.
2011 May	2,7	6,2	-	-	4,3	-	-	10,0
Jun	2,7	5,9	-	-	2,8	-	-	10,0
Jul	2,5	6,1	-	-	4,4	80,8	-	10,1
Ago	2,5	5,8	-	-	5,6	-	-	10,1
Sep	3,0	.	-	-	.	-	-	10,2
Oct	3,0	.	-	-	.	79,7	-	.

3. Estadísticas del sector exterior

(mm de euros, salvo indicación en contrario)

	Balanza de pagos (flujos netos)			Activos de reserva (saldos a fin de período)	Posición de inversión internacional neta (en % del PIB)	Deuda externa bruta (en % del PIB)	Tipo de cambio efectivo del euro: TCE-20 ⁶⁾ (índice: 1999 I = 100)		Tipo de cambio dólar estado- 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	-18,6	36,0	158,6	462,4	-15,7	116,3	111,7	110,6	1,3948
2010	-36,7	12,9	98,1	591,2	-13,4	120,2	104,6	103,0	1,3257
2010 IV	4,7	5,5	99,0	591,2	-13,4	120,2	104,4	102,4	1,3583
2011 I	-27,8	-13,0	118,7	576,6	-13,4	117,3	103,7	101,5	1,3680
II	-20,1	-2,7	127,1	580,9	-14,5	119,4	106,4	104,2	1,4391
III	.	.	.	646,7	.	.	104,6	102,1	1,4127
2011 May	-15,7	0,6	37,3	592,7	.	.	106,0	103,8	1,4349
Jun	0,6	0,5	101,5	580,9	.	.	106,1	104,0	1,4388
Jul	-1,6	3,3	-20,5	621,6	.	.	105,2	102,6	1,4264
Ago	-4,2	-3,1	35,7	656,4	.	.	104,9	102,3	1,4343
Sep	.	.	.	646,7	.	.	103,8	101,4	1,3770
Oct	.	.	.	.	.	.	104,0	101,7	1,3706

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

	7 octubre 2011	14 octubre 2011	21 octubre 2011	28 octubre 2011
Oro y derechos en oro	419.824	419.823	419.824	419.825
Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro	226.804	227.103	226.877	228.491
Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro	34.593	32.231	32.496	32.685
Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro	20.437	19.803	21.563	26.714
Préstamos en euros concedidos a entidades de crédito de la zona del euro	580.690	586.619	585.241	596.442
Operaciones principales de financiación	198.881	204.939	201.182	197.438
Operaciones de financiación a plazo más largo	378.935	379.474	379.474	395.996
Operaciones temporales de ajuste	0	0	0	0
Operaciones temporales estructurales	0	0	0	0
Facilidad marginal de crédito	2.837	2.166	4.562	2.852
Préstamos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	38	40	22	156
Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro	68.334	78.180	79.747	84.998
Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro	560.742	562.443	567.214	571.339
Valores mantenidos con fines de política monetaria	222.253	224.496	228.691	232.706
Otros valores	338.489	337.946	338.523	338.634
Créditos en euros a las Administraciones Públicas	33.965	33.966	33.966	33.966
Otros activos	350.340	350.689	346.248	338.912
Total activo	2.295.727	2.310.857	2.313.175	2.333.373

2. Pasivo

	7 octubre 2011	14 octubre 2011	21 octubre 2011	28 octubre 2011
Billetes en circulación	859.614	859.517	858.311	863.122
Depósitos en euros mantenidos por entidades de crédito de la zona del euro	571.514	597.991	580.330	596.587
Cuentas corrientes (incluidas las reservas mínimas)	154.144	298.573	213.075	178.704
Facilidad de depósito	255.569	136.194	202.098	248.057
Depósitos a plazo	160.500	163.000	165.000	169.500
Operaciones temporales de ajuste	0	0	0	0
Depósitos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	1.301	223	157	327
Otros pasivos en euros con entidades de crédito de la zona del euro	1.957	3.494	3.743	3.463
Certificados de deuda emitidos	0	0	0	0
Depósitos en euros de otros residentes en la zona del euro	62.406	53.281	77.221	75.072
Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro	48.289	48.319	48.241	49.561
Pasivos en moneda extranjera con residentes en la zona del euro	3.676	2.545	1.891	2.799
Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro	12.250	10.449	11.040	11.386
Contrapartida de los derechos especiales de giro asignados por el FMI	54.486	54.486	54.486	54.486
Otros pasivos	216.779	216.017	213.154	212.140
Cuentas de revalorización	383.276	383.276	383.276	383.276
Capital y reservas	81.481	81.481	81.481	81.481
Total pasivo	2.295.727	2.310.857	2.313.175	2.333.373

Fuente: BCE.

1.2 Tipos de interés oficiales del BCE

(niveles en porcentaje; variaciones en puntos porcentuales)

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

Fuente: BCE.

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

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

(millones de euros; tipos de interés en porcentaje)

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

Fecha de liquidación	Importe de las pujas	Número de participantes	Importe adjudicado	Subastas a tipo variable				Vencimiento a [...] días
				Subastas a tipo fijo	Tipo fijo	Tipo mínimo de puja	Tipo marginal ⁴⁾	
1	2	3	4	5	6	7	8	
Operaciones principales de financiación								
2011 20 Jul	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
10	157.073	153	157.073	1,50	-	-	-	7
17	147.689	139	147.689	1,50	-	-	-	7
24	133.674	133	133.674	1,50	-	-	-	7
31	121.669	135	121.669	1,50	-	-	-	7
7 Sep	115.408	126	115.408	1,50	-	-	-	7
14	163.768	142	163.768	1,50	-	-	-	7
21	201.149	153	201.149	1,50	-	-	-	7
28	208.349	159	208.349	1,50	-	-	-	7
5 Oct	198.881	166	198.881	1,50	-	-	-	7
12	204.939	166	204.939	1,50	-	-	-	7
19	201.182	164	201.182	1,50	-	-	-	7
26	197.438	152	197.438	1,50	-	-	-	6
1 Nov	182.773	143	182.773	1,50	-	-	-	8
Operaciones de financiación a plazo más largo								
2011 15 Jun	69.403	60	69.403	1,25	-	-	-	28
30 ⁵⁾	132.219	265	132.219	1,46	-	-	-	91
13 Jul	67.748	57	67.748	1,50	-	-	-	28
28 ⁵⁾	84.977	165	84.977	1,50	-	-	-	91
10 Ago	75.751	39	75.751	1,50	-	-	-	35
11 ⁵⁾	49.752	114	49.752	.	-	-	-	203
1 Sep ⁵⁾	49.356	128	49.356	.	-	-	-	91
14	54.222	37	54.222	1,50	-	-	-	28
29 ⁵⁾	140.628	214	140.628	.	-	-	-	84
12 Oct	59.062	39	59.062	1,50	-	-	-	28
27 ⁵⁾	56.934	181	56.934	.	-	-	-	371
27 ⁵⁾	44.564	91	44.564	.	-	-	-	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 10 Ago	Captación de depósitos a plazo fijo	95.431	65	74.000	-	-	1,50	1,14	1,01	7
17	Captación de depósitos a plazo fijo	123.165	78	96.000	-	-	1,50	1,20	0,96	7
24	Captación de depósitos a plazo fijo	132.874	91	110.500	-	-	1,50	1,15	1,03	7
31	Captación de depósitos a plazo fijo	152.913	98	115.500	-	-	1,50	1,14	1,02	7
7 Sep	Captación de depósitos a plazo fijo	173.575	100	129.000	-	-	1,50	1,05	1,00	7
13	Captación de depósitos a plazo fijo	167.763	130	166.963	-	-	1,50	1,30	1,27	1
14	Captación de depósitos a plazo fijo	187.685	104	143.000	-	-	1,50	1,06	1,01	7
21	Captación de depósitos a plazo fijo	203.366	109	152.500	-	-	1,50	1,05	0,99	7
28	Captación de depósitos a plazo fijo	202.875	103	156.500	-	-	1,50	1,15	1,05	7
5 Oct	Captación de depósitos a plazo fijo	240.553	100	160.500	-	-	1,50	1,02	0,96	7
11	Captación de depósitos a plazo fijo	273.916	153	273.816	-	-	1,50	1,30	1,27	1
12	Captación de depósitos a plazo fijo	241.578	108	163.000	-	-	1,50	0,98	0,95	7
19	Captación de depósitos a plazo fijo	263.579	108	165.000	-	-	1,50	0,91	0,89	7
26	Captación de depósitos a plazo fijo	231.364	87	169.500	-	-	1,50	0,87	0,85	6
1 Nov	Captación de depósitos a plazo fijo	197.917	71	173.500	-	-	1,50	0,87	0,83	8

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, el tipo al que se cubrieron todas las pujas estaba indicado con la media de los tipos mínimo de puja de las operaciones principales de financiación que se llevaron a cabo realizadas en la vida de la operación. Los tipos de interés que se indican para estas operaciones de financiación a plazo más largo indicadas se han redondeado a dos decimales. Para conocer el método de cálculo preciso, consúltense las Notas Técnicas.

1.4 Estadísticas de reservas mínimas y de liquidez

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

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

Pasivos computables en: ¹⁾	Total	Pasivos a los que se aplica un coeficiente de reservas del 2%		Pasivos a los que se aplica un coeficiente de reservas nulo		
		Depósitos a la vista y depósitos a plazo o disponibles con preaviso hasta 2 años	Valores distintos de acciones hasta 2 años	Depósitos a plazo o disponibles con preaviso a más de 2 años	Cesiones temporales	Valores distintos de acciones a más de 2 años
	1	2	3	4	5	6
2008	18.169,6	10.056,8	848,7	2.376,9	1.243,5	3.643,7
2009	18.318,2	9.808,5	760,4	2.475,7	1.170,1	4.103,5
2010	18.948,1	9.962,6	644,3	2.683,3	1.335,4	4.322,5
2011 Abr	18.988,1	9.749,5	662,8	2.744,0	1.475,2	4.356,6
May	19.175,7	9.787,9	677,0	2.764,2	1.538,4	4.408,3
Jun	19.039,4	9.730,8	643,5	2.777,9	1.491,7	4.395,4
Jul	19.046,3	9.695,1	635,0	2.777,7	1.502,7	4.435,8
Ago	19.095,3	9.688,3	645,8	2.782,6	1.557,4	4.421,3

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 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	211,5	2,7	0,0	1,50
13 Sep	207,0	209,5	2,5	0,0	1,50
11 Oct	206,1	208,7	2,6	0,0	1,50
8 Nov	206,2	.	.	.	.

3. Liquidez

Período de mantenimiento que finaliza en:	Factores de inyección de liquidez						Factores de absorción de liquidez				Cuentas corrientes de entidades de crédito	Base monetaria
	Operaciones de política monetaria del Eurosistema						Billetes en circulación	Depósitos de la Administración Central en el Eurosistema	Otros factores (neto)			
	Activos netos en oro y moneda extranjera del Eurosistema	Operaciones principales de financiación	Operaciones de financiación a plazo más largo	Facilidad marginal de crédito	Otras operaciones de inyección de liquidez ²⁾	Facilidad de depósito				Otras operaciones de absorción de liquidez ³⁾		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
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 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
9 Ago	541,3	171,7	321,5	0,1	133,9	56,7	79,2	854,2	71,4	-104,5	211,5	1.122,4
13 Sep	540,3	135,1	389,8	0,3	178,0	121,8	109,8	853,2	52,3	-103,0	209,5	1.184,5
11 Oct	571,0	193,0	373,6	1,5	217,4	168,7	162,9	854,9	50,0	-88,5	208,7	1.232,2

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	1.490,0	19,5	0,7	1.469,8	451,7	368,3	7,5	75,9	-	16,5	556,8	8,5	306,5
2010	3.212,4	1.551,4	18,6	0,9	1.531,8	574,4	463,8	9,6	101,1	-	18,1	684,1	8,5	376,0
2011 II	3.132,7	1.434,4	17,8	1,0	1.415,6	594,9	468,9	9,9	116,2	-	19,4	688,4	8,6	386,9
III ^(p)	3.928,6	2.043,9	18,0	1,0	2.025,0	659,9	544,3	10,9	104,7	-	17,9	767,4	8,7	430,7
2011 Jun	3.132,7	1.434,4	17,8	1,0	1.415,6	594,9	468,9	9,9	116,2	-	19,4	688,4	8,6	386,9
Jul	3.245,0	1.519,1	17,8	1,0	1.500,4	578,0	464,8	10,2	103,0	-	19,0	727,8	8,7	392,4
Ago	3.551,1	1.714,1	17,8	1,0	1.695,4	628,8	514,8	10,4	103,5	-	18,2	776,9	8,7	404,4
Sep ^(p)	3.928,6	2.043,9	18,0	1,0	2.025,0	659,9	544,3	10,9	104,7	-	17,9	767,4	8,7	430,7
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	32.199,8	17.763,0	1.221,8	11.026,1	5.515,2	4.938,6	1.524,1	1.528,7	1.885,8	59,9	1.233,1	4.323,4	223,5	3.658,3
2011 II	31.742,3	17.889,4	1.152,7	11.225,4	5.511,3	4.695,1	1.457,7	1.473,1	1.764,3	61,6	1.251,6	4.282,9	228,9	3.333,0
III ^(p)	33.640,3	18.429,9	1.147,4	11.292,1	5.990,4	4.657,4	1.416,9	1.457,5	1.783,0	58,4	1.225,2	4.430,6	230,4	4.608,5
2011 Jun	31.742,3	17.889,4	1.152,7	11.225,4	5.511,3	4.695,1	1.457,7	1.473,1	1.764,3	61,6	1.251,6	4.282,9	228,9	3.333,0
Jul	32.154,3	18.001,3	1.157,2	11.240,2	5.603,9	4.665,1	1.437,6	1.477,7	1.749,9	61,0	1.248,4	4.297,4	229,5	3.651,5
Ago	32.808,2	18.147,0	1.144,9	11.240,8	5.761,3	4.674,9	1.429,7	1.468,5	1.776,7	62,2	1.231,3	4.332,9	229,5	4.130,4
Sep ^(p)	33.640,3	18.429,9	1.147,4	11.292,1	5.990,4	4.657,4	1.416,9	1.457,5	1.783,0	58,4	1.225,2	4.430,6	230,4	4.608,5

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	1.196,1	103,6	22,1	1.070,5	-	0,1	319,8	140,2	344,4
2010	3.212,4	863,7	1.394,8	68,0	8,7	1.318,1	-	0,0	428,5	153,8	371,7
2011 II	3.132,7	871,6	1.320,1	72,5	11,2	1.236,3	-	0,0	412,2	157,5	371,4
III ^(p)	3.928,6	882,1	1.984,0	50,1	6,6	1.927,3	-	0,0	475,8	189,4	397,3
2011 Jun	3.132,7	871,6	1.320,1	72,5	11,2	1.236,3	-	0,0	412,2	157,5	371,4
Jul	3.245,0	880,4	1.364,1	86,0	8,2	1.269,9	-	0,0	445,0	174,0	381,4
Ago	3.551,1	874,5	1.616,6	69,5	8,7	1.538,4	-	0,0	493,7	176,4	389,9
Sep ^(p)	3.928,6	882,1	1.984,0	50,1	6,6	1.927,3	-	0,0	475,8	189,4	397,3
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	32.199,8	-	16.497,6	196,2	10.526,4	5.774,9	612,3	4.845,2	2.045,0	4.220,3	3.979,4
2011 II	31.742,3	-	16.614,0	266,4	10.654,7	5.692,8	609,7	4.903,0	2.155,1	3.973,5	3.487,1
III ^(p)	33.640,3	-	17.079,4	210,7	10.783,6	6.085,0	607,5	4.942,8	2.198,5	4.022,4	4.789,8
2011 Jun	31.742,3	-	16.614,0	266,4	10.654,7	5.692,8	609,7	4.903,0	2.155,1	3.973,5	3.487,1
Jul	32.154,3	-	16.707,3	230,2	10.648,1	5.829,0	599,8	4.893,6	2.190,9	3.970,4	3.792,2
Ago	32.808,2	-	16.819,1	187,1	10.711,7	5.920,3	619,3	4.908,7	2.195,2	3.980,8	4.285,1
Sep ^(p)	33.640,3	-	17.079,4	210,7	10.783,6	6.085,0	607,5	4.942,8	2.198,5	4.022,4	4.789,8

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) Saldos 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	23.848,0	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	2.835,5
2010	25.812,1	12.267,4	1.240,4	11.027,0	3.526,2	1.987,9	1.538,3	799,9	5.007,5	232,0	3.979,2
2011 II	25.472,0	12.396,9	1.170,5	11.226,4	3.409,5	1.926,6	1.483,0	788,8	4.971,3	237,6	3.667,9
III ^(p)	27.065,9	12.458,4	1.165,4	11.293,0	3.429,6	1.961,2	1.468,4	752,5	5.198,0	239,1	4.988,3
2011 Jun	25.472,0	12.396,9	1.170,5	11.226,4	3.409,5	1.926,6	1.483,0	788,8	4.971,3	237,6	3.667,9
Jul	25.843,5	12.416,1	1.175,0	11.241,1	3.390,3	1.902,4	1.487,9	782,0	5.025,2	238,2	3.991,7
Ago	26.424,8	12.404,4	1.162,7	11.241,7	3.423,4	1.944,5	1.478,9	765,3	5.109,8	238,2	4.483,7
Sep ^(p)	27.065,9	12.458,4	1.165,4	11.293,0	3.429,6	1.961,2	1.468,4	752,5	5.198,0	239,1	4.988,3
Operaciones											
2009	-634,7	15,8	29,4	-13,6	364,5	269,5	95,0	12,4	-464,8	7,8	-571,2
2010	599,4	413,0	206,4	206,6	142,6	144,6	-2,0	5,7	-110,2	2,4	145,7
2011 II	191,7	68,0	-37,2	105,2	28,6	49,6	-21,0	14,7	35,6	1,9	42,8
III ^(p)	1.411,4	43,4	-7,3	50,7	30,0	38,7	-8,7	-21,7	45,7	1,6	1.312,4
2011 Jun	-277,6	24,8	-3,4	28,2	5,4	28,3	-22,9	-7,7	-130,3	0,0	-169,7
Jul	279,2	8,1	4,1	4,0	-8,2	-14,1	5,9	-1,8	-28,5	0,7	308,9
Ago	562,5	-11,5	-14,0	2,6	26,0	31,4	-5,4	-8,7	67,1	0,0	489,6
Sep ^(p)	569,7	46,8	2,6	44,2	12,2	21,3	-9,2	-11,2	7,1	0,9	513,9

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	23.848,0	769,9	249,6	10.063,5	647,5	2.752,9	1.801,0	4.238,8	3.358,9	-33,9
2010	25.812,1	808,6	264,2	10.535,1	552,4	2.858,3	2.022,2	4.374,1	4.351,1	46,0
2011 II	25.472,0	819,7	339,0	10.666,0	548,1	3.022,6	2.085,1	4.131,0	3.858,5	2,2
III ^(p)	27.065,9	831,2	260,8	10.790,2	549,1	3.055,0	2.183,7	4.211,8	5.187,1	-3,0
2011 Jun	25.472,0	819,7	339,0	10.666,0	548,1	3.022,6	2.085,1	4.131,0	3.858,5	2,2
Jul	25.843,5	828,2	316,2	10.656,4	538,9	3.040,8	2.150,4	4.144,4	4.173,7	-5,4
Ago	26.424,8	823,4	256,6	10.720,4	557,1	3.028,4	2.204,7	4.157,3	4.675,0	2,0
Sep ^(p)	27.065,9	831,2	260,8	10.790,2	549,1	3.055,0	2.183,7	4.211,8	5.187,1	-3,0
Operaciones										
2009	-634,7	45,8	-4,2	286,0	-12,5	-56,4	131,2	-590,3	-490,2	55,8
2010	599,4	38,6	11,8	331,5	-98,2	42,5	96,3	-27,4	151,7	52,6
2011 II	191,7	21,3	42,6	121,3	-19,7	34,4	45,2	-20,3	-1,5	-31,7
III ^(p)	1.411,4	11,5	-78,2	105,7	4,0	-5,5	51,2	-25,5	1.353,0	-4,7
2011 Jun	-277,6	9,2	51,6	13,3	-18,4	17,8	32,5	-200,7	-191,5	8,5
Jul	279,2	8,5	-22,7	-14,0	-6,8	-0,4	41,5	-22,1	306,2	-11,1
Ago	562,5	-4,8	-59,7	61,9	18,3	-4,1	9,5	38,0	495,4	7,8
Sep ^(p)	569,7	7,7	4,2	57,8	-7,6	-1,1	0,2	-41,5	551,3	-1,4

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⁾

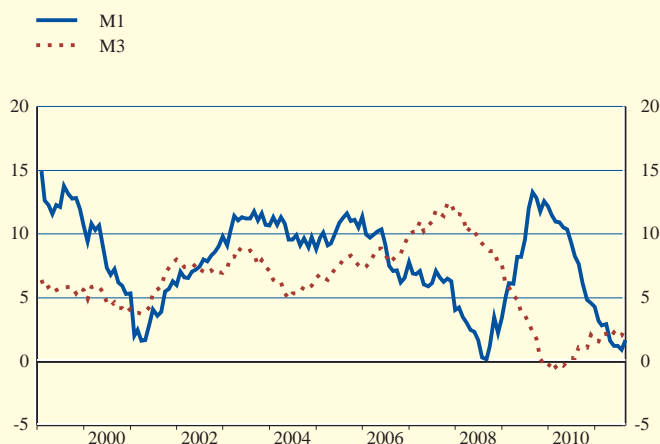
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

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	Préstamos				Pro memoria: Préstamos ajustados por ventas y titulizaciones ⁴⁾				
	M1	M2-M1							9	10		11
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Saldos vivos												
2009	4.495,7	3.701,6	8.197,3	1.134,1	9.331,4	-	6.762,9	2.909,6	13.105,9	10.792,9	-	552,2
2010	4.694,8	3.700,0	8.394,8	1.125,2	9.520,0	-	7.313,3	3.270,3	13.365,1	11.033,5	-	615,2
2011 II	4.715,7	3.782,4	8.498,1	1.163,4	9.661,5	-	7.543,7	3.061,4	13.466,1	11.195,1	-	840,9
III ^(p)	4.780,6	3.824,4	8.605,1	1.244,0	9.849,1	-	7.701,9	3.123,3	13.511,7	11.275,3	-	980,1
2011 Jun	4.715,7	3.782,4	8.498,1	1.163,4	9.661,5	-	7.543,7	3.061,4	13.466,1	11.195,1	-	840,9
Jul	4.730,1	3.793,7	8.523,7	1.165,0	9.688,7	-	7.619,2	3.064,1	13.494,4	11.216,3	-	889,2
Ago	4.779,5	3.803,3	8.582,8	1.218,3	9.801,1	-	7.685,8	3.112,3	13.521,1	11.262,5	-	952,2
Sep ^(p)	4.780,6	3.824,4	8.605,1	1.244,0	9.849,1	-	7.701,9	3.123,3	13.511,7	11.275,3	-	980,1
Operaciones												
2009	488,7	-368,0	120,7	-160,4	-39,6	-	410,8	306,9	90,1	-14,7	31,2	125,1
2010	194,1	-12,2	181,9	-24,1	157,9	-	248,8	355,1	207,0	204,9	261,8	-82,8
2011 II	9,1	31,9	41,1	13,8	54,9	-	90,8	-26,7	43,2	61,8	69,1	46,1
III ^(p)	57,4	36,7	94,1	87,4	181,5	-	63,2	63,8	50,3	64,2	75,8	64,5
2011 Jun	14,4	-3,6	10,8	-8,3	2,5	-	18,7	-2,2	-12,9	1,9	2,7	40,3
Jul	11,9	9,7	21,7	5,6	27,3	-	31,1	12,4	23,5	10,4	21,5	1,4
Ago	50,9	9,9	60,8	53,3	114,1	-	26,5	35,8	40,3	48,1	50,1	20,3
Sep ^(p)	-5,4	17,1	11,7	28,5	40,1	-	5,7	15,5	-13,6	5,7	4,2	42,9
Tasas de crecimiento												
2009	12,2	-9,0	1,5	-11,9	-0,4	-0,2	6,5	11,8	0,7	-0,1	0,3	125,1
2010	4,3	-0,3	2,2	-2,1	1,7	1,8	3,6	12,1	1,6	1,9	2,4	-82,8
2011 II	1,3	3,7	2,3	-0,9	1,9	2,1	4,7	4,7	2,2	2,5	2,8	137,2
III ^(p)	2,0	3,1	2,5	7,3	3,1	2,6	4,4	5,6	1,6	2,5	2,7	232,8
2011 Jun	1,3	3,7	2,3	-0,9	1,9	2,1	4,7	4,7	2,2	2,5	2,8	137,2
Jul	1,0	3,7	2,2	1,2	2,1	2,3	4,7	4,9	2,0	2,4	2,6	166,1
Ago	1,7	3,2	2,4	5,3	2,7	2,6	4,6	5,4	1,8	2,5	2,7	193,5
Sep ^(p)	2,0	3,1	2,5	7,3	3,1	.	4,4	5,6	1,6	2,5	2,7	232,8

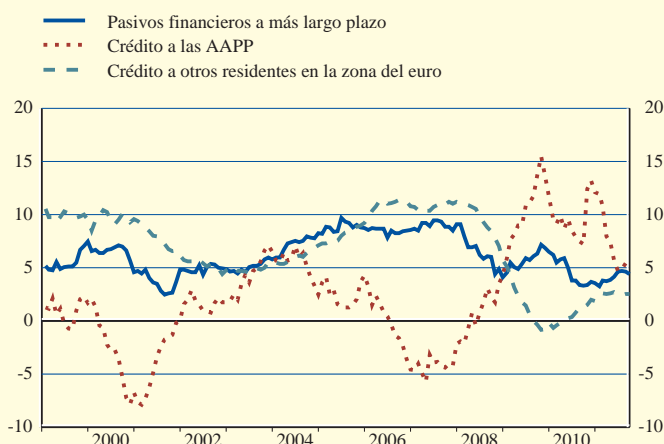
G1 Agregados monetarios ¹⁾

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

2.3 Estadísticas monetarias ¹⁾

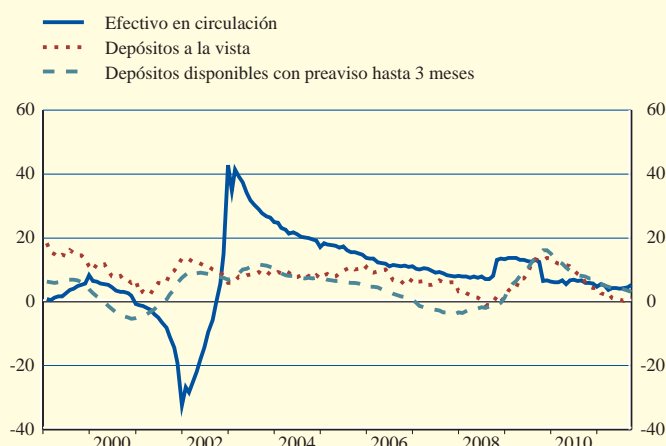
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

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

	Efectivo en circulación	Depósitos a la vista	Depósitos a plazo hasta 2 años	Depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses	Cesiones temporales	Particip. en fondos del mercado monetario	Valores distintos de acciones hasta 2 años	Valores distintos de acciones a más de 2 años	Depósitos disponibles con preaviso superior a 3 meses	Depósitos a plazo a más de 2 años	Capital y reservas
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Saldos vivos											
2009	757,5	3.738,1	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	3.901,2	1.785,1	1.914,9	433,8	570,2	121,2	2.753,6	118,4	2.436,0	2.005,3
2011 II	815,4	3.900,3	1.844,6	1.937,8	441,2	550,6	171,6	2.845,2	119,7	2.494,2	2.084,6
III ^(p)	832,3	3.948,3	1.865,2	1.959,2	508,7	552,7	182,7	2.871,7	119,4	2.529,3	2.181,4
2011 Jun	815,4	3.900,3	1.844,6	1.937,8	441,2	550,6	171,6	2.845,2	119,7	2.494,2	2.084,6
Jul	816,3	3.913,8	1.849,6	1.944,1	455,7	535,1	174,2	2.855,2	120,0	2.496,3	2.147,7
Ago	825,4	3.954,1	1.849,9	1.953,4	499,8	546,4	172,2	2.849,3	119,9	2.510,0	2.206,6
Sep ^(p)	832,3	3.948,3	1.865,2	1.959,2	508,7	552,7	182,7	2.871,7	119,4	2.529,3	2.181,4
Operaciones											
2009	44,3	444,4	-605,2	237,2	-12,6	-13,1	-134,7	78,6	9,0	194,0	129,2
2010	36,0	158,1	-125,1	113,0	95,2	-101,2	-18,1	61,9	-14,1	108,2	92,8
2011 II	12,7	-3,6	18,2	13,8	31,4	-17,5	-0,1	31,8	0,0	17,1	41,9
III ^(p)	16,9	40,5	15,3	21,3	74,5	5,0	8,0	-8,4	-0,3	22,5	49,5
2011 Jun	2,9	11,6	-7,4	3,8	-16,1	-5,3	13,0	5,9	0,2	1,6	11,0
Jul	0,9	11,0	3,5	6,3	19,1	-13,1	-0,4	-5,6	0,3	-2,9	39,3
Ago	9,1	41,7	0,5	9,4	44,3	11,5	-2,5	2,8	-0,1	9,7	14,2
Sep ^(p)	6,9	-12,3	11,4	5,7	11,0	6,6	10,9	-5,6	-0,5	15,7	-4,0
Tasas de crecimiento											
2009	6,2	13,5	-24,2	15,1	-3,5	-1,9	-50,4	3,0	7,3	9,7	7,9
2010	4,8	4,2	-6,6	6,3	28,3	-15,1	-13,4	2,3	-10,7	4,7	5,0
2011 II	4,1	0,7	3,1	4,2	14,0	-12,4	8,4	4,7	-6,3	4,5	5,5
III ^(p)	5,3	1,4	3,1	3,0	31,3	-9,5	13,5	3,4	-2,4	3,1	7,8
2011 Jun	4,1	0,7	3,1	4,2	14,0	-12,4	8,4	4,7	-6,3	4,5	5,5
Jul	4,3	0,3	3,5	3,9	20,1	-12,2	7,1	4,4	-4,6	3,1	7,7
Ago	4,5	1,1	3,0	3,5	31,5	-11,1	6,1	4,4	-3,9	2,8	7,8
Sep ^(p)	5,3	1,4	3,1	3,0	31,3	-9,5	13,5	3,4	-2,4	3,1	7,8

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)

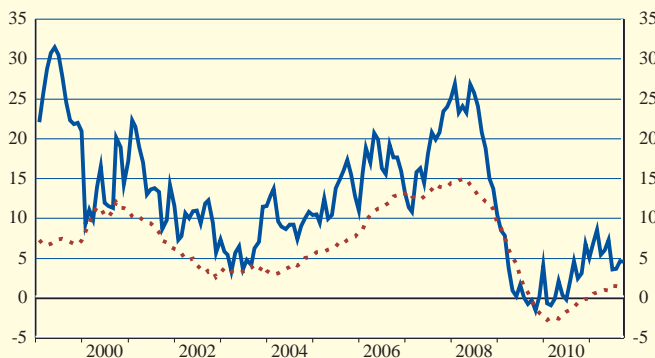
1. Préstamos a intermediarios financieros, sociedades no financieras y hogares

	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	1.112,0	4.667,2	-	1.127,3	899,0	2.640,9	5.159,3	-	639,3	3.701,3	818,7
2011 II	88,8	1.118,4	4.732,5	-	1.175,8	867,3	2.689,4	5.255,4	-	629,4	3.792,8	833,2
III ^(p)	95,0	1.154,0	4.756,1	-	1.173,2	868,9	2.714,0	5.270,2	-	627,9	3.805,9	836,5
2011 Jun	88,8	1.118,4	4.732,5	-	1.175,8	867,3	2.689,4	5.255,4	-	629,4	3.792,8	833,2
Jul	91,0	1.140,9	4.732,7	-	1.168,3	865,9	2.698,5	5.251,7	-	626,4	3.790,7	834,5
Ago	99,1	1.163,4	4.735,3	-	1.168,2	867,8	2.699,3	5.264,6	-	630,1	3.798,5	836,0
Sep ^(p)	95,0	1.154,0	4.756,1	-	1.173,2	868,9	2.714,0	5.270,2	-	627,9	3.805,9	836,5
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	-2,2	45,6	-37,0	-26,2	61,0	147,1	155,8	-7,6	133,7	21,0
2011 II	1,0	3,5	30,3	32,8	30,9	-17,2	16,5	27,0	31,0	-7,1	25,5	8,6
III ^(p)	6,1	28,1	19,4	20,1	-5,1	0,4	24,1	10,8	22,2	-3,1	11,5	2,4
2011 Jun	1,3	-24,8	22,7	23,4	23,9	-11,3	10,1	2,7	2,8	-6,1	6,0	2,8
Jul	2,1	19,4	-4,1	-3,5	-9,1	-2,0	7,0	-7,1	3,5	-3,2	-4,7	0,8
Ago	8,1	21,8	7,1	7,3	1,4	1,3	4,4	11,1	12,9	1,0	9,0	1,1
Sep ^(p)	-4,2	-13,2	16,4	16,3	2,6	1,1	12,7	6,7	5,7	-0,9	7,1	0,5
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	0,0	1,0	-3,1	-2,8	2,4	2,9	3,1	-1,2	3,8	2,7
2011 II	5,7	3,5	1,5	2,4	4,3	-3,7	2,1	3,2	2,9	-1,8	4,3	2,5
III ^(p)	7,4	4,6	1,6	2,2	3,6	-3,8	2,5	2,9	2,6	-1,9	3,9	2,4
2011 Jun	5,7	3,5	1,5	2,4	4,3	-3,7	2,1	3,2	2,9	-1,8	4,3	2,5
Jul	3,8	3,6	1,6	2,2	4,1	-3,5	2,2	3,0	2,7	-2,0	3,9	2,6
Ago	9,8	4,6	1,5	2,1	4,0	-3,5	2,1	2,9	2,7	-2,0	3,9	2,3
Sep ^(p)	7,4	4,6	1,6	2,2	3,6	-3,8	2,5	2,9	2,6	-1,9	3,9	2,4

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

(tasas de crecimiento interanual; datos sin desestacionalizar)

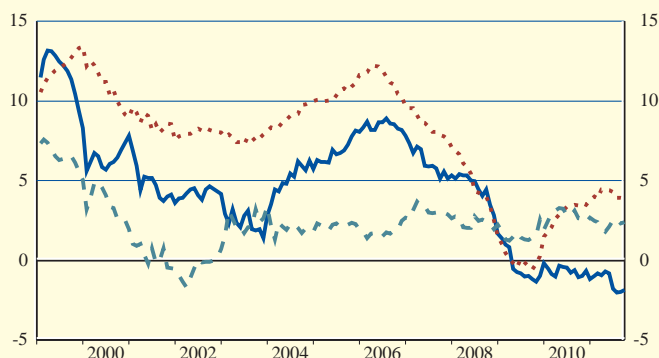
— Otros intermediarios financieros
 Sociedades no financieras



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	
	1	2	3	4	Adquisiciones a entidades de contrapartida central 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	4.667,2	1.120,6	898,6	2.648,0
2011 II	91,1	71,2	5,6	14,2	1.131,2	153,1	601,4	203,6	326,2	4.740,6	1.185,0	868,6	2.687,0
III ^(p)	96,2	76,8	5,2	14,3	1.169,7	178,2	633,3	207,3	329,1	4.750,0	1.171,7	869,2	2.709,1
2011 Jul	93,7	73,7	5,8	14,2	1.143,1	159,2	609,6	204,6	328,9	4.743,6	1.174,3	867,6	2.701,7
Ago	99,7	80,1	5,3	14,2	1.154,6	174,9	618,6	206,5	329,5	4.721,6	1.156,1	866,9	2.698,6
Sep ^(p)	96,2	76,8	5,2	14,3	1.169,7	178,2	633,3	207,3	329,1	4.750,0	1.171,7	869,2	2.709,1
Operaciones													
2010	6,8	10,1	-1,8	-1,5	54,4	-	17,8	7,1	29,5	-2,5	-37,2	-26,2	60,9
2011 II	4,2	4,6	-0,1	-0,3	17,5	15,6	14,9	-5,0	7,6	39,3	39,2	-16,0	16,1
III ^(p)	5,1	5,4	-0,4	0,1	30,9	25,1	28,5	1,4	1,1	5,2	-15,9	-0,6	21,7
2011 Jul	2,5	2,4	0,1	0,0	8,9	6,1	6,5	0,4	1,9	-1,4	-12,4	-1,6	12,6
Ago	6,1	6,5	-0,4	0,0	10,7	15,7	9,4	0,7	0,7	-17,5	-16,7	-1,3	0,4
Sep ^(p)	-3,5	-3,4	-0,1	0,0	11,3	3,3	12,6	0,3	-1,6	24,1	13,2	2,3	8,6
Tasas de crecimiento													
2010	8,4	17,5	-25,4	-9,1	5,0	-	2,9	3,2	10,4	-0,1	-3,2	-2,8	2,4
2011 II	5,7	11,1	3,3	-15,9	3,6	21,2	2,6	-3,2	10,5	1,5	4,2	-3,7	2,1
III ^(p)	7,5	12,1	-6,9	-7,9	4,5	20,1	6,7	-4,5	6,8	1,6	3,7	-3,8	2,5
2011 Jul	3,8	7,6	10,5	-15,2	3,7	18,8	4,1	-3,3	7,7	1,5	4,1	-3,6	2,2
Ago	9,9	16,1	9,6	-16,5	4,7	20,4	6,2	-2,5	6,5	1,5	4,0	-3,5	2,1
Sep ^(p)	7,5	12,1	-6,9	-7,9	4,5	20,1	6,7	-4,5	6,8	1,6	3,7	-3,8	2,5

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	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 II	5.262,5	633,0	141,9	185,3	305,7	3.791,0	14,6	55,2	3.721,2	838,6	404,2	152,1	87,0	599,4
III ^(p)	5.276,1	629,9	140,2	184,9	304,9	3.809,9	14,6	56,6	3.738,7	836,3	405,5	147,9	87,9	600,5
2011 Jul	5.259,8	629,8	140,4	184,3	305,1	3.796,0	14,8	55,6	3.725,6	834,1	403,7	145,3	87,0	601,8
Ago	5.264,9	631,0	141,4	185,4	304,2	3.799,7	14,7	56,0	3.729,0	834,2	405,9	145,6	88,0	600,6
Sep ^(p)	5.276,1	629,9	140,2	184,9	304,9	3.809,9	14,6	56,6	3.738,7	836,3	405,5	147,9	87,9	600,5
Operaciones														
2010	147,5	-7,6	-4,8	-8,8	5,9	134,2	-0,6	-3,7	138,6	20,9	-	-6,9	-4,5	32,3
2011 II	44,1	-0,3	2,5	-2,0	-0,8	29,3	0,5	1,1	27,7	15,1	1,7	5,1	0,2	9,8
III ^(p)	9,5	-4,5	-0,8	-2,3	-1,4	17,3	-0,1	1,2	16,1	-3,2	-1,3	-5,5	-0,8	3,0
2011 Jul	-6,0	-3,3	-1,5	-1,0	-0,8	2,3	0,1	0,5	1,8	-5,0	-1,1	-7,1	-0,1	2,2
Ago	3,3	-1,5	1,1	-0,9	-1,6	5,0	0,0	0,4	4,6	-0,3	0,0	0,0	-0,6	0,3
Sep ^(p)	12,3	0,3	-0,4	-0,3	1,1	9,9	-0,1	0,3	9,7	2,1	-0,3	1,6	-0,1	0,5
Tasas de crecimiento														
2010	3,0	-1,2	-3,5	-4,5	2,0	3,8	-4,2	-6,2	4,0	2,7	-	-4,6	-5,1	5,9
2011 II	3,2	-1,8	-2,6	-5,0	0,6	4,3	0,0	2,6	4,3	2,5	0,4	0,6	-3,3	3,9
III ^(p)	2,9	-1,9	-1,0	-4,3	-0,8	3,9	-2,0	0,5	4,0	2,4	0,0	0,2	-3,7	3,9
2011 Jul	3,0	-2,0	-2,1	-5,6	0,3	3,9	-0,1	2,1	4,0	2,6	0,5	-0,1	-3,5	4,2
Ago	2,9	-2,0	-1,6	-5,3	-0,1	3,9	-1,6	2,6	4,0	2,3	-0,5	0,3	-3,9	3,7
Sep ^(p)	2,9	-1,9	-1,0	-4,3	-0,8	3,9	-2,0	0,5	4,0	2,4	0,0	0,2	-3,7	3,9

Fuente: BCE.

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

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

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

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

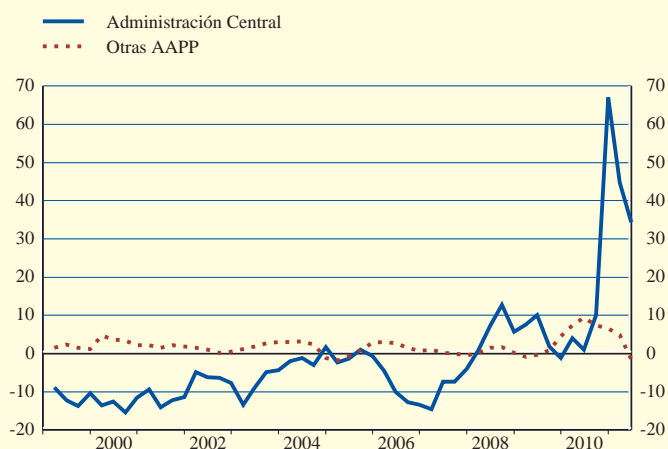
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos sin desestacionalizar; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

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

	AAPP					No residentes en la zona del euro				
	Total	Administración Central	Otras AAPP			Total	Bancos ³⁾	No bancos		
			Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social			Total	AAPP	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2010	1.221,8	397,5	225,2	553,0	46,1	2.963,0	2.010,9	952,1	49,5	902,6
2011 ^(p)	1.147,4	346,4	223,4	555,6	27,0	3.152,4	2.003,8	994,5	60,1	934,4
2010 III	1.075,6	263,8	223,2	544,1	44,5	2.951,5	1.995,5	955,9	51,9	904,1
IV	1.221,8	397,5	225,2	553,0	46,1	2.963,0	2.010,9	952,1	49,5	902,6
2011 I	1.188,8	359,4	229,6	557,8	41,9	2.934,4	1.957,5	976,9	54,5	922,4
II ^(p)	1.152,7	346,4	223,4	555,6	27,0	2.998,3	2.003,8	994,5	60,1	934,4
Operaciones										
2010	207,2	156,3	14,9	24,1	11,9	5,2	9,9	-5,0	0,5	-5,5
2011 ^(p)	-72,1	-47,3	-2,2	2,5	-18,1	174,7	20,0	80,0	13,0	66,9
2010 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	-28,2	-34,3	4,4	4,9	-3,2	55,7	-1,5	57,0	7,0	50,1
II ^(p)	-36,5	-13,0	-6,5	-2,4	-14,9	44,5	21,6	22,9	6,1	16,8
Tasas de crecimiento										
2010	20,6	67,1	7,1	4,6	35,1	0,5	0,6	-0,4	0,4	-0,5
2011 ^(p)	6,2	34,4	-1,1	1,4	-38,7	5,5	0,2	7,0	30,9	5,8
2010 III	8,0	10,0	6,5	5,4	43,9	0,9	1,3	-0,5	1,6	-0,6
IV	20,6	67,1	7,1	4,6	35,1	0,5	0,6	-0,4	0,4	-0,5
2011 I	14,3	44,7	9,6	3,4	0,6	0,5	-0,8	2,2	16,0	1,5
II ^(p)	7,1	34,4	-1,1	1,4	-38,7	2,6	0,2	7,0	30,9	5,8

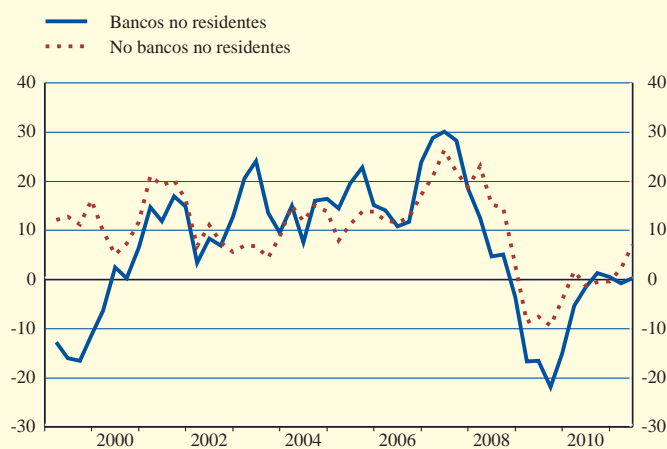
G7 Préstamos a las AAPP ²⁾

(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)}

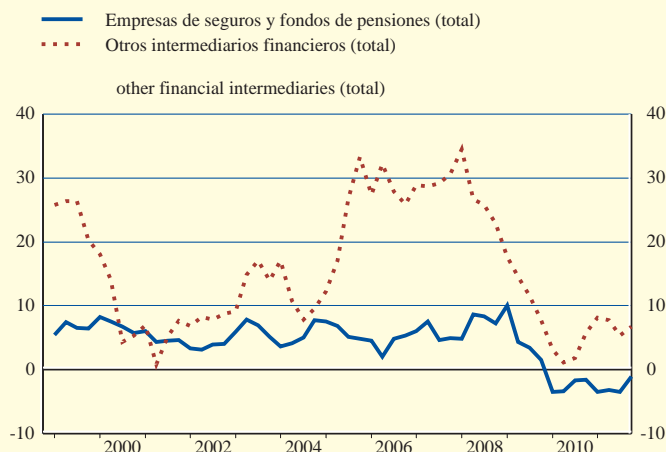
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

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 II	708,6	84,6	77,2	524,0	3,2	0,2	19,3	2.210,2	369,7	291,0	1.152,0	12,5	0,3	384,7	290,4
III ^(p)	721,8	88,5	88,7	520,1	3,6	0,2	20,5	2.306,2	382,3	301,8	1.168,1	11,4	0,5	442,2	339,3
2011 Jun	708,6	84,6	77,2	524,0	3,2	0,2	19,3	2.210,2	369,7	291,0	1.152,0	12,5	0,3	384,7	290,4
Jul	713,8	82,8	81,6	523,4	3,7	0,2	22,1	2.186,3	359,8	294,6	1.148,4	11,6	0,3	371,7	282,3
Ago	727,0	89,0	89,7	523,3	3,7	0,2	21,1	2.247,2	368,2	297,6	1.152,1	11,7	0,5	417,0	315,0
Sep ^(p)	721,8	88,5	88,7	520,1	3,6	0,2	20,5	2.306,2	382,3	301,8	1.168,1	11,4	0,5	442,2	339,3
Operaciones															
2009	-26,8	-1,0	-30,4	6,3	1,1	-0,1	-2,7	55,4	5,5	-93,6	85,8	3,7	0,0	54,0	-
2010	-26,5	-3,4	-8,2	-16,6	0,2	0,0	1,6	155,9	45,2	-38,6	52,8	-8,0	0,4	104,2	-
2011 II	-1,6	1,7	-2,2	-2,7	0,3	0,0	1,3	37,8	-1,8	-8,0	2,6	0,7	-0,3	44,5	49,8
III ^(p)	12,3	3,3	11,2	-3,9	0,4	0,0	1,2	89,8	10,1	9,3	8,5	-1,1	0,2	62,8	49,6
2011 Jun	-5,7	-0,7	-2,3	-1,5	-0,6	0,0	-0,6	-24,4	-0,1	-18,3	-1,2	0,5	0,0	-5,4	2,1
Jul	5,0	-1,9	4,2	-0,6	0,5	0,0	2,8	-25,6	-10,9	3,0	-8,6	-0,9	0,0	-8,3	-8,2
Ago	13,2	6,3	8,0	0,0	0,0	0,0	-1,0	62,8	9,1	3,4	4,5	0,2	0,2	45,4	32,8
Sep ^(p)	-5,9	-1,0	-1,0	-3,3	0,0	0,0	-0,6	52,7	11,9	2,8	12,6	-0,4	0,0	25,7	25,0
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	-	41,1	-
2011 II	-3,5	-5,7	-9,2	-2,2	26,4	-	-6,6	5,3	1,0	0,6	4,7	5,4	-	15,8	32,9
III ^(p)	-1,1	4,3	-1,8	-2,3	28,6	-	7,7	6,7	1,2	-0,7	2,7	2,8	-	33,3	47,7
2011 Jun	-3,5	-5,7	-9,2	-2,2	26,4	-	-6,6	5,3	1,0	0,6	4,7	5,4	-	15,8	32,9
Jul	-2,7	-7,4	-7,8	-2,2	41,0	-	25,5	3,7	-0,2	-1,7	1,7	-0,8	-	19,9	34,7
Ago	-0,7	4,6	-3,2	-1,9	38,3	-	17,4	5,7	0,9	-2,7	1,7	5,0	-	33,9	43,5
Sep ^(p)	-1,1	4,3	-1,8	-2,3	28,6	-	7,7	6,7	1,2	-0,7	2,7	2,8	-	33,3	47,7

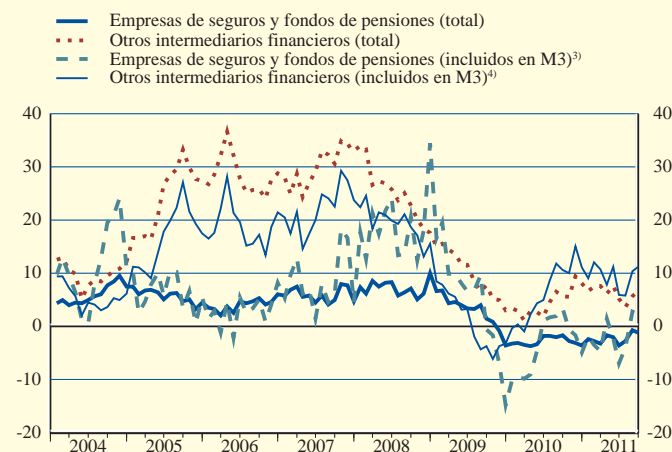
G9 Depósitos totales por sector ²⁾

(tasas de crecimiento interanual)



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

(tasas de crecimiento interanual)



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)}

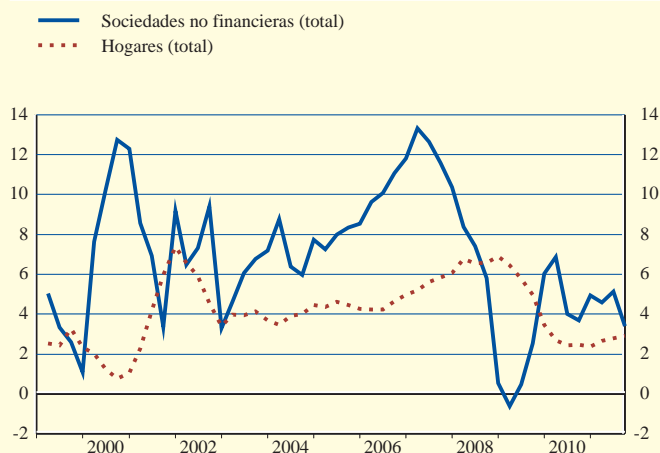
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

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 II	1.658,5	1.011,4	457,0	94,8	77,3	2,0	15,9	5.822,4	2.257,9	904,1	702,0	1.815,6	109,4	33,5
III ^(p)	1.666,8	997,7	475,8	96,7	76,4	1,7	18,5	5.835,7	2.240,5	922,4	708,9	1.820,8	109,0	34,1
2011 Jun	1.658,5	1.011,4	457,0	94,8	77,3	2,0	15,9	5.822,4	2.257,9	904,1	702,0	1.815,6	109,4	33,5
Jul	1.656,2	1.002,1	461,4	95,5	76,5	2,0	18,7	5.844,9	2.261,7	914,0	705,1	1.819,3	109,5	35,4
Ago	1.654,9	994,1	467,1	95,1	77,4	1,8	19,4	5.830,6	2.236,1	919,1	707,0	1.823,7	109,4	35,2
Sep ^(p)	1.666,8	997,7	475,8	96,7	76,4	1,7	18,5	5.835,7	2.240,5	922,4	708,9	1.820,8	109,0	34,1
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 II	11,9	12,4	-5,2	4,0	-0,9	0,0	1,6	55,7	35,2	-2,8	19,5	2,6	-0,9	2,1
III ^(p)	5,0	-17,0	17,2	1,8	-0,9	-0,4	4,2	5,3	-18,5	16,5	2,1	5,1	-0,4	0,5
2011 Jun	4,5	12,7	-3,9	0,6	-0,5	0,1	-4,5	29,2	26,0	-0,9	6,4	-1,3	-0,1	-0,8
Jul	-3,9	-10,4	4,0	0,6	-0,8	0,0	2,7	21,8	3,4	9,6	3,1	3,7	0,1	1,8
Ago	-0,3	-7,3	5,9	-0,4	0,9	-0,2	0,9	-19,4	-25,4	4,7	-2,9	4,4	-0,1	-0,1
Sep ^(p)	9,2	0,7	7,4	1,5	-1,0	-0,1	0,7	2,9	3,5	2,2	1,8	-3,1	-0,4	-1,1
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 II	5,1	1,6	11,8	16,7	2,3	-1,4	6,4	2,8	1,3	-0,2	8,5	4,6	-6,4	10,2
III ^(p)	3,4	0,4	8,5	12,0	-2,6	-18,6	43,1	2,9	1,6	2,4	7,4	3,5	-1,7	8,5
2011 Jun	5,1	1,6	11,8	16,7	2,3	-1,4	6,4	2,8	1,3	-0,2	8,5	4,6	-6,4	10,2
Jul	4,8	1,7	10,1	14,8	-0,2	-4,6	34,8	2,9	1,0	1,4	8,4	4,2	-4,6	12,2
Ago	3,8	0,9	8,6	13,8	-1,7	-15,2	37,4	2,8	1,2	1,9	7,4	3,8	-3,2	10,4
Sep ^(p)	3,4	0,4	8,5	12,0	-2,6	-18,6	43,1	2,9	1,6	2,4	7,4	3,5	-1,7	8,5

G11 Depósitos totales por sector 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.

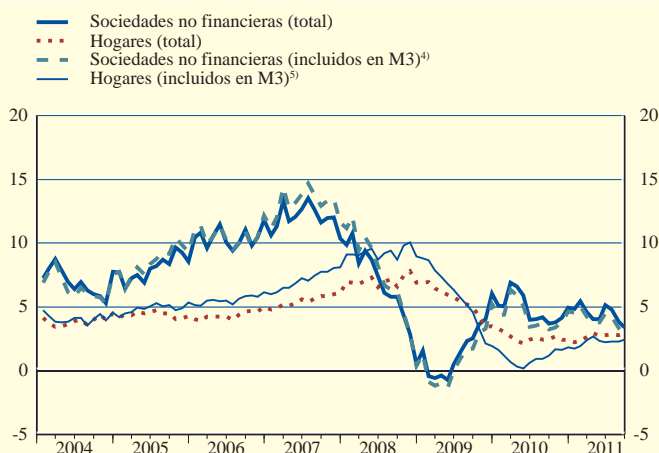
3) Incluye las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.

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)



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

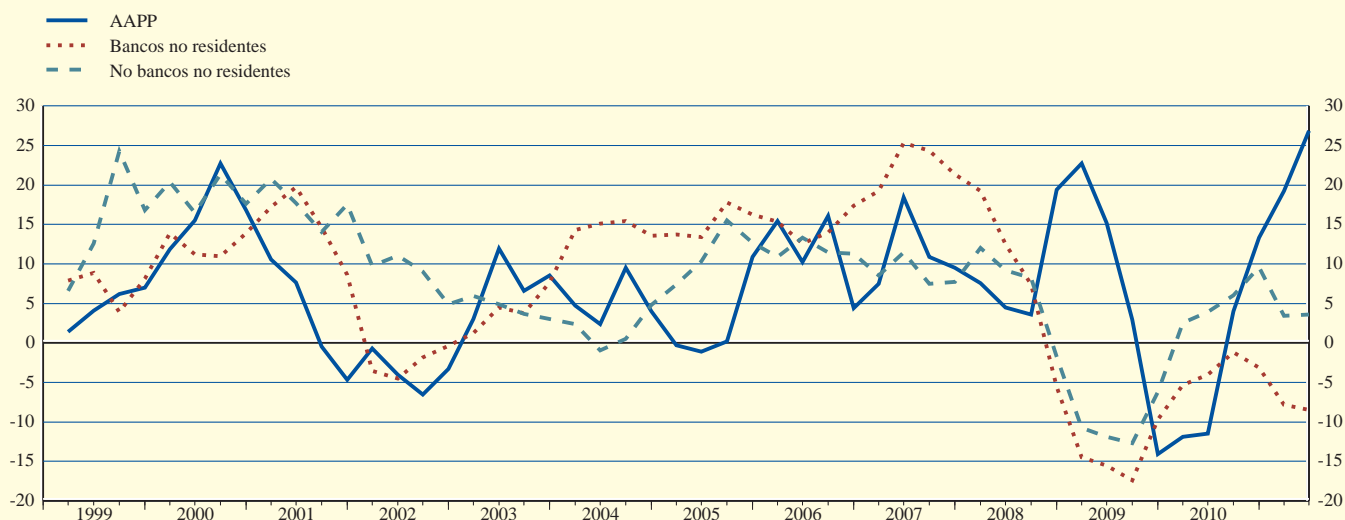
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

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	2.491,9	996,9	45,9	950,9
2011 ^(p)	463,9	210,7	55,0	112,6	87,5	3.335,2	2.295,9	984,5	47,7	936,8
2010 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	2.491,9	996,9	45,9	950,9
2011 I	475,6	235,8	52,3	108,7	78,8	3.314,1	2.346,7	967,4	41,4	925,9
II ^(p)	521,5	266,4	55,0	112,6	87,5	3.280,6	2.295,9	984,5	47,7	936,8
Operaciones										
2010	50,0	47,4	4,3	-4,9	2,9	0,1	-82,5	82,6	7,5	75,1
2011 ^(p)	38,3	18,5	7,4	1,5	12,9	-110,6	-115,3	18,0	2,8	15,2
2010 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	-107,7	5,1	-2,7	7,8
2011 I	50,4	43,4	4,7	-2,4	4,7	-77,5	-73,5	-4,1	-3,6	-0,5
II ^(p)	45,7	30,9	2,7	3,9	8,2	-19,5	-41,8	22,1	6,4	15,7
Tasas de crecimiento										
2010	13,3	32,2	9,9	-4,3	4,1	0,3	-3,2	9,6	12,7	9,3
2011 ^(p)	10,3	21,2	1,2	-2,5	14,0	-5,9	-8,5	3,6	5,0	3,5
2010 III	4,0	10,9	15,0	-9,3	4,2	0,7	-1,2	6,0	14,4	5,5
IV	13,3	32,2	9,9	-4,3	4,1	0,3	-3,2	9,6	12,7	9,3
2011 I	19,2	41,4	4,0	-1,3	9,2	-4,7	-7,8	3,4	-10,5	4,2
II ^(p)	26,8	61,3	1,2	-2,5	14,0	-5,1	-8,5	3,6	5,0	3,5

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.

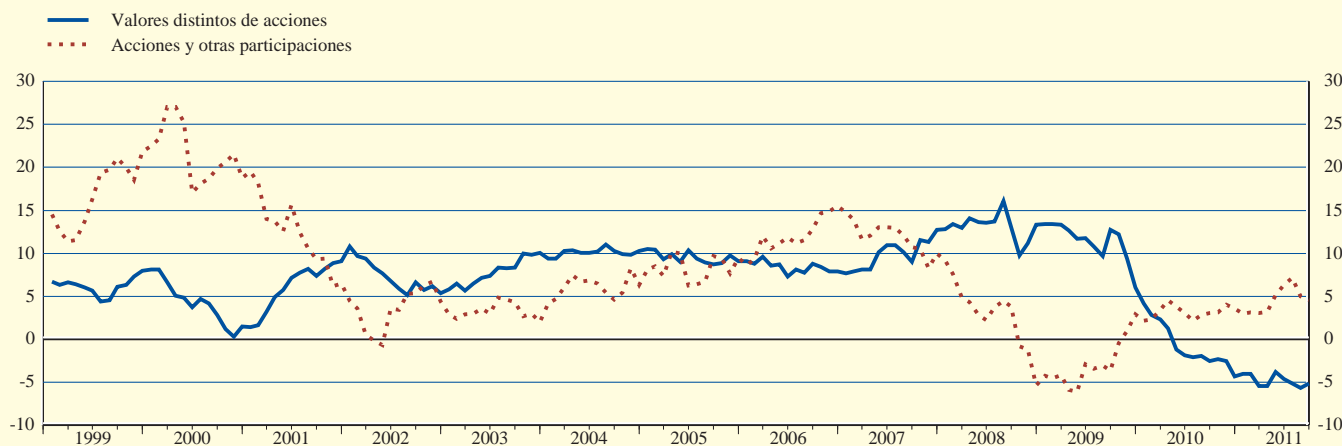
2.6 Detalle de los valores en poder de las IFM ^{1), 2)}

(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	5.993,1	1.778,4	107,4	1.507,7	16,4	1.500,9	27,8	1.054,5	1.535,9	445,3	787,8	302,8
2011 II	5.663,4	1.674,2	90,0	1.437,0	20,7	1.448,4	24,7	968,4	1.563,7	476,0	775,5	312,1
III ^(p)	5.630,7	1.702,1	81,0	1.393,8	23,0	1.432,6	24,9	973,3	1.525,9	484,5	740,7	300,8
2011 Jun	5.663,4	1.674,2	90,0	1.437,0	20,7	1.448,4	24,7	968,4	1.563,7	476,0	775,5	312,1
Jul	5.628,7	1.660,3	89,6	1.417,0	20,6	1.452,6	25,1	963,6	1.560,8	479,4	769,1	312,3
Ago	5.608,1	1.693,1	83,6	1.405,9	23,8	1.441,2	27,3	933,2	1.532,3	478,1	753,2	300,9
Sep ^(p)	5.630,7	1.702,1	81,0	1.393,8	23,0	1.432,6	24,9	973,3	1.525,9	484,5	740,7	300,8
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	-269,3	-167,1	-7,2	42,7	-2,1	10,3	-14,6	-131,3	54,0	27,8	5,2	20,9
2011 II	-30,7	-33,7	5,9	44,6	1,0	-17,5	-3,7	-27,3	62,8	36,8	14,6	11,4
III ^(p)	-51,5	28,7	-11,2	-42,7	1,0	-8,4	-1,2	-17,7	-17,5	12,2	-21,8	-7,9
2011 Jun	-51,9	-21,8	-8,2	28,7	1,5	-22,6	-0,5	-29,1	-4,4	4,5	-7,8	-1,1
Jul	-32,0	-13,0	0,2	-12,4	-0,7	6,0	-0,5	-11,6	3,5	4,7	-1,9	0,6
Ago	-16,3	32,1	-4,5	-19,0	3,5	-8,3	2,7	-22,7	-17,8	0,6	-8,7	-9,7
Sep ^(p)	-3,3	9,7	-6,9	-11,2	-1,8	-6,1	-3,5	16,6	-3,2	6,8	-11,2	1,2
Tasas de crecimiento												
2009	6,0	4,4	17,6	18,7	-16,0	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 II	-4,6	-9,3	7,1	1,1	22,8	-1,9	1,9	-9,5	6,3	9,9	5,6	2,9
III ^(p)	-5,1	-5,4	-6,3	-1,1	28,8	-4,4	-19,1	-11,5	4,6	12,2	1,5	1,0
2011 Jun	-4,6	-9,3	7,1	1,1	22,8	-1,9	1,9	-9,5	6,3	9,9	5,6	2,9
Jul	-5,2	-8,9	13,5	0,4	24,4	-3,5	-1,2	-10,9	7,1	11,5	5,7	4,4
Ago	-5,7	-7,2	-1,7	-0,2	48,5	-4,2	11,1	-14,1	5,0	10,7	3,0	1,5
Sep ^(p)	-5,1	-5,4	-6,3	-1,1	28,8	-4,4	-19,1	-11,5	4,6	12,2	1,5	1,0

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

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

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

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

1. Préstamos, valores distintos de acciones y depósitos

	IFM ³⁾							No IFM						
	Total monedas (saldos vivos)	Euro ⁴⁾	Monedas distintas del euro				Total monedas (saldos vivos)	Euro ⁴⁾	Monedas distintas del euro					
			Total	USD	JPY	CHF			GBP	Total	USD	JPY	CHF	GBP
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	5.515,2	-	-	-	-	-	-	12.247,8	96,0	4,0	2,1	0,2	1,1	0,4
2011 I	5.488,8	-	-	-	-	-	-	12.304,8	96,3	3,7	1,8	0,2	1,1	0,4
II	5.511,3	-	-	-	-	-	-	12.378,1	96,2	3,8	1,8	0,2	1,1	0,4
<i>A no residentes en la zona del euro</i>														
2009	1.914,9	45,8	54,2	29,4	2,7	2,9	12,6	906,8	40,0	60,0	42,1	1,2	3,7	8,0
2010	2.010,9	44,9	55,1	30,7	2,9	3,2	11,6	952,1	39,9	60,1	42,8	1,4	3,7	6,7
2011 I	1.957,5	46,9	53,1	29,9	3,0	3,2	9,7	976,9	40,2	59,8	41,5	1,2	3,4	7,1
II	2.003,8	45,2	54,8	31,9	2,7	3,2	10,0	994,5	41,4	58,6	39,8	1,4	3,6	6,8
Valores distintos de acciones														
<i>Emitidos por residentes en la zona del euro</i>														
2009	2.079,9	94,8	5,2	3,1	0,2	0,3	1,4	2.980,2	98,1	1,9	1,2	0,2	0,1	0,3
2010	1.885,8	94,3	5,7	3,3	0,1	0,3	1,7	3.052,8	98,6	1,4	0,8	0,1	0,1	0,4
2011 I	1.798,3	94,3	5,7	3,2	0,2	0,3	1,7	2.905,9	98,3	1,7	0,9	0,2	0,1	0,4
II	1.764,3	94,9	5,1	2,9	0,1	0,3	1,4	2.930,8	98,4	1,6	0,8	0,1	0,1	0,4
<i>Emitidos por no residentes en la zona del euro</i>														
2009	546,6	55,8	44,2	26,3	0,4	0,5	14,8	601,2	35,0	65,0	38,5	4,2	0,9	15,2
2010	535,1	50,9	49,1	26,1	0,3	0,5	17,2	519,4	32,9	67,1	41,6	3,8	0,8	13,2
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	13,0
II	476,9	54,2	45,8	23,0	0,4	0,6	16,2	491,8	32,8	67,2	40,3	5,2	0,7	12,1
Depósitos														
<i>De residentes en la zona del euro</i>														
2009	6.281,6	92,9	7,1	4,4	0,3	1,2	0,7	10.187,4	97,0	3,0	1,9	0,2	0,1	0,4
2010	5.774,9	92,9	7,1	4,1	0,3	1,3	0,8	10.722,6	97,1	2,9	1,9	0,2	0,1	0,4
2011 I	5.693,4	92,5	7,5	4,3	0,3	1,4	0,8	10.764,0	97,1	2,9	1,9	0,1	0,1	0,4
II	5.692,8	92,5	7,5	4,3	0,2	1,5	0,8	10.921,2	97,1	2,9	1,9	0,1	0,1	0,4
<i>De no residentes en la zona del euro</i>														
2009	2.532,8	49,2	50,8	34,2	1,8	2,2	9,6	836,7	53,5	46,5	31,4	1,1	1,7	7,5
2010	2.491,9	52,1	47,9	31,8	2,2	1,8	8,6	996,9	58,8	41,2	29,3	1,2	1,4	5,1
2011 I	2.346,7	53,5	46,5	30,0	2,1	1,9	8,1	967,4	58,3	41,7	29,5	1,4	1,5	4,4
II	2.295,9	53,4	46,6	29,8	2,2	1,9	8,0	984,5	58,7	41,3	29,3	1,3	1,4	4,5

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
2009	5.168,3	83,3	16,7	8,8	1,6	1,9	2,5
2010	5.082,6	81,6	18,4	9,7	1,8	2,1	2,5
2011 I	5.133,2	82,0	18,0	9,6	1,6	2,0	2,4
II	5.155,8	81,9	18,1	9,6	1,6	2,2	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							
2011 Feb	6.382,2	390,4	2.372,1	2.012,7	878,4	223,5	505,3
Mar	6.338,4	387,3	2.354,8	1.973,7	882,7	221,4	518,5
Abr	6.382,9	391,1	2.357,8	1.991,8	891,7	221,7	528,9
May	6.432,5	391,9	2.404,6	1.992,2	898,9	222,3	522,6
Jun	6.353,2	390,4	2.392,1	1.958,5	887,6	222,3	502,3
Jul	6.402,3	389,4	2.423,8	1.940,0	890,5	222,9	535,7
Ago ^(p)	6.144,0	405,4	2.383,8	1.734,1	837,8	223,6	559,3
Operaciones							
2010 IV	35,9	-11,0	48,2	49,9	16,6	-3,0	-64,8
2011 I	110,2	19,4	25,2	14,8	8,5	2,4	40,0
II	70,4	5,6	43,4	25,8	13,5	3,2	-21,1

2. Pasivo

	Total	Préstamos y depósitos recibidos	Participaciones en fondos de inversión emitidas			Otros pasivos (incluidos derivados financieros)	
			Total	Mantenidas por residentes en la zona del euro			
				Fondos de inversión	Mantenidas por no residentes en la zona del euro		
	1	2	3	4	5	6	7
Saldos vivos							
2011 Feb	6.382,2	124,0	5.823,8	4.519,8	668,1	1.304,0	434,4
Mar	6.338,4	127,1	5.769,9	4.475,9	668,1	1.294,0	441,4
Abr	6.382,9	125,4	5.813,5	4.507,0	677,8	1.306,5	444,1
May	6.432,5	125,2	5.859,8	4.530,5	684,0	1.329,4	447,5
Jun	6.353,2	119,4	5.787,6	4.462,9	673,9	1.324,7	446,3
Jul	6.402,3	119,0	5.811,8	4.456,4	673,9	1.355,4	471,5
Ago ^(p)	6.144,0	124,8	5.532,9	4.257,8	620,9	1.275,1	486,3
Operaciones							
2010 IV	35,9	-11,8	81,1	32,6	15,3	48,6	-33,4
2011 I	110,2	12,0	55,5	25,6	4,1	29,9	42,7
II	70,4	-4,5	77,2	22,6	11,1	54,7	-2,3

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

	Total	Fondos por política de inversión						Fondos por tipo de fondo		Pro memoria: Fondos del mercado monetario
		Fondos de renta fija	Fondos de renta variable	Fondos mixtos	Fondos inmobiliarios	Fondos de inversión libre	Otros fondos	Fondos de capital variable	Fondos de capital fijo	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2011 Ene	5.766,2	1.801,4	1.720,5	1.403,5	264,9	111,3	464,7	5.681,6	84,6	1.090,4
Feb	5.823,8	1.814,2	1.742,1	1.419,1	266,6	112,4	469,4	5.739,1	84,7	1.097,9
Mar	5.769,9	1.799,7	1.707,8	1.410,4	267,3	112,7	471,9	5.685,4	84,4	1.077,4
Abr	5.813,5	1.797,9	1.724,4	1.429,2	268,4	113,3	480,3	5.729,2	84,3	1.070,8
May	5.859,8	1.825,5	1.729,1	1.438,5	270,0	114,5	482,3	5.775,4	84,4	1.090,1
Jun	5.787,6	1.812,6	1.689,1	1.423,9	271,2	112,3	478,4	5.702,1	85,5	1.049,8
Jul	5.811,8	1.837,0	1.671,5	1.427,2	282,7	116,1	477,2	5.725,7	86,0	1.032,6
Ago ^(p)	5.532,9	1.808,0	1.495,5	1.374,5	281,0	114,0	459,8	5.447,9	85,0	1.055,6
Operaciones										
2011 Feb	21,5	10,0	4,1	5,7	0,4	0,7	0,6	21,6	-0,1	8,8
Mar	8,7	4,3	-6,3	2,5	0,6	0,8	6,8	8,7	0,1	-8,7
Abr	41,9	9,9	13,6	13,3	0,8	1,0	3,3	41,7	0,2	6,0
May	27,6	9,7	9,5	5,9	-0,2	-1,0	3,6	27,9	-0,3	7,9
Jun	7,7	2,0	2,1	0,8	2,8	-0,5	0,5	5,8	2,0	-34,7
Jul	25,2	8,9	1,9	0,9	11,3	2,3	-0,1	24,7	0,6	-22,3
Ago ^(p)	-52,2	-15,2	-23,9	-10,9	0,3	-0,3	-2,3	-52,1	0,0	28,0

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 III	2.345,7	1.471,5	385,4	721,8	193,5	6,4	164,3	874,2	242,6	330,9	16,3
IV	2.369,3	1.432,6	375,5	692,0	193,9	6,1	165,1	936,7	247,0	365,8	16,1
2011 I	2.354,8	1.430,3	383,4	675,7	200,1	5,5	165,7	924,5	246,4	354,5	14,1
II ^(p)	2.392,1	1.429,6	386,3	671,4	196,2	5,9	169,9	962,5	252,1	364,3	17,8
Operaciones											
2010 IV	48,2	-7,1	-3,3	-8,2	0,7	-0,2	3,8	55,3	6,4	30,0	-1,9
2011 I	25,2	10,7	9,4	-8,3	7,8	0,0	1,9	14,5	1,9	2,4	-1,0
II ^(p)	43,4	-1,0	1,4	-3,5	-1,7	0,5	2,3	42,7	8,1	13,6	3,6

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 III	1.792,3	711,8	80,2	-	36,4	24,2	571,0	1.080,4	153,2	314,7	67,3
IV	1.987,7	751,2	77,8	-	39,5	25,2	608,7	1.236,5	171,4	355,8	83,8
2011 I	1.973,7	782,7	89,2	-	41,7	26,1	625,6	1.191,0	167,2	365,2	71,1
II ^(p)	1.958,5	773,8	84,1	-	41,2	26,1	622,3	1.184,7	166,4	362,3	77,4
Operaciones											
2010 IV	49,9	4,9	4,5	-	1,7	-0,6	-0,7	45,0	5,1	3,4	6,6
2011 I	14,8	11,5	5,5	-	2,3	-0,9	4,6	3,3	-0,5	16,0	-3,9
II ^(p)	25,8	-0,8	-1,1	-	1,3	0,4	-1,4	26,6	2,8	8,0	7,3

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 III	831,1	707,1	77,1	-	630,0	-	-	124,0	21,4	34,8	0,4
IV	875,3	740,2	76,0	-	664,1	-	-	135,1	23,8	38,6	0,6
2011 I	882,7	746,1	78,0	-	668,1	-	-	136,6	22,6	41,7	0,5
II ^(p)	887,6	753,1	79,2	-	673,9	-	-	134,5	22,1	42,5	0,5
Operaciones											
2010 IV	16,6	13,4	-1,9	-	15,3	-	-	3,2	0,5	1,4	0,1
2011 I	8,5	6,1	2,1	-	4,1	-	-	2,3	-0,9	3,3	-0,1
II ^(p)	13,5	12,2	1,0	-	11,1	-	-	1,3	0,3	1,1	0,0

Fuente: BCE.

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

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

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

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

1. Activo

	Total	Depósitos y préstamos	Préstamos titulizados							Valores distintos de acciones	Otros activos titulizados	Acciones y otras participaciones	Otros activos
			Total	Originados en la zona del euro				Originados fuera de la zona del euro					
				IFM	Otros intermediarios financieros, empresas de seguros y fondos de pensiones	Sociedades no financieras	Administraciones Públicas						
									No dados de baja en el balance de las IFM ¹⁾				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Saldos vivos													
2010 I	2.290,8	358,3	1.440,7	1.135,4	559,3	137,6	25,0	7,3	135,4	280,4	99,3	43,5	68,6
II	2.285,6	363,1	1.437,2	1.131,6	570,6	140,5	24,7	6,4	133,8	278,7	101,3	41,1	64,2
III	2.284,8	350,1	1.467,2	1.173,9	582,4	133,8	24,6	6,4	128,6	260,2	100,3	41,4	65,7
IV	2.350,0	373,4	1.522,1	1.238,2	606,4	125,0	22,7	6,0	130,2	251,6	92,5	41,9	68,6
2011 I	2.254,7	352,8	1.482,7	1.194,3	595,3	131,8	23,0	5,9	127,6	240,3	89,0	36,8	53,1
II	2.206,0	337,4	1.458,8	1.173,5	585,3	136,0	21,9	5,2	122,1	232,0	89,3	36,4	52,1
Operaciones													
2010 II	-21,7	1,4	-13,0	-12,5	-	2,4	-0,9	-0,4	-1,6	-2,0	1,0	-3,2	-5,9
III	-3,9	-12,2	24,2	33,0	-	-2,1	-0,6	-0,1	-6,1	-16,5	-0,5	0,4	0,7
IV	44,8	24,5	24,4	30,1	-	-4,7	-2,1	-0,4	1,4	-5,5	-0,9	-0,6	3,0
2011 I	-92,2	-23,2	-36,2	-44,2	-	9,1	0,6	0,0	-1,8	-10,1	-2,4	-4,9	-15,3
II	-56,7	-12,3	-26,8	-23,1	-	2,5	-0,9	-0,3	-5,0	-9,4	0,0	0,0	-8,2

2. Pasivo

	Total	Préstamos y depósitos recibidos	Valores distintos de acciones emitidos			Capital y reservas	Otros pasivos
			Total	Hasta 2 años	A más de 2 años		
1	2	3	4	5	6	7	
Saldos vivos							
2010 I	2.290,8	99,1	1.982,6	96,0	1.886,6	48,4	160,7
II	2.285,6	107,6	1.960,8	91,1	1.869,7	45,0	172,2
III	2.284,8	119,9	1.946,7	86,5	1.860,2	43,2	175,0
IV	2.350,0	134,3	1.969,9	93,5	1.876,4	42,6	203,2
2011 I	2.254,7	133,1	1.886,5	83,9	1.802,6	37,7	197,4
II	2.206,0	132,7	1.845,0	83,2	1.761,8	35,5	192,8
Operaciones							
2010 II	-21,7	6,0	-23,0	-5,1	-17,9	-2,8	-1,9
III	-3,9	11,6	-10,3	-4,2	-6,1	-0,1	-5,1
IV	44,8	15,9	23,9	5,7	18,3	-2,1	7,1
2011 I	-92,2	-0,9	-79,0	-9,9	-69,1	-4,5	-7,8
II	-56,7	-0,1	-48,6	-5,2	-43,4	-0,8	-7,2

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

	Préstamos titulizados originados en IFM de la zona del euro							Valores distintos de acciones					
	Total	Sector prestatario de la zona del euro					Sector prestatario fuera de la zona del euro	Total	Residentes en la zona del euro			No residentes en la zona del euro	
		Hogares	Sociedades no financieras	Otros intermediarios financieros	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Administraciones Públicas			Total	IFM	No IFM		
													Sociedades instrumentales
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Saldos vivos													
2010 I	1.135,4	820,3	215,0	20,3	14,8	7,6	57,3	280,4	151,3	47,9	103,5	41,1	129,0
II	1.131,6	812,7	216,1	19,6	14,7	7,6	61,0	278,7	149,1	50,5	98,7	44,8	129,6
III	1.173,9	828,9	221,4	18,4	15,0	7,0	83,2	260,2	140,6	47,4	93,2	37,4	119,6
IV	1.238,2	853,2	251,4	17,4	15,2	7,1	94,0	251,6	131,7	45,6	86,1	35,6	119,9
2011 I	1.194,3	804,3	250,9	17,1	15,4	7,2	99,4	240,3	125,6	42,4	83,2	36,1	114,7
II	1.173,5	784,9	251,6	18,2	15,4	9,8	93,7	232,0	124,7	43,0	81,8	35,2	107,2
Operaciones													
2010 II	-12,5	-11,9	-3,5	0,0	-0,1	0,0	3,0	-2,0	2,9	-0,2	3,1	3,0	-4,8
III	33,0	10,1	1,2	-0,8	0,2	-0,6	22,9	-16,5	-10,0	-2,5	-7,5	-6,9	-6,5
IV	30,1	16,5	14,0	-1,6	-0,2	0,1	1,4	-5,5	-5,3	-1,1	-4,2	-2,2	-0,2
2011 I	-44,2	-52,5	3,4	-0,5	0,0	0,0	5,3	-10,1	-6,0	-3,2	-2,8	-0,3	-4,1
II	-23,1	-22,1	0,5	0,6	-0,2	2,6	-4,4	-9,4	-0,5	-0,4	-0,1	-1,1	-8,9

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 III	6.266,6	762,9	458,8	2.281,6	932,8	1.187,7	87,5	251,1	149,3	154,8
IV	6.158,6	800,7	478,6	2.292,9	819,2	1.088,2	93,9	245,7	184,8	154,5
2009 I	6.188,2	797,2	493,7	2.361,0	785,7	1.071,9	101,6	244,1	176,2	156,7
II	6.330,2	782,8	487,7	2.384,4	819,0	1.200,4	89,7	248,6	162,1	155,4
III	6.517,6	784,2	483,4	2.424,9	792,6	1.377,5	86,1	252,0	163,2	153,9
IV	6.642,6	786,9	477,9	2.462,8	804,4	1.456,8	86,5	256,2	158,1	152,9
2010 I	6.864,5	784,5	486,3	2.575,8	815,4	1.534,2	83,5	266,9	169,4	148,5
II	6.891,0	785,5	488,9	2.613,5	792,8	1.518,5	79,9	271,6	190,2	150,2
III	7.060,0	783,2	498,0	2.698,8	807,5	1.559,8	75,4	272,2	215,1	150,0
IV	6.977,5	774,1	500,9	2.642,2	823,1	1.579,3	65,4	269,0	171,9	151,5
2011 I	7.048,4	775,1	499,7	2.676,4	826,8	1.602,1	63,5	277,8	172,8	154,2
II	7.085,5	778,2	505,1	2.688,3	834,2	1.607,6	66,7	275,4	175,8	154,3

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 III	2.281,6	1.851,3	517,9	975,2	215,2	9,1	134,0	430,3
IV	2.292,9	1.874,6	505,9	1.013,9	207,0	11,4	136,4	418,3
2009 I	2.361,0	1.939,4	531,1	1.040,5	218,3	13,5	136,1	421,6
II	2.384,4	1.987,6	541,7	1.060,7	231,2	15,0	139,0	396,8
III	2.424,9	2.021,6	552,6	1.086,6	229,4	15,1	137,8	403,2
IV	2.462,8	2.053,6	543,7	1.114,3	239,4	16,7	139,5	409,2
2010 I	2.575,8	2.157,9	578,5	1.184,6	231,8	16,2	146,9	417,9
II	2.613,5	2.190,3	581,7	1.196,7	244,4	16,6	150,9	423,1
III	2.698,8	2.271,6	593,4	1.242,2	264,1	19,5	152,4	427,2
IV	2.642,2	2.218,7	594,3	1.215,0	236,2	17,7	155,5	423,5
2011 I	2.676,4	2.260,3	617,2	1.208,7	262,0	19,0	153,5	416,1
II	2.688,3	2.263,6	636,9	1.227,6	223,5	16,0	159,6	424,7

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 III	6.177,2	331,4	29,7	475,0	5.190,2	2.938,1	1.410,5	841,6	151,0	89,4
IV	6.123,7	348,8	31,7	422,1	5.178,6	2.909,2	1.445,8	823,6	142,6	34,9
2009 I	6.129,8	347,8	31,8	378,6	5.228,6	2.927,5	1.460,2	841,0	142,9	58,4
II	6.215,9	321,6	33,1	395,1	5.325,5	3.005,5	1.477,4	842,6	140,6	114,3
III	6.363,7	303,8	36,1	440,0	5.438,6	3.094,8	1.501,7	842,2	145,1	153,9
IV	6.441,3	284,6	39,5	436,2	5.527,8	3.168,6	1.519,8	839,3	153,3	201,3
2010 I	6.620,1	293,6	39,5	454,0	5.675,5	3.255,5	1.560,2	859,8	157,5	244,4
II	6.655,6	298,9	40,9	425,1	5.730,6	3.280,6	1.589,1	860,9	160,0	235,4
III	6.765,4	315,0	39,8	431,6	5.823,8	3.337,6	1.629,5	856,6	155,2	294,6
IV	6.802,9	283,9	42,3	439,0	5.887,7	3.380,3	1.651,3	856,0	150,1	174,6
2011 I	6.907,4	304,2	40,1	455,6	5.957,3	3.412,8	1.664,5	880,0	150,2	140,9
II	6.934,8	304,4	42,7	449,3	5.987,6	3.438,6	1.670,7	878,3	150,8	150,7

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 II						
Cuenta de intercambios exteriores						
Exportaciones de bienes y servicios						569
<i>Balanza comercial</i> ¹⁾						-10
Cuenta de explotación						
Valor añadido bruto (precios básicos)						
Impuestos menos subvenciones sobre los productos						
Producto interior bruto (precios de mercado)						
Remuneración de los asalariados	1.168	119	741	57	250	
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción	31	4	19	3	4	
Consumo de capital fijo	363	95	208	11	49	
<i>Excedente neto de explotación y renta mixta</i> ¹⁾	550	283	231	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	982	39	489	382	73	123
Intereses	396	36	71	215	73	53
Otras rentas de la propiedad	587	2	417	167	0	70
<i>Renta nacional neta</i> ¹⁾	1.977	1.711	-11	51	226	
Cuenta de distribución secundaria de la renta						
Renta nacional neta						
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	276	215	47	13	0	5
Cotizaciones sociales	429	429				1
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	454	1	18	34	402	1
Otras transferencias corrientes	188	70	25	47	46	9
Primas netas de seguros no vida	44	33	10	1	1	1
Indemnizaciones de seguros no vida	45			45		1
Otras	99	37	15	1	45	7
<i>Renta disponible neta</i> ¹⁾	1.957	1.535	-69	53	439	
Cuenta de utilización de la renta						
Renta disponible neta						
Gasto en consumo final	1.867	1.360			507	
Gasto en consumo individual	1.673	1.360			313	
Gasto en consumo colectivo	194				194	
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⁾	91	189	-70	39	-68	18
Cuenta de capital						
Ahorro neto / cuenta de operaciones corrientes con el exterior						
Formación bruta de capital	472	143	261	12	56	
Formación bruta de capital fijo	472	143	261	12	56	
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos	0	1	-1	0	0	
Consumo de capital fijo						
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos	0	-2	1	0	0	0
Transferencias de capital	32	9	1	2	20	4
Impuestos sobre el capital	6	6	1	0	0	0
Otras transferencias de capital	26	3	0	2	20	4
<i>Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital)</i> ¹⁾	-17	143	-109	36	-87	17
Discrepancia estadística	0	-21	21	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 II						
Cuenta de intercambios exteriores						
Importaciones de bienes y servicios						559
<i>Balanza comercial</i>						
Cuenta de explotación						
Valor añadido bruto (precios básicos)	2.113	502	1.200	108	303	
Impuestos menos subvenciones sobre los productos	236					
Producto interior bruto (precios de mercado) ²⁾	2.349					
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	550	283	231	36	0	
Remuneración de los asalariados	1.170	1.170				3
Impuestos menos subvenciones sobre la producción	267				267	0
Rentas de la propiedad	971	296	247	396	32	134
Intereses	385	60	45	272	8	63
Otras rentas de la propiedad	586	236	202	124	24	71
<i>Renta nacional neta</i>						
Cuenta de distribución secundaria de la renta						
Renta nacional neta	1.977	1.711	-11	51	226	
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	280				280	1
Cotizaciones sociales	429	1	18	49	361	1
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	452	452				3
Otras transferencias corrientes	166	87	13	46	19	30
Primas netas de seguros no vida	45			45		1
Indemnizaciones de seguros no vida	44	34	8	1	0	2
Otras	77	53	5	0	19	28
<i>Renta disponible neta</i>						
Cuenta de utilización de la renta						
Renta disponible neta	1.957	1.535	-69	53	439	
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	91	189	-70	39	-68	18
Formación bruta de capital						
Formación bruta de capital fijo						
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos						
Consumo de capital fijo	363	95	208	11	49	
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos						
Transferencias de capital	33	9	16	1	7	3
Impuestos sobre el capital	6				6	0
Otras transferencias de capital	27	9	16	1	1	3
<i>Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital)</i>						
Díscrpencia estadística						

Fuentes: BCE y Eurostat.

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

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

(mm de euros)

Activos	Zona del euro	Hogares	Sociedades no financieras	IFM	Otros intermediarios financieros	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Administraciones Públicas	Resto del mundo
2011 II								
Balance al principio del período, activos financieros								
Total activos financieros		18.863	16.850	31.958	15.222	6.795	3.709	16.575
Oro monetario y derechos especiales de giro (DEG)				403				
Efectivo y depósitos		6.636	1.887	8.974	2.318	810	715	3.600
Valores distintos de acciones a corto plazo		59	80	515	326	43	34	680
Valores distintos de acciones a largo plazo		1.358	235	6.023	2.397	2.652	448	3.624
Préstamos		79	3.069	13.342	3.556	469	521	1.853
<i>de los cuales: a largo plazo</i>		59	1.762	10.255	2.539	348	461	.
Acciones y otras participaciones		4.487	7.876	1.863	6.324	2.427	1.326	6.080
Acciones cotizadas		831	1.418	343	2.153	563	267	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		2.289	6.048	1.215	3.208	292	890	.
Participaciones en fondos de inversión		1.366	410	305	964	1.572	169	.
Reservas técnicas de seguro		5.783	180	3	0	242	4	230
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		461	3.524	837	300	151	661	508
<i>Patrimonio financiero neto</i>								
Cuenta financiera, activos financieros								
Total de operaciones de activos financieros		152	133	281	138	2	120	217
Oro monetario y DEG				0				0
Efectivo y depósitos		72	3	95	52	1	76	-11
Valores distintos de acciones a corto plazo		-5	-5	-27	-2	0	-2	14
Valores distintos de acciones a largo plazo		22	-2	21	-1	8	-2	182
Préstamos		1	55	90	56	3	19	18
<i>de los cuales: a largo plazo</i>		0	31	60	38	4	-3	.
Acciones y otras participaciones		-1	105	41	46	-5	-1	14
Acciones cotizadas		0	23	29	9	-2	1	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		8	66	12	5	1	-2	.
Participaciones en fondos de inversión por operaciones		-9	15	1	31	-4	0	.
Reservas técnicas de seguro		39	-1	0	0	-6	0	-1
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		25	-21	61	-14	1	30	2
<i>Variaciones del patrimonio financiero neto derivadas de operaciones</i>								
Cuenta de otras variaciones de activos financieros								
Total de otras variaciones de activos financieros		-70	-61	-28	-26	26	-18	7
Oro monetario y DEG				10				
Efectivo y depósitos		0	-6	46	0	-1	0	-16
Valores distintos de acciones a corto plazo		-3	-1	-18	-8	0	0	11
Valores distintos de acciones a largo plazo		0	1	-61	-2	7	-5	59
Préstamos		0	1	-1	-17	0	0	4
<i>de los cuales: a largo plazo</i>		0	-1	1	-6	0	0	.
Acciones y otras participaciones		-75	-75	-5	8	20	-13	-45
Acciones cotizadas		-15	-22	-5	-15	-4	-6	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		-57	-28	6	27	-3	-6	.
Participaciones en fondos de inversión		-3	-26	-6	-4	27	0	.
Reservas técnicas de seguro		-2	0	0	0	-3	0	5
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		10	20	1	-6	3	0	-11
<i>Otras variaciones del patrimonio financiero neto</i>								
Balance al final del período, activos financieros								
Total activos financieros		18.944	16.923	32.212	15.333	6.823	3.811	16.799
Oro monetario y DEG				412				
Efectivo y depósitos		6.708	1.885	9.115	2.370	811	792	3.573
Valores distintos de acciones a corto plazo		51	74	470	316	43	32	704
Valores distintos de acciones a largo plazo		1.379	233	5.982	2.394	2.667	441	3.866
Préstamos		80	3.124	13.431	3.595	471	540	1.874
<i>de los cuales: a largo plazo</i>		59	1.791	10.316	2.570	352	458	.
Acciones y otras participaciones		4.411	7.905	1.899	6.378	2.443	1.312	6.049
Acciones cotizadas		817	1.420	367	2.146	557	262	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		2.240	6.086	1.233	3.240	291	882	.
Participaciones en fondos de inversión		1.354	400	299	992	1.595	168	.
Reservas técnicas de seguro		5.820	179	3	0	233	4	234
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		495	3.523	899	280	155	691	499
<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
Balance al principio del período, pasivos								
Pasivos totales		6.689	26.635	31.064	14.601	6.877	9.027	14.676
Oro monetario y derechos especiales de giro (DEG)								
Efectivo y depósitos			31	22.055	24	0	255	2.575
Valores distintos de acciones a corto plazo			81	653	71	0	677	255
Valores distintos de acciones a largo plazo			784	4.481	2.739	30	5.876	2.826
Préstamos		6.094	8.472		3.310	270	1.706	3.035
<i>de los cuales: a largo plazo</i>		5.740	6.010		1.836	119	1.378	.
Acciones y otras participaciones		7	13.369	2.635	8.356	436	6	5.574
Acciones cotizadas			3.923	490	253	130	0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		7	9.446	1.068	2.528	305	6	.
Participaciones en fondos de inversión				1.077	5.576			.
Reservas técnicas de seguro		35	336	68	1	6.002	1	.
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		553	3.562	1.171	100	139	507	410
<i>Patrimonio financiero neto ¹⁾</i>	-1.496	12.174	-9.785	895	620	-82	-5.318	
Cuenta financiera, pasivos								
Total de operaciones de pasivos		30	221	253	116	16	207	200
Oro monetario y DEG								
Efectivo y depósitos			0	242	-3	0	3	47
Valores distintos de acciones a corto plazo			1	-30	7	0	-5	-3
Valores distintos de acciones a largo plazo			9	43	-3	2	152	25
Préstamos		45	95		48	3	-4	54
<i>de los cuales: a largo plazo</i>		38	54		29	1	26	.
Acciones y otras participaciones		0	62	3	68	-2	0	68
Acciones cotizadas			10	18	6	0	0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		0	52	5	7	-2	0	.
Participaciones en fondos de inversión				-21	54			.
Reservas técnicas de seguro		0	0	0	0	30	0	.
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		-15	53	-6	-1	-18	61	9
<i>Variaciones del patrimonio financiero neto ¹⁾</i>	-17	122	-88	29	22	-14	-87	17
Cuenta de otras variaciones de pasivos								
Total de otras variaciones de pasivos		-1	-59	12	0	7	-49	-91
Oro monetario y DEG								
Efectivo y depósitos			0	13	0	0	0	12
Valores distintos de acciones a corto plazo			0	0	0	0	-1	-18
Valores distintos de acciones a largo plazo			5	15	12	0	-32	-4
Préstamos		1	2		-4	0	0	-13
<i>de los cuales: a largo plazo</i>		4	3		-1	0	0	.
Acciones y otras participaciones		0	-76	-15	-31	-13	0	-50
Acciones cotizadas			-19	-19	-9	-8	0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		0	-57	11	19	-5	0	.
Participaciones en fondos de inversión				-7	-42			.
Reservas técnicas de seguro		0	0	0	0	0	0	.
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		-1	10	-1	23	20	-16	-18
<i>Otras variaciones del patrimonio financiero neto ¹⁾</i>	-88	-70	-2	-40	-26	19	31	97
Balance al final del período, pasivos								
Total activos financieros		6.719	26.798	31.328	14.717	6.900	9.186	14.786
Oro monetario y DEG								
Efectivo y depósitos			30	22.309	21	0	258	2.634
Valores distintos de acciones a corto plazo			83	623	79	0	671	234
Valores distintos de acciones a largo plazo			799	4.539	2.748	33	5.996	2.847
Préstamos		6.141	8.569		3.354	273	1.702	3.077
<i>de los cuales: a largo plazo</i>		5.782	6.067		1.864	120	1.404	.
Acciones y otras participaciones		7	13.356	2.623	8.392	421	6	5.592
Acciones cotizadas			3.914	489	250	122	0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		7	9.442	1.084	2.554	298	6	.
Participaciones en fondos de inversión				1.050	5.588			.
Reservas técnicas de seguro		35	336	69	1	6.032	1	.
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		536	3.625	1.164	123	141	552	401
<i>Patrimonio financiero neto ¹⁾</i>	-1.601	12.226	-9.874	884	616	-77	-5.375	

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 III- 2010 II	2009 IV- 2010 III	2010 I- 2010 IV	2010 II- 2011 I	2010 III- 2011 II
Cuenta de explotación								
Valor añadido bruto (precios básicos)								
Impuestos menos subvenciones sobre los productos								
Producto interior bruto (precios de mercado)								
Remuneración de los asalariados	4.280	4.462	4.442	4.458	4.472	4.492	4.523	4.557
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción	99	94	85	84	88	83	84	89
Consumo de capital fijo	1.294	1.360	1.385	1.398	1.407	1.417	1.427	1.437
<i>Excedente neto de explotación y renta mixta</i> ¹⁾	2.393	2.358	2.111	2.159	2.179	2.207	2.234	2.249
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	3.678	3.925	2.957	2.762	2.763	2.808	2.847	2.917
Intereses	2.129	2.378	1.603	1.424	1.404	1.415	1.440	1.483
Otras rentas de la propiedad	1.549	1.547	1.354	1.338	1.359	1.393	1.407	1.434
<i>Renta nacional neta</i> ¹⁾	7.771	7.806	7.525	7.614	7.672	7.725	7.794	7.860
Cuenta de distribución secundaria de la renta								
Renta nacional neta								
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	1.136	1.145	1.028	1.036	1.042	1.053	1.070	1.077
Cotizaciones sociales	1.597	1.670	1.675	1.682	1.688	1.699	1.708	1.718
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	1.585	1.656	1.772	1.803	1.811	1.819	1.823	1.828
Otras transferencias corrientes	741	774	779	780	781	774	774	776
Primas netas de seguros no vida	183	188	182	181	180	180	178	178
Derechos de seguros no vida	184	189	183	182	181	181	179	179
Otras	374	397	414	417	420	414	416	419
<i>Renta disponible neta</i> ¹⁾	7.678	7.704	7.416	7.500	7.554	7.610	7.679	7.747
Cuenta de utilización de la renta								
Renta disponible neta								
Gasto en consumo final	6.892	7.145	7.145	7.219	7.264	7.308	7.355	7.401
Gasto en consumo individual	6.192	6.407	6.374	6.446	6.490	6.534	6.580	6.625
Gasto en consumo colectivo	700	738	771	774	774	773	775	776
Ajuste por variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones	61	69	61	57	56	55	54	55
<i>Ahorro neto</i> ¹⁾	786	559	270	280	291	303	324	346
Cuenta de capital								
Ahorro neto								
Formación bruta de capital	2.055	2.059	1.707	1.730	1.759	1.785	1.836	1.858
Formación bruta de capital fijo	1.978	1.998	1.752	1.738	1.749	1.762	1.788	1.802
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos	76	62	-44	-9	10	23	48	56
Consumo de capital fijo								
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos	-1	1	1	2	2	1	1	1
Transferencias de capital	153	152	185	186	220	227	215	207
Impuestos sobre el capital	24	24	34	30	30	25	26	25
Otras transferencias de capital	129	128	151	156	190	202	190	182
<i>Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital)</i> ¹⁾	40	-132	-43	-41	-50	-55	-74	-65

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 III- 2010 II	2009 IV- 2010 III	2010 I- 2010 IV	2010 II- 2011 I	2010 III- 2011 II
Cuenta de explotación								
Valor añadido bruto (precios básicos)	8.066	8.274	8.024	8.099	8.147	8.199	8.268	8.331
Impuestos menos subvenciones sobre los productos	961	947	895	915	933	941	957	959
Producto interior bruto (precios de mercado) ²⁾	9.027	9.221	8.919	9.014	9.080	9.140	9.225	9.290
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	2.393	2.358	2.111	2.159	2.179	2.207	2.234	2.249
Remuneración de los asalariados	4.287	4.469	4.449	4.466	4.480	4.500	4.532	4.565
Impuestos menos subvenciones sobre la producción	1.068	1.048	997	1.015	1.035	1.038	1.055	1.060
Rentas de la propiedad	3.701	3.858	2.924	2.736	2.740	2.788	2.821	2.902
Intereses	2.098	2.326	1.554	1.380	1.360	1.372	1.401	1.447
Otras rentas de la propiedad	1.603	1.532	1.370	1.356	1.380	1.415	1.420	1.455
<i>Renta nacional neta</i>								
Cuenta de distribución secundaria de la renta								
Renta nacional neta	7.771	7.806	7.525	7.614	7.672	7.725	7.794	7.860
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	1.144	1.153	1.034	1.040	1.047	1.058	1.075	1.084
Cotizaciones sociales	1.596	1.668	1.673	1.681	1.688	1.698	1.708	1.717
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	1.577	1.648	1.766	1.798	1.805	1.812	1.816	1.821
Otras transferencias corrientes	648	673	672	668	665	662	661	664
Primas netas de seguros no vida	184	189	183	182	181	181	179	179
Derechos de seguros no vida	181	185	179	178	177	176	175	175
Otras	282	299	309	308	307	305	306	310
<i>Renta disponible neta</i>								
Cuenta de utilización de la renta								
Renta disponible neta	7.678	7.704	7.416	7.500	7.554	7.610	7.679	7.747
Gasto en consumo final								
Gasto en consumo individual								
Gasto en consumo colectivo								
Ajuste por variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones	61	69	61	57	56	55	54	55
<i>Ahorro neto</i>								
Cuenta de capital								
Ahorro neto	786	559	270	280	291	303	324	346
Formación bruta de capital								
Formación bruta de capital fijo								
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos								
Consumo de capital fijo	1.294	1.360	1.385	1.398	1.407	1.417	1.427	1.437
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos								
Transferencias de capital	168	161	195	197	232	239	228	218
Impuestos sobre el capital	24	24	34	30	30	25	26	25
Otras transferencias de capital	144	137	161	167	202	214	202	193
<i>Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital)</i>								

Fuentes: BCE y Eurostat.

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

3.3 Hogares

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

	2007	2008	2009	2009 III- 2010 II	2009 IV- 2010 III	2010 I- 2010 IV	2010 II- 2011 I	2010 III- 2011 II
Renta, ahorro y variaciones del patrimonio neto								
Remuneración de los asalariados (+)	4.287	4.469	4.449	4.466	4.480	4.500	4.532	4.565
Excedente bruto de explotación y renta mixta (+)	1.485	1.526	1.456	1.453	1.456	1.463	1.476	1.490
Intereses, recursos (+)	318	351	236	210	207	210	215	223
Intereses, empleos (-)	221	250	148	129	127	128	131	136
Otras rentas de la propiedad, recursos (+)	777	779	713	695	700	707	720	725
Otras rentas de la propiedad, empleos (-)	10	10	10	10	10	10	10	10
Impuestos corrientes sobre la renta y el patrimonio (-)	836	874	843	843	846	849	859	862
Cotizaciones sociales netas (-)	1.592	1.665	1.670	1.677	1.683	1.694	1.703	1.713
Prestaciones sociales netas (+)	1.572	1.643	1.760	1.792	1.800	1.807	1.811	1.815
Transferencias corrientes netas, recursos (+)	62	69	72	70	71	70	69	69
= Renta disponible bruta	5.842	6.037	6.015	6.027	6.048	6.077	6.119	6.166
Gasto en consumo final (-)	5.085	5.244	5.157	5.212	5.251	5.293	5.334	5.376
Variación en el patrimonio neto de los fondos de pensiones (+)	61	69	61	57	56	55	54	55
= Ahorro bruto	818	862	919	872	853	838	839	845
Consumo de capital fijo (-)	356	371	373	375	377	379	380	380
Transferencias netas de capital, recursos (+)	12	0	11	7	7	12	12	12
Otras variaciones del patrimonio neto (+)	1.239	-1.978	-457	811	1.019	1.035	720	490
= Variaciones del patrimonio neto	1.713	-1.486	101	1.314	1.501	1.506	1.191	967
Inversión, financiación y variaciones del patrimonio neto								
Adquisiciones netas de activos no financieros (+)	638	625	535	532	538	544	550	552
Consumo de capital fijo (-)	356	371	373	375	377	379	380	380
Inversión financiera: principales partidas (+)								
Activos a corto plazo	420	458	-14	-75	-23	57	118	118
Efectivo y depósitos	351	438	121	63	89	120	141	138
Participaciones en fondos del mercado monetario	37	-6	-43	-73	-84	-51	-37	-32
Valores distintos de acciones ¹⁾	32	25	-92	-65	-29	-13	14	12
Activos a largo plazo	140	21	521	592	488	411	331	314
Depósitos	-31	-27	85	104	80	56	40	51
Valores distintos de acciones	83	24	33	35	-4	2	44	53
Acciones y otras participaciones	-121	-107	178	205	164	122	44	18
Acciones cotizadas y no cotizadas y otras participaciones	30	68	131	139	103	99	57	32
Participaciones en fondos de inversión	-151	-176	47	66	61	23	-13	-14
Reservas de seguro de vida y reservas de fondos de pensiones	209	131	225	248	248	231	203	192
Financiación: principales partidas (-)								
Préstamos	384	257	111	135	135	147	148	139
de los cuales: de IFM de la zona del euro	283	83	65	136	135	148	170	164
Otras variaciones de los activos (+)								
Activos no financieros	1.176	-566	-770	511	873	916	727	297
Activos financieros	114	-1.444	300	299	140	132	-3	170
Acciones y otras participaciones	96	-1.183	106	97	-2	82	36	159
Reservas de seguro de vida y reservas de fondos de pensiones	8	-240	174	183	142	87	28	43
Otros flujos netos (+)	-34	47	13	-35	-2	-28	-5	36
= Variaciones del patrimonio neto	1.713	-1.486	101	1.314	1.501	1.506	1.191	967
Balance								
Activos no financieros (+)	27.755	27.443	26.835	27.371	27.759	27.916	27.799	27.840
Activos financieros (+)								
Activos a corto plazo	5.263	5.805	5.781	5.784	5.771	5.844	5.883	5.913
Efectivo y depósitos	4.851	5.322	5.475	5.508	5.500	5.600	5.599	5.650
Participaciones en fondos del mercado monetario	280	316	240	216	204	191	209	196
Valores distintos de acciones ¹⁾	132	167	66	59	67	54	75	66
Activos a largo plazo	12.140	10.675	11.529	11.667	11.927	12.058	12.107	12.125
Depósitos	965	915	971	1.011	1.015	1.028	1.037	1.058
Valores distintos de acciones	1.272	1.296	1.379	1.354	1.349	1.331	1.342	1.364
Acciones y otras participaciones	5.116	3.785	4.101	4.050	4.195	4.304	4.279	4.215
Acciones cotizadas y no cotizadas y otras participaciones	3.741	2.864	2.996	2.924	3.036	3.113	3.121	3.057
Participaciones en fondos de inversión	1.375	920	1.105	1.126	1.159	1.191	1.158	1.158
Reservas de seguro de vida y reservas de fondos de pensiones	4.787	4.678	5.077	5.253	5.368	5.395	5.450	5.488
Otros activos netos (+)	315	315	299	279	306	294	279	329
Pasivos (-)								
Préstamos	5.569	5.820	5.925	6.002	6.030	6.087	6.094	6.141
de los cuales: de IFM de la zona del euro	4.831	4.914	4.968	5.140	5.159	5.213	5.256	5.301
= Patrimonio neto	39.905	38.418	38.519	39.099	39.732	40.025	39.973	40.065

Fuentes: BCE y Eurostat.

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

3.4 Sociedades no financieras

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

	2007	2008	2009	2009 III- 2010 II	2009 IV- 2010 III	2010 I- 2010 IV	2010 II- 2011 I	2010 III- 2011 II
Renta y ahorro								
Valor añadido bruto (precios básicos) (+)	4.638	4.745	4.485	4.539	4.577	4.619	4.671	4.717
Remuneración de los asalariados (-)	2.712	2.833	2.773	2.776	2.786	2.805	2.832	2.861
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción (-)	48	45	39	35	39	33	34	38
= Excedente bruto de explotación (+)	1.877	1.868	1.673	1.727	1.752	1.781	1.805	1.818
Consumo de capital fijo (-)	724	765	783	792	797	803	810	817
= Excedente neto de explotación (+)	1.153	1.102	890	936	955	978	996	1.000
Rentas de la propiedad, recursos (+)	636	638	539	518	517	531	532	553
Intereses, recursos	222	242	173	158	154	156	158	165
Otras rentas de la propiedad, recursos	414	396	366	360	362	375	374	387
Intereses y otras rentas, empleos (-)	365	422	300	268	264	266	272	281
= Renta empresarial neta (+)	1.423	1.318	1.130	1.186	1.208	1.242	1.256	1.272
Renta distribuida (-)	990	1.021	927	905	913	934	952	958
Impuestos sobre la renta y el patrimonio, empleos (-)	246	233	150	156	159	165	171	173
Cotizaciones sociales, recursos (+)	63	67	69	68	68	68	69	69
Prestaciones sociales, empleos (-)	62	65	67	68	68	69	69	69
Otras transferencias corrientes netas (-)	43	48	47	48	48	47	47	47
= Ahorro neto	145	18	8	77	89	96	86	95
Inversión, financiación y ahorro								
Adquisiciones netas de activos no financieros (+)	421	376	87	124	148	169	207	215
Formación bruta de capital fijo (+)	1.068	1.085	917	924	935	950	970	982
Consumo de capital fijo (-)	724	765	783	792	797	803	810	817
Adquisiciones netas de otros activos no financieros (+)	77	57	-47	-9	9	23	47	51
Inversión financiera: principales partidas (+)								
Activos a corto plazo	168	70	96	24	22	16	18	38
Efectivo y depósitos	153	15	88	58	51	68	62	66
Participaciones en fondos del mercado monetario	-20	33	40	-23	-29	-41	-27	-19
Valores distintos de acciones ¹⁾	35	22	-32	-11	-1	-11	-17	-9
Activos a largo plazo	762	710	211	254	403	471	441	501
Depósitos	-13	40	4	-10	-7	2	11	6
Valores distintos de acciones	48	-35	11	-9	-12	-9	0	13
Acciones y otras participaciones	425	357	76	72	157	211	199	269
Otros (principalmente préstamos entre empresas relacionadas)	302	348	119	202	265	267	231	212
Otros activos netos (+)	181	-89	72	99	54	-35	-6	-23
Financiación: principales partidas (-)								
Deuda	917	667	84	104	232	225	262	305
de la cual: préstamos de IFM de la zona del euro	536	394	-114	-92	-35	-8	30	77
de la cual: valores distintos de acciones	33	48	90	89	73	68	44	44
Acciones y otras participaciones	402	306	289	238	226	226	238	259
Acciones cotizadas	58	6	67	47	37	30	30	28
Acciones no cotizadas y otras participaciones	344	300	223	191	189	196	208	231
Transferencias netas de capital, recursos (-)	68	73	81	79	78	74	72	71
= Ahorro neto	145	18	8	77	89	96	86	95
Balance financiero								
Activos financieros								
Activos a corto plazo	1.788	1.876	1.960	1.903	1.926	1.972	1.950	1.939
Efectivo y depósitos	1.507	1.538	1.632	1.608	1.625	1.693	1.667	1.673
Participaciones en fondos del mercado monetario	163	192	214	184	182	174	179	169
Valores distintos de acciones ¹⁾	119	147	114	111	118	105	104	97
Activos a largo plazo	10.739	9.300	10.255	10.371	10.735	11.026	11.197	11.282
Depósitos	206	246	227	231	240	220	220	211
Valores distintos de acciones	228	183	191	195	200	196	211	210
Acciones y otras participaciones	7.968	6.221	7.054	6.987	7.283	7.545	7.697	7.737
Otros (principalmente préstamos entre empresas relacionadas)	2.337	2.650	2.784	2.957	3.011	3.065	3.069	3.124
Otros activos netos (+)	263	238	219	200	215	66	173	107
Pasivos								
Deuda	8.649	9.337	9.461	9.600	9.642	9.648	9.674	9.787
de la cual: préstamos de IFM de la zona del euro	4.466	4.866	4.711	4.731	4.709	4.699	4.730	4.760
de la cual: valores distintos de acciones	648	704	827	887	901	889	866	882
Acciones y otras participaciones	14.250	11.063	12.381	12.026	12.622	13.091	13.369	13.356
Acciones cotizadas	5.005	2.935	3.516	3.316	3.542	3.814	3.923	3.914
Acciones no cotizadas y otras participaciones	9.245	8.129	8.865	8.711	9.080	9.277	9.446	9.442

Fuentes: BCE y Eurostat.

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

3.5 Empresas de seguros y fondos de pensiones

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

	2007	2008	2009	2009 III- 2010 II	2009 IV- 2010 III	2010 I- 2010 IV	2010 II- 2011 I	2010 III- 2011 II
Cuenta financiera, operaciones financieras								
Inversión financiera: principales partidas (+)								
Activos a corto plazo	22	78	-51	-22	-3	-12	-30	-38
Efectivo y depósitos	7	57	-33	2	6	-9	-9	-14
Participaciones en fondos del mercado monetario	4	14	0	1	-2	-6	-24	-25
Valores distintos de acciones ¹⁾	11	7	-17	-25	-7	3	3	1
Activos a largo plazo	280	92	318	281	250	219	213	204
Depósitos	47	-9	21	-8	-11	-8	7	10
Valores distintos de acciones	108	59	111	150	167	151	129	122
Préstamos	-15	25	7	6	12	28	25	26
Acciones cotizadas	20	2	-65	-68	14	17	15	9
Acciones no cotizadas y otras participaciones	22	15	-8	1	2	10	12	14
Participaciones en fondos de inversión	98	1	253	199	66	22	25	22
Otros activos netos (+)	-38	39	2	43	60	53	20	5
Financiación: principales partidas (-)								
Valores distintos de acciones	3	4	5	5	2	0	0	2
Préstamos	-2	24	-16	-10	7	6	11	8
Acciones y otras participaciones	3	6	1	5	5	5	4	1
Reservas técnicas de seguro	245	125	231	282	278	259	208	184
Particip. neta hogares en reservas seguros de vida y fondos de pensiones	212	121	227	273	270	248	201	184
Reservas para primas y para siniestros	34	4	4	9	8	11	7	0
= Variaciones del patrimonio financiero neto derivadas de operaciones	14	50	48	20	15	-10	-21	-24
Cuenta de otras variaciones								
Otras variaciones de los activos financieros (+)								
Acciones y otras participaciones	-48	-502	188	160	122	120	41	105
Otros activos netos	11	34	52	78	57	-36	-44	-68
Otras variaciones de los pasivos (-)								
Acciones y otras participaciones	-22	-172	8	20	-19	-8	-9	12
Reservas técnicas de seguro	30	-260	186	189	146	96	39	51
Particip. neta hogares en reservas seguros de vida y fondos de pensiones	18	-248	182	187	147	99	41	56
Reservas para primas y para siniestros	12	-11	4	2	-1	-2	-2	-5
= Otras variaciones del patrimonio financiero neto	-45	-36	45	30	51	-5	-33	-26
Balance financiero								
Activos financieros (+)								
Activos a corto plazo	318	398	342	367	362	335	323	325
Efectivo y depósitos	163	224	195	206	203	190	186	186
Participaciones en fondos del mercado monetario	91	103	94	103	101	89	79	81
Valores distintos de acciones ¹⁾	63	71	52	58	57	55	58	58
Activos a largo plazo	5.473	5.077	5.658	5.841	5.979	5.983	6.079	6.110
Depósitos	594	599	617	610	610	610	624	624
Valores distintos de acciones	2.203	2.261	2.444	2.571	2.642	2.580	2.638	2.652
Préstamos	411	433	439	446	453	466	469	471
Acciones cotizadas	750	491	523	518	539	553	563	557
Acciones no cotizadas y otras participaciones	347	321	301	290	284	295	292	291
Participaciones en fondos de inversión	1.167	971	1.335	1.406	1.451	1.479	1.493	1.514
Otros activos netos (+)	176	238	223	266	292	253	254	247
Pasivos (-)								
Valores distintos de acciones	19	23	30	32	30	33	30	33
Préstamos	244	273	256	264	277	265	270	273
Acciones y otras participaciones	578	412	422	409	413	419	436	421
Reservas técnicas de seguro	5.295	5.160	5.577	5.797	5.911	5.932	6.002	6.032
Particip. neta hogares en reservas seguros de vida y fondos de pensiones	4.472	4.345	4.754	4.956	5.074	5.101	5.158	5.196
Reservas para primas y para siniestros	822	814	823	841	837	831	844	836
= Riqueza financiera neta	-170	-156	-63	-27	2	-78	-82	-77

Fuente: BCE.

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



MERCADOS FINANCIEROS

4.1 Valores distintos de acciones por plazo a la emisión, residencia del emisor y moneda

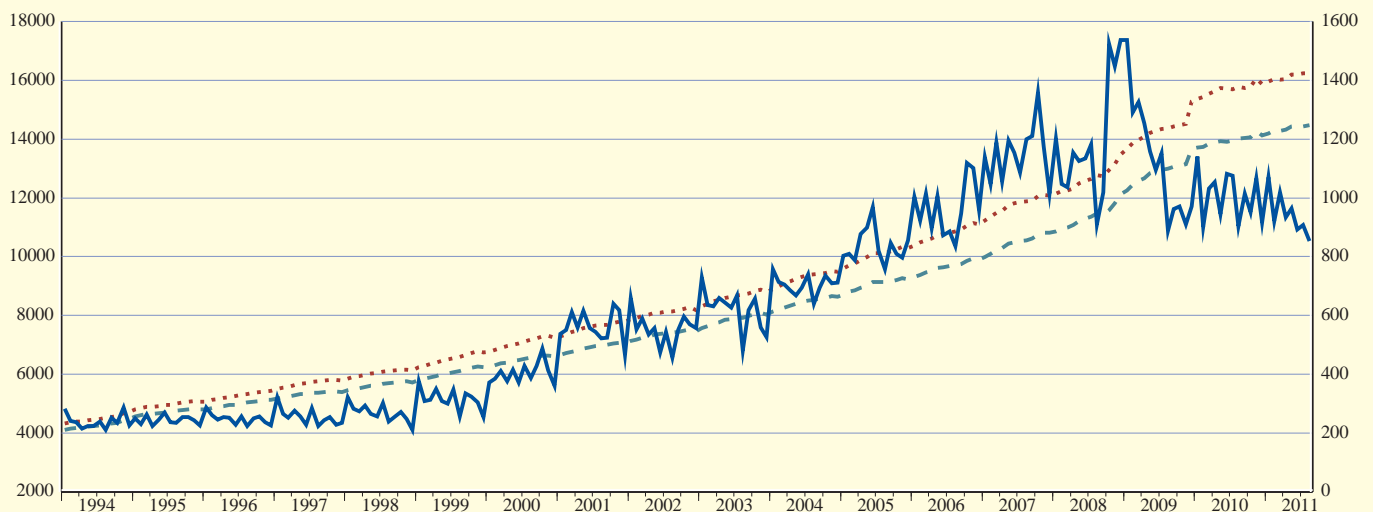
(mm de euros y tasas de crecimiento del período; datos desestacionalizados; operaciones realizadas en el mes y saldos vivos a fin de período; valores nominales)

	Emisiones totales en euros ¹⁾			Emisiones por residentes en la zona del euro								
	Saldos vivos	Emisiones brutas	Emisiones netas	En euros			En todas las monedas					
				Saldos vivos	Emisiones brutas	Emisiones netas	Saldos vivos	Emisiones brutas	Emisiones netas	Tasas de crecimiento interanual	Desestacionalizadas ²⁾	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Emisiones netas	Tasas crec. de 6 meses	
Total												
2010 Ago	16.254,7	841,1	65,1	14.015,3	800,7	62,3	15.789,9	903,1	82,1	3,6	112,1	4,1
Sep	16.273,3	985,1	18,9	14.033,2	908,6	18,2	15.744,3	1.013,6	4,7	3,1	56,6	3,4
Oct	16.280,8	888,0	10,2	14.070,8	843,2	40,2	15.782,5	950,3	52,7	3,2	39,5	3,1
Nov	16.460,6	993,0	180,9	14.269,5	954,0	199,9	16.066,4	1.067,0	239,1	4,3	160,5	5,5
Dic	16.296,5	876,7	-162,6	14.122,7	844,0	-145,3	15.875,1	916,6	-184,3	3,5	-64,4	4,4
2011 Ene	16.375,9	1.005,0	78,6	14.197,3	954,5	73,8	15.948,6	1.070,7	92,0	3,7	78,2	4,9
Feb	16.476,1	866,7	101,1	14.289,3	813,9	93,0	16.040,8	920,1	98,1	4,1	47,8	4,0
Mar	16.476,5	978,3	0,6	14.282,3	911,3	-6,7	16.018,3	1.019,4	1,9	3,4	11,4	3,4
Abr	16.497,4	888,9	21,4	14.330,0	850,2	48,3	16.044,9	934,7	51,5	3,2	25,7	3,3
May	16.598,2	921,2	99,1	14.421,4	865,9	89,7	16.190,8	963,6	115,6	3,6	39,2	1,7
Jun	16.630,0	847,9	31,8	14.444,2	796,1	22,7	16.204,8	893,0	19,6	3,8	45,4	3,1
Jul	.	.	.	14.439,1	826,3	-4,8	16.228,2	908,2	1,2	3,7	26,9	2,5
Ago	.	.	.	14.471,9	767,4	33,7	16.239,9	853,3	23,5	3,3	52,1	2,5
A largo plazo												
2010 Ago	14.717,7	140,8	32,1	12.580,0	127,4	32,0	14.147,9	152,8	43,5	4,7	83,8	4,5
Sep	14.721,4	268,6	4,1	12.594,1	228,4	14,4	14.105,3	258,8	4,4	4,1	50,3	3,5
Oct	14.758,8	222,2	37,5	12.643,4	195,4	49,4	14.161,1	233,3	65,7	4,0	66,5	3,7
Nov	14.903,1	338,6	145,4	12.802,7	322,0	160,3	14.393,0	360,5	191,4	4,8	115,9	5,5
Dic	14.860,6	186,9	-39,9	12.778,1	179,8	-22,0	14.336,8	193,9	-50,0	4,7	10,6	5,5
2011 Ene	14.927,7	308,9	68,6	12.828,8	277,9	52,2	14.384,4	320,0	67,8	4,8	97,5	6,1
Feb	15.033,8	284,1	106,4	12.924,6	253,1	96,2	14.472,3	285,1	92,4	5,0	43,0	5,5
Mar	15.046,1	304,9	12,8	12.943,5	268,8	19,4	14.466,8	303,0	16,3	4,3	21,8	5,1
Abr	15.100,0	302,6	54,1	13.008,9	278,4	65,6	14.513,9	308,9	68,7	4,3	49,3	4,8
May	15.175,7	276,9	74,7	13.077,5	245,8	67,5	14.619,2	268,7	79,8	4,4	14,4	3,3
Jun	15.227,9	255,1	51,7	13.127,4	224,0	49,3	14.669,0	252,8	53,2	4,6	43,4	3,8
Jul	.	.	.	13.119,2	191,8	-9,5	14.683,8	213,4	-7,0	4,5	31,7	2,8
Ago	.	.	.	13.120,7	112,0	2,2	14.668,5	122,0	-4,1	4,1	33,9	2,7

G15 Saldo vivo total y emisiones brutas de valores distintos de acciones por residentes en la zona del euro

(mm de euros)

- Emisión bruta total (escala derecha)
- ... Saldo vivo total (escala izquierda)
- - Saldo vivo en euros (escala izquierda)



Fuentes: BCE y BPI (en el caso de emisiones realizadas por no residentes en la zona del euro).

1) Emisión total de valores distintos de acciones denominados en euros realizada por residentes y no residentes en la zona del euro.

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

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

(mm de euros, operaciones realizadas en el mes y saldos vivos a fin de período; valores nominales)

1. Saldos vivos y emisiones brutas

	Saldos vivos						Emisiones brutas ¹⁾					
	Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	Total											
2009	15.286	5.371	3.226	802	5.418	469	1.126	734	68	80	215	29
2010	15.875	5.246	3.291	852	5.932	554	1.007	625	79	69	205	29
2010 III	15.744	5.419	3.215	845	5.735	529	998	631	77	65	196	29
IV	15.875	5.246	3.291	852	5.932	554	978	566	110	64	206	32
2011 I	16.018	5.347	3.257	826	6.024	564	1.003	592	89	59	220	43
II	16.205	5.363	3.244	835	6.166	597	930	551	85	60	192	43
2011 May	16.191	5.394	3.250	843	6.119	585	964	592	86	67	177	42
Jun	16.205	5.363	3.244	835	6.166	597	893	541	69	59	182	42
Jul	16.228	5.371	3.259	849	6.161	588	908	533	85	62	194	34
Ago	16.240	5.392	3.237	849	6.165	597	853	572	53	52	145	32
	A corto plazo											
2009	1.638	733	89	71	714	31	876	635	25	63	133	20
2010	1.538	572	122	67	724	53	758	534	34	57	115	19
2010 III	1.639	743	95	72	689	41	771	545	31	55	118	21
IV	1.538	572	122	67	724	53	715	484	38	52	117	24
2011 I	1.552	618	112	71	700	51	701	462	41	49	118	30
II	1.536	582	118	72	702	62	654	440	31	51	102	31
2011 May	1.572	620	120	77	698	56	695	479	33	55	98	31
Jun	1.536	582	118	72	702	62	640	426	31	52	102	29
Jul	1.544	578	120	79	711	55	695	466	33	52	119	25
Ago	1.571	604	118	82	707	61	731	516	37	51	104	24
	A largo plazo ²⁾											
2009	13.648	4.638	3.137	731	4.704	438	251	99	44	17	82	9
2010	14.337	4.674	3.169	786	5.207	500	248	91	46	12	90	10
2010 III	14.105	4.676	3.121	774	5.046	488	227	86	46	9	78	8
IV	14.337	4.674	3.169	786	5.207	500	263	83	72	11	89	8
2011 I	14.467	4.729	3.145	755	5.324	513	303	130	48	10	102	13
II	14.669	4.781	3.126	763	5.465	535	277	111	54	9	90	12
2011 May	14.619	4.773	3.130	766	5.421	529	269	113	53	12	79	11
Jun	14.669	4.781	3.126	763	5.465	535	253	115	38	7	80	12
Jul	14.684	4.793	3.139	769	5.450	533	213	67	52	10	75	9
Ago	14.669	4.788	3.119	767	5.458	536	122	56	17	1	41	8
	del cual: a tipo fijo											
2009	8.800	2.564	1.026	598	4.261	351	172	60	18	16	72	6
2010	9.470	2.634	1.091	670	4.697	378	156	50	13	10	77	6
2010 III	9.305	2.627	1.063	657	4.590	369	141	48	12	8	68	5
IV	9.470	2.634	1.091	670	4.697	378	143	43	19	11	65	6
2011 I	9.629	2.700	1.098	655	4.787	388	195	78	12	8	87	9
II	9.855	2.743	1.130	665	4.912	404	174	62	20	8	74	9
2011 May	9.783	2.731	1.122	667	4.862	402	181	58	31	11	71	10
Jun	9.855	2.743	1.130	665	4.912	404	157	60	13	5	72	7
Jul	9.854	2.745	1.145	673	4.891	401	124	30	11	10	68	5
Ago	9.850	2.748	1.139	671	4.889	403	67	27	4	0	31	5
	del cual: a tipo variable											
2009	4.409	1.786	2.044	123	371	85	62	28	25	1	6	2
2010	4.394	1.760	1.974	108	431	121	78	34	29	1	10	4
2010 III	4.357	1.768	1.980	109	382	117	73	30	33	1	6	3
IV	4.394	1.760	1.974	108	431	121	102	33	44	1	22	2
2011 I	4.343	1.740	1.928	94	458	123	87	42	29	1	11	4
II	4.311	1.764	1.850	91	477	129	82	42	22	1	13	4
2011 May	4.316	1.757	1.867	93	474	125	66	49	8	1	6	2
Jun	4.311	1.764	1.850	91	477	129	79	48	18	2	6	5
Jul	4.316	1.773	1.840	90	482	131	70	30	30	1	6	3
Ago	4.300	1.764	1.825	89	490	132	41	22	8	0	8	3

Fuente: BCE.

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

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

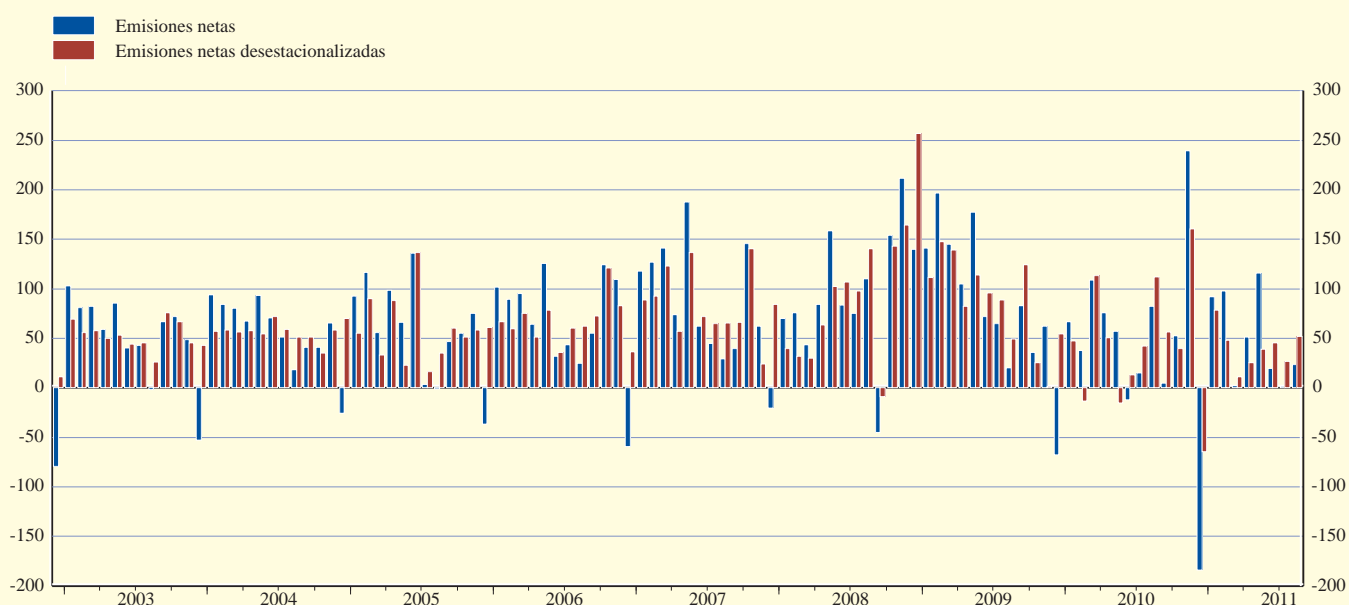
(mm de euros, salvo indicación en contrario; operaciones realizadas en el período; valores nominales)

2. Emisiones netas

	Sin desestacionalizar ¹⁾					Desestacionalizadas ¹⁾						
	Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	Total											
2009	86,3	10,2	18,4	8,7	44,9	4,2	86,1	10,1	18,3	8,4	45,2	4,2
2010	45,2	-1,2	4,4	5,1	31,6	5,3	45,1	-1,4	4,5	5,1	31,8	5,1
2010 III	34,0	2,7	1,7	2,6	22,4	4,6	70,4	10,1	18,2	4,5	31,1	6,5
IV	35,8	-19,9	23,8	1,3	22,9	7,7	45,2	-4,5	-3,1	4,2	44,0	4,6
2011 I	64,0	42,9	-19,9	4,3	32,5	4,3	45,8	23,9	-3,5	2,8	16,7	5,9
II	62,3	4,8	-4,0	2,9	47,5	11,0	36,8	0,4	-9,1	-0,1	34,2	11,4
2011 May	115,6	39,2	-9,6	14,2	56,8	15,1	39,2	10,2	-25,8	7,7	32,4	14,6
Jun	19,6	-27,7	-5,5	-7,6	47,9	12,4	45,4	-3,5	-2,3	-5,4	41,5	15,1
Jul	1,2	-3,2	12,8	8,5	-7,1	-9,8	26,9	-4,9	10,5	5,4	26,8	-10,9
Ago	23,5	27,3	-19,9	1,8	4,8	9,6	52,1	33,4	-13,6	8,8	10,1	13,5
	A largo plazo											
2009	87,0	14,9	21,5	12,7	33,0	4,8	87,1	15,1	21,4	12,8	33,0	4,8
2010	53,9	1,8	1,7	5,5	41,3	3,6	54,2	1,9	1,9	5,5	41,4	3,6
2010 III	20,8	-1,4	1,9	3,1	16,7	0,6	61,8	6,4	17,2	4,6	31,2	2,4
IV	69,0	-5,3	14,7	3,0	53,1	3,6	64,3	8,2	-10,3	4,4	58,8	3,3
2011 I	58,8	27,3	-16,1	2,3	40,5	4,9	54,1	16,9	-1,1	2,5	31,2	4,6
II	67,2	16,6	-5,8	2,5	46,7	7,3	35,7	5,4	-10,1	-0,5	35,1	5,8
2011 May	79,8	26,3	-13,3	4,4	53,0	9,5	14,4	3,9	-26,4	-0,6	28,3	9,1
Jun	53,2	8,5	-3,0	-2,5	44,0	6,2	43,4	7,6	-2,8	-3,7	38,1	4,3
Jul	-7,0	0,7	10,2	1,4	-16,4	-2,9	31,7	0,1	6,3	1,4	23,4	0,5
Ago	-4,1	0,8	-17,3	-0,7	9,0	4,0	33,9	10,2	-8,4	5,3	20,9	5,8

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

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



Fuente: BCE.

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

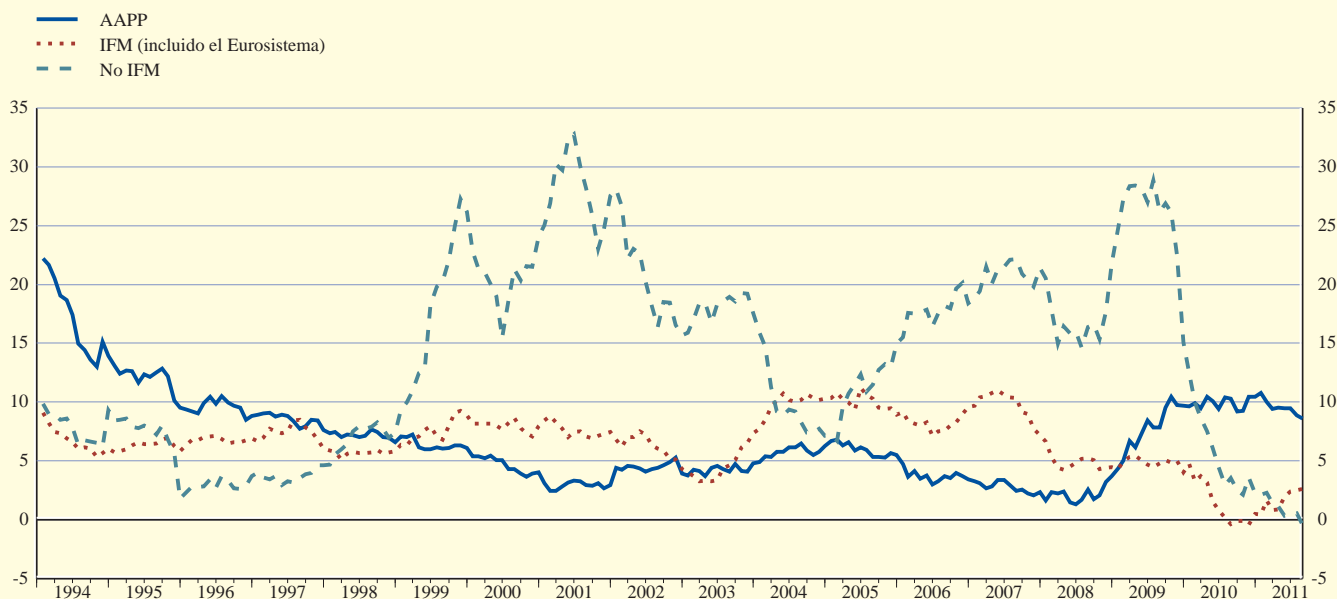
4.3 Tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro ¹⁾

(tasas de variación)

	Tasas de crecimiento interanual (sin desestacionalizar)						Tasas de crecimiento de seis meses desestacionalizadas					
	Total	IFM (incluido el Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido el Euro- sistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	Total											
2010 Ago	3,6	-0,4	1,4	10,5	7,5	10,9	4,1	0,7	3,4	5,4	6,8	14,5
Sep	3,1	-0,4	0,7	8,8	6,5	12,1	3,4	-0,6	3,9	4,3	5,6	16,9
Oct	3,2	0,0	0,4	8,7	6,4	11,8	3,1	-1,9	3,2	4,1	6,8	17,0
Nov	4,3	0,1	2,5	8,6	8,1	12,8	5,5	0,5	4,8	4,6	9,7	19,2
Dic	3,5	-0,3	1,6	7,7	7,0	13,2	4,4	0,6	2,8	6,4	8,0	13,3
2011 Ene	3,7	0,0	1,7	7,3	7,1	13,4	4,9	2,3	3,6	6,4	7,3	10,9
Feb	4,1	1,6	2,2	5,6	6,7	11,9	4,0	2,5	1,1	5,7	6,4	9,4
Mar	3,4	0,7	1,3	4,8	5,9	14,5	3,4	2,2	-1,2	5,1	6,3	12,1
Abr	3,2	0,4	1,1	3,4	6,0	14,6	3,3	2,9	-0,9	2,7	5,3	12,3
May	3,6	1,7	0,0	4,2	6,1	17,4	1,7	3,0	-4,5	3,8	2,7	15,8
Jun	3,8	1,7	0,2	4,1	6,5	16,1	3,1	2,8	-2,3	2,0	5,2	19,9
Jul	3,7	1,8	0,5	4,8	6,2	13,3	2,5	1,1	-2,4	3,1	5,1	15,9
Ago	3,3	1,9	-1,0	5,1	5,6	15,3	2,5	1,2	-3,1	4,6	4,9	21,9
	A largo plazo											
2010 Ago	4,7	-0,4	1,2	13,0	10,2	11,2	4,5	-0,7	2,6	7,1	10,1	8,9
Sep	4,1	-0,1	0,4	11,3	8,9	12,0	3,5	-1,5	2,9	5,9	7,9	8,7
Oct	4,0	-0,1	0,1	10,7	9,0	11,4	3,7	-1,6	2,2	5,9	9,0	10,2
Nov	4,8	-0,5	2,2	9,8	10,4	11,2	5,5	0,4	4,0	7,2	10,4	13,4
Dic	4,7	0,5	0,6	9,0	10,5	9,4	5,5	1,9	1,3	7,2	11,2	7,2
2011 Ene	4,8	0,4	0,7	8,2	11,0	8,6	6,1	3,7	1,7	7,3	10,9	7,9
Feb	5,0	1,6	1,2	6,6	10,1	8,8	5,5	4,1	-0,1	6,1	10,0	8,9
Mar	4,3	0,8	0,3	5,8	9,4	9,3	5,1	3,2	-2,1	5,6	11,0	9,8
Abr	4,3	0,9	0,2	5,1	9,5	9,7	4,8	3,4	-1,7	4,1	10,0	9,1
May	4,4	2,0	-0,8	5,1	9,1	12,8	3,3	3,6	-5,3	3,0	7,9	12,0
Jun	4,6	2,4	-0,5	4,3	9,4	10,1	3,8	2,9	-2,1	1,6	7,8	12,9
Jul	4,5	2,5	-0,4	4,7	8,7	10,5	2,8	1,3	-2,5	2,2	6,6	13,2
Ago	4,1	2,6	-1,6	4,5	8,4	11,0	2,7	1,1	-3,2	3,1	6,8	13,2

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

(tasas de variación interanual)



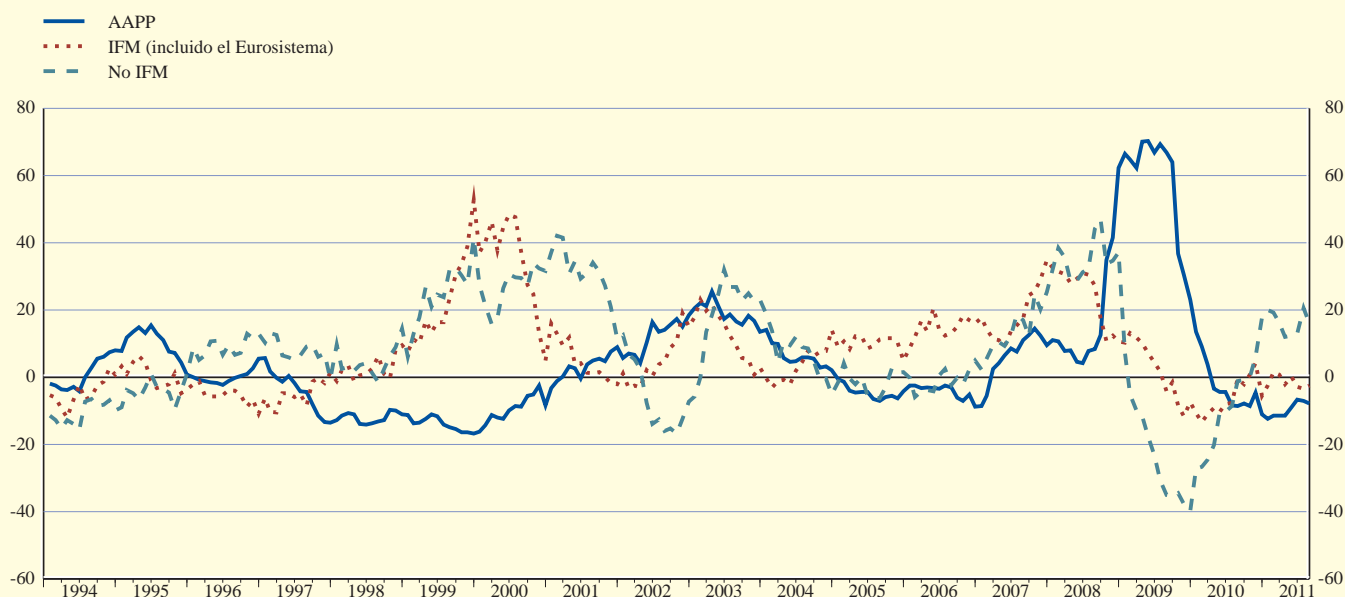
Fuente: BCE.

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

4.3 Tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro ¹⁾ (cont.)
(tasas de variación)

	Tipo fijo a largo plazo						Tipo variable a largo plazo					
	Total	IFM (incluido el Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido el Euro-sistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	
En todas las monedas												
2009	9,5	7,2	17,2	25,3	8,0	5,4	12,2	1,6	36,7	-1,9	-0,3	22,2
2010	8,8	5,8	6,4	19,7	9,9	8,9	-0,6	-3,9	0,7	-1,5	6,4	27,5
2010 III	7,6	3,2	3,3	16,2	10,2	7,5	-1,5	-3,9	-1,5	-2,2	4,5	29,1
2010 IV	7,0	2,8	3,2	12,5	9,8	7,4	-0,2	-3,3	-0,8	-1,0	12,2	25,7
2011 I	6,9	3,3	3,2	9,2	9,7	5,9	0,5	-1,8	-1,8	-1,2	19,0	19,9
2011 II	6,5	4,6	3,8	6,4	8,2	8,5	-0,4	-2,1	-4,5	-1,2	23,6	18,4
2011 Mar	6,5	3,9	3,1	7,3	8,8	6,6	-0,4	-3,2	-2,8	-1,0	20,7	18,9
2011 Abr	6,1	3,8	2,8	6,2	8,1	7,1	0,1	-2,6	-3,2	-1,4	25,2	19,0
2011 May	6,8	5,0	4,7	6,6	8,0	10,5	-0,8	-1,4	-5,8	-1,0	22,2	20,9
2011 Jun	7,0	5,9	4,4	5,3	8,3	9,5	-0,7	-1,2	-6,1	-1,6	25,7	12,3
2011 Jul	6,8	6,1	4,4	5,5	7,7	10,0	-1,3	-1,3	-7,2	-1,6	24,4	12,7
2011 Ago	6,6	6,3	3,9	5,2	7,2	10,4	-1,9	-1,6	-8,5	-2,0	25,6	13,4
En euros												
2009	10,1	9,1	20,5	23,6	8,2	4,4	14,6	3,7	39,2	-2,4	-0,4	21,4
2010	9,1	5,6	7,5	20,1	10,0	8,4	-0,3	-3,3	0,5	-1,9	5,9	26,1
2010 III	8,0	2,8	4,4	16,5	10,3	7,4	-1,3	-3,2	-1,8	-2,9	4,1	28,4
2010 IV	7,2	1,6	4,3	12,8	10,0	6,8	0,1	-2,4	-1,2	-1,5	12,3	26,5
2011 I	7,0	2,2	3,5	9,5	9,9	4,8	1,0	-0,1	-2,6	-1,7	19,1	21,0
2011 II	6,7	3,7	4,1	6,4	8,5	7,9	0,3	-0,6	-4,6	-2,3	23,5	18,1
2011 Mar	6,6	3,1	2,9	7,5	9,0	5,2	0,2	-1,5	-3,5	-2,3	20,7	19,2
2011 Abr	6,2	3,0	3,0	6,0	8,4	6,3	0,9	-1,2	-3,3	-2,7	25,3	18,9
2011 May	6,9	4,2	5,3	6,6	8,3	10,3	0,1	0,1	-5,8	-2,2	22,2	21,0
2011 Jun	7,1	5,0	4,8	6,0	8,5	9,1	0,0	0,0	-5,9	-2,1	25,5	10,6
2011 Jul	6,9	5,3	4,7	6,3	7,9	9,5	-1,2	-0,2	-8,1	-3,0	24,3	10,7
2011 Ago	6,6	5,5	4,1	6,0	7,4	10,1	-1,6	-0,5	-9,1	-3,4	25,6	11,5

G18 Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a corto plazo por sector emisor en todas las monedas
(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

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

4.4 Acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro ¹⁾

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

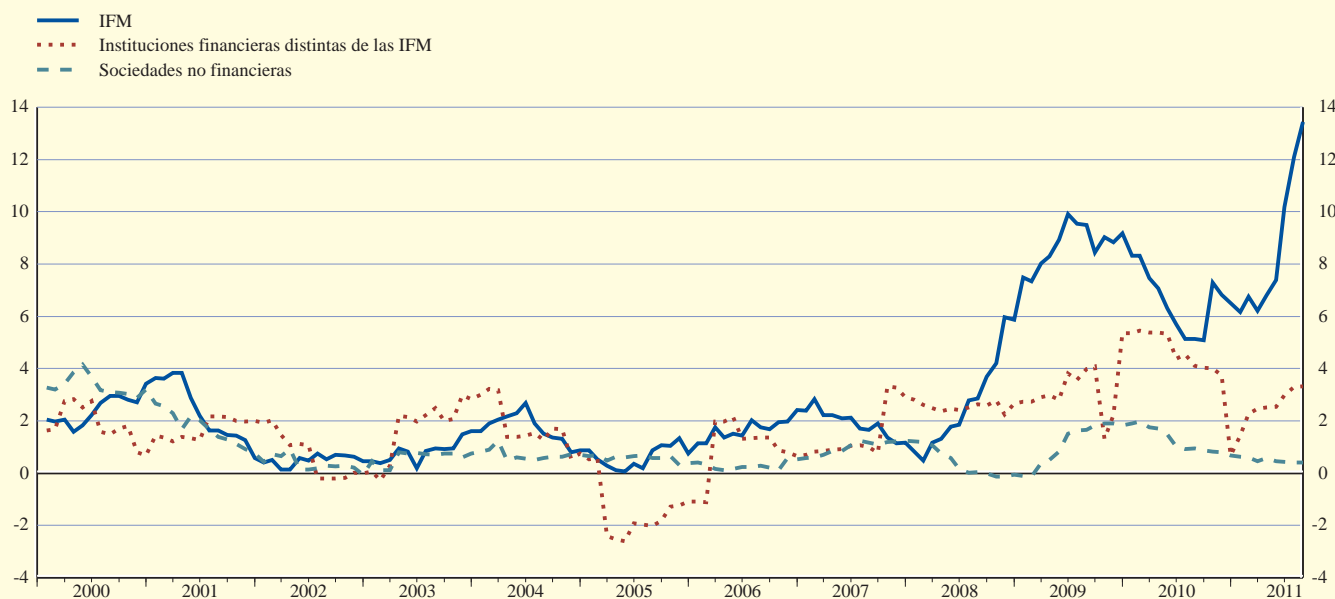
1. Saldos vivos y tasas de crecimiento interanual

(saldos vivos a fin de período)

	Total			IFM		Instituciones financieras distintas de las IFM		Sociedades no financieras	
	Total	Índice: Dic 2008 = 100	Tasas de crecimiento inter-anual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2009 Ago	4.041,3	102,0	2,7	568,4	9,5	323,1	4,0	3.149,8	1,6
Sep	4.210,4	102,1	2,8	588,4	8,4	353,6	4,1	3.268,3	1,8
Oct	4.065,1	102,3	2,7	563,3	9,0	328,3	1,3	3.173,5	1,9
Nov	4.079,4	102,6	2,7	563,8	8,8	319,9	2,2	3.195,7	1,9
Dic	4.411,1	103,0	3,0	566,0	9,2	350,9	5,4	3.494,2	1,8
2010 Ene	4.243,3	103,1	2,9	516,7	8,3	340,7	5,4	3.385,9	1,9
Feb	4.162,0	103,2	3,0	499,3	8,3	339,2	5,4	3.323,5	2,0
Mar	4.474,9	103,4	2,8	543,6	7,5	365,2	5,4	3.566,0	1,8
Abr	4.409,6	103,4	2,7	508,4	7,1	345,7	5,4	3.555,5	1,7
May	4.093,9	103,5	2,4	445,9	6,3	322,7	5,3	3.325,4	1,5
Jun	4.055,1	103,7	1,9	446,4	5,7	315,5	4,4	3.293,2	1,0
Jul	4.256,6	103,7	1,7	519,8	5,1	338,0	4,5	3.398,8	0,9
Ago	4.121,7	103,7	1,7	479,3	5,1	314,4	4,1	3.328,0	0,9
Sep	4.345,8	103,8	1,6	487,0	5,1	326,6	4,0	3.532,1	0,9
Oct	4.531,5	104,2	1,8	514,4	7,3	333,5	4,0	3.683,6	0,8
Nov	4.409,7	104,3	1,7	437,8	6,8	312,5	3,7	3.659,4	0,8
Dic	4.593,9	104,3	1,3	458,4	6,5	331,2	0,7	3.804,3	0,7
2011 Ene	4.757,8	104,4	1,3	514,3	6,2	363,3	1,4	3.880,2	0,6
Feb	4.846,3	104,6	1,4	535,0	6,8	378,9	2,3	3.932,4	0,6
Mar	4.767,8	104,7	1,2	491,7	6,2	363,2	2,5	3.913,0	0,5
Abr	4.910,5	104,9	1,4	497,5	6,8	371,5	2,5	4.041,5	0,6
May	4.796,3	104,9	1,3	475,9	7,4	356,2	2,5	3.964,2	0,4
Jun	4.741,1	105,3	1,6	491,6	10,2	350,5	3,0	3.899,0	0,4
Jul	4.523,1	105,6	1,8	458,8	12,1	325,5	3,3	3.738,8	0,4
Ago	3.993,1	105,7	1,9	383,0	13,4	281,6	3,3	3.328,5	0,4

G19 Tasas de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

1) Para más información sobre el cálculo del índice y de las tasas de crecimiento, véanse las Notas Técnicas.

4.4 Acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro

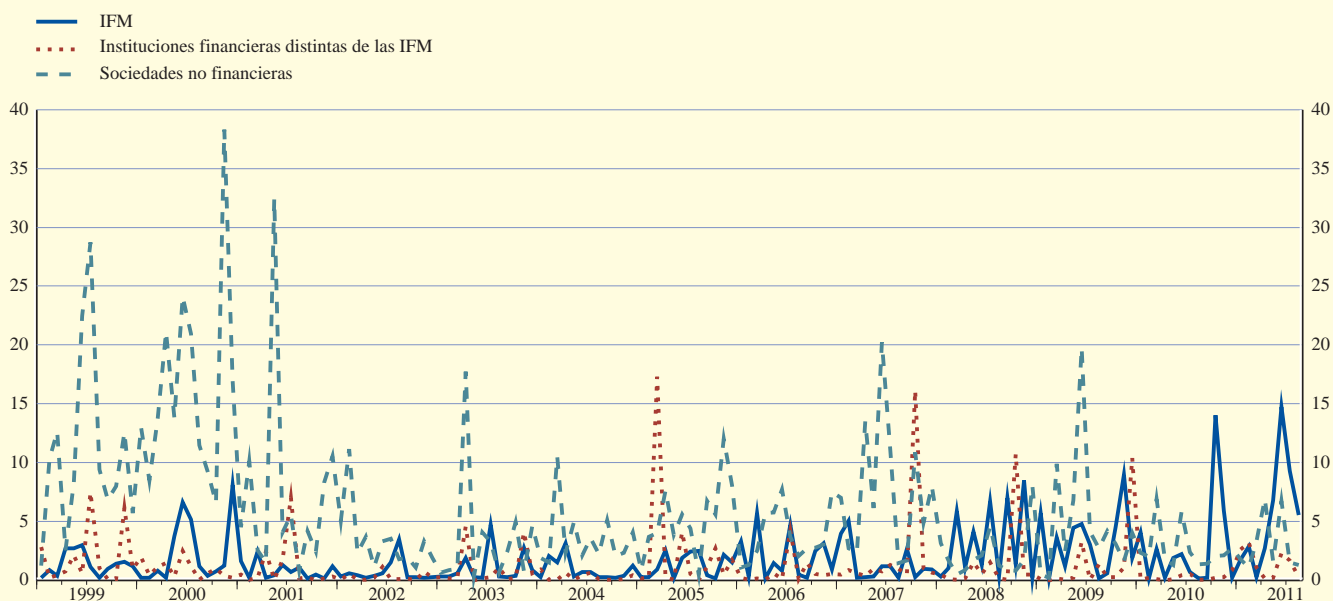
(mm de euros; valores de mercado)

2. Operaciones realizadas en el mes

	Total			IFM			Inst. financieras distintas de las IFM			Sociedades no financieras		
	Emisiones brutas 1	Amorti- zaciones 2	Emisiones netas 3	Emisiones brutas 4	Amorti- zaciones 5	Emisiones netas 6	Emisiones brutas 7	Amorti- zaciones 8	Emisiones netas 9	Emisiones brutas 10	Amorti- zaciones 11	Emisiones netas 12
2009 Ago	4,0	3,3	0,7	0,0	0,0	0,0	1,3	0,0	1,3	2,7	3,3	-0,6
Sep	5,0	0,3	4,7	0,6	0,0	0,6	0,2	0,0	0,2	4,2	0,2	3,9
Oct	7,8	0,3	7,5	4,5	0,0	4,5	0,2	0,0	0,2	3,1	0,2	2,8
Nov	11,6	0,2	11,4	9,0	0,0	9,0	1,0	0,0	1,0	1,6	0,2	1,4
Dic	16,2	0,2	16,1	1,9	0,0	1,9	10,4	0,1	10,3	4,0	0,1	3,9
2010 Ene	6,4	0,0	6,4	4,1	0,0	4,1	0,1	0,0	0,1	2,3	0,0	2,3
Feb	2,2	0,3	1,9	0,0	0,0	0,0	0,2	0,0	0,2	2,0	0,3	1,7
Mar	9,6	0,6	9,0	2,6	0,0	2,6	0,1	0,0	0,1	6,9	0,6	6,3
Abr	1,8	0,4	1,5	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,8	0,3	1,5
May	3,2	0,8	2,4	1,9	0,0	1,9	0,1	0,0	0,1	1,3	0,8	0,4
Jun	8,4	0,4	8,0	2,2	0,0	2,2	0,4	0,0	0,4	5,8	0,4	5,4
Jul	3,6	0,8	2,7	0,7	0,0	0,7	0,5	0,0	0,5	2,4	0,8	1,6
Ago	1,4	1,2	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,4	1,2	0,2
Sep	1,6	0,2	1,4	0,2	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	1,4	0,2	1,2
Oct	16,3	0,2	16,0	14,0	0,0	14,0	0,2	0,1	0,1	2,0	0,2	1,9
Nov	8,3	1,5	6,8	5,9	0,0	5,9	0,2	0,1	0,2	2,1	1,4	0,7
Dic	3,7	3,5	0,2	0,2	0,0	0,2	0,9	0,3	0,5	2,7	3,2	-0,5
2011 Ene	6,1	1,3	4,8	1,7	0,0	1,7	2,6	0,0	2,6	1,8	1,3	0,5
Feb	7,1	0,2	6,9	2,9	0,0	2,9	3,2	0,0	3,2	1,1	0,2	0,8
Mar	4,4	1,0	3,5	0,1	0,0	0,1	1,0	0,2	0,8	3,3	0,7	2,6
Abr	9,7	0,5	9,2	2,7	0,0	2,7	0,1	0,0	0,1	6,9	0,5	6,4
May	8,6	8,8	-0,2	6,8	2,1	4,6	0,2	0,0	0,2	1,6	6,6	-5,0
Jun	23,7	1,3	22,5	14,7	0,0	14,7	2,3	0,3	2,0	6,7	1,0	5,7
Jul	12,4	0,7	11,7	9,3	0,0	9,3	1,6	0,0	1,6	1,5	0,7	0,8
Ago	7,1	1,1	6,0	5,5	0,0	5,5	0,3	0,2	0,1	1,3	0,9	0,4

G20 Emisiones brutas de acciones cotizadas por sector emisor

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



Fuente: BCE.

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

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

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

	Depósitos de los hogares						Depósitos de las sociedades no financieras						Cesiones temporales
	A la vista	A plazo			Disponibles con preaviso ²⁾		A la vista	A plazo					
		Hasta 1 año	A más de 1 año y hasta 2 años	A más de 2 años	Hasta 3 meses	A más de 3 meses		Hasta 1 año	A más de 1 año y hasta 2 años	A más de 2 años			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11		
2010 Oct	0,43	2,35	2,75	2,80	1,54	1,82	0,49	1,18	2,36	2,53	0,94		
Nov	0,44	2,33	2,65	2,67	1,54	1,83	0,50	1,16	2,45	2,41	0,90		
Dic	0,43	2,27	2,77	2,59	1,55	1,84	0,50	1,19	2,56	2,60	1,07		
2011 Ene	0,43	2,38	2,61	2,77	1,53	1,85	0,54	1,29	2,42	2,52	1,02		
Feb	0,44	2,36	2,74	2,80	1,60	1,86	0,52	1,32	2,37	2,69	1,04		
Mar	0,45	2,34	2,78	2,90	1,61	1,88	0,54	1,37	2,53	2,81	1,14		
Abr	0,46	2,47	2,85	3,08	1,65	1,90	0,61	1,58	2,62	2,95	1,30		
May	0,49	2,52	2,96	3,07	1,67	1,91	0,63	1,65	2,78	3,08	1,30		
Jun	0,49	2,58	3,25	3,15	1,70	1,92	0,67	1,78	2,82	2,94	1,47		
Jul	0,52	2,74	3,16	3,10	1,70	1,93	0,66	1,77	2,66	3,03	1,41		
Ago	0,54	2,73	3,16	2,99	1,77	1,93	0,68	1,64	2,74	2,99	1,42		
Sep	0,55	2,73	3,15	2,92	1,79	1,94	0,69	1,72	2,72	2,79	1,47		

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

	Préstamos renovables y descubiertos	Saldos de tarjetas de crédito de pago aplazado ³⁾	Crédito al consumo				TAE ⁴⁾	Préstamos para adquisición de vivienda				TAE ⁴⁾	Crédito a empresarios individuales y sociedades sin personalidad jurídica		
			Por fijación inicial del tipo			Sin fijación del tipo y hasta 1 año		Por fijación inicial del tipo			Sin fijación del tipo y hasta 1 año		Por fijación del tipo inicial		
			Sin fijación del tipo y hasta 1 año	A más de 1 y hasta 5 años	A más de 5 años			Sin fijación del tipo y hasta 1 año	A más de 1 y hasta 5 años	A más de 5 años			Sin fijación del tipo y hasta 1 año	A más de 1 y hasta 5 años	A más de 5 años
2010 Oct	8,03	16,53	5,36	6,03	7,71	7,17	2,76	3,55	3,78	3,69	3,61	3,21	4,34	4,04	
Nov	8,02	16,59	5,38	6,08	7,64	7,17	2,80	3,53	3,76	3,70	3,65	3,28	4,40	3,97	
Dic	8,02	16,59	5,16	5,95	7,24	6,89	2,78	3,52	3,80	3,71	3,68	3,36	4,32	3,96	
2011 Ene	8,06	16,73	5,09	6,13	7,83	7,20	2,94	3,69	3,91	3,84	3,83	3,21	4,24	4,08	
Feb	8,09	16,81	5,38	6,13	7,83	7,31	2,96	3,83	4,06	3,92	3,90	3,36	4,63	4,30	
Mar	8,04	16,88	5,44	6,22	7,82	7,32	3,01	3,82	4,15	4,01	3,93	3,43	4,69	4,43	
Abr	8,12	16,92	5,17	6,23	7,80	7,25	3,12	3,95	4,24	4,15	4,03	3,54	4,68	4,53	
May	8,19	16,91	5,35	6,37	7,99	7,49	3,23	4,01	4,30	4,18	4,09	3,75	4,81	4,60	
Jun	8,24	16,95	5,37	6,47	7,87	7,42	3,26	4,04	4,29	4,18	4,09	3,82	4,78	4,62	
Jul	8,28	16,94	5,13	6,53	7,98	7,43	3,33	4,02	4,26	4,19	4,10	3,83	4,82	4,60	
Ago	8,31	17,10	5,34	6,54	7,97	7,57	3,47	3,96	4,20	4,15	4,16	3,95	4,96	4,39	
Sep	8,38	17,18	5,74	6,57	7,94	7,63	3,41	3,86	4,02	4,02	4,02	3,97	4,86	4,20	

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

	Préstamos renovables y descubiertos	Otros préstamos y créditos hasta 250.000 euros por fijación del tipo inicial						Otros préstamos y créditos de más de un millón de euros por fijación del tipo inicial					
		Tipo flexible y hasta 3 meses	Más de 3 meses y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 3 años	Más de 3 y hasta 5 años	Más de 5 y hasta 10 años	Más de 10 años	Tipo flexible y hasta 3 meses	Más de 3 meses y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 3 años	Más de 3 y hasta 5 años	Más de 5 y hasta 10 años	Más de 10 años
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2010 Oct	3,94	3,73	4,14	4,37	4,60	4,06	3,77	2,25	2,65	2,86	3,08	3,52	3,40
Nov	3,96	3,82	4,32	4,43	4,67	4,09	3,72	2,36	2,71	2,80	3,44	3,62	3,44
Dic	3,99	3,81	3,99	4,42	4,64	4,09	3,73	2,52	2,83	2,69	3,02	3,54	3,48
2011 Ene	4,11	3,82	4,07	4,35	4,63	4,03	3,88	2,37	2,90	2,64	3,55	3,67	3,85
Feb	4,12	3,98	4,21	4,48	4,89	4,39	3,94	2,55	3,06	2,96	3,86	3,88	3,75
Mar	4,12	4,02	4,39	4,63	5,00	4,49	4,02	2,53	3,26	3,00	3,61	3,84	3,84
Abr	4,25	4,07	4,47	4,73	5,05	4,57	4,15	2,72	3,31	3,38	3,78	4,36	4,15
May	4,30	4,18	4,65	4,79	5,14	4,67	4,19	2,65	3,37	3,17	3,63	3,65	4,11
Jun	4,41	4,23	4,68	4,74	5,16	4,67	4,44	2,78	3,49	3,50	3,61	2,77	4,00
Jul	4,43	4,38	4,79	4,79	5,10	4,68	4,44	2,88	3,45	3,46	3,98	4,09	3,24
Ago	4,49	4,44	4,94	4,85	5,03	4,58	4,35	2,80	3,56	3,70	3,99	3,87	4,06
Sep	4,56	4,59	4,94	4,79	4,94	4,43	4,31	2,84	3,44	3,73	3,63	3,64	3,74

Fuente: BCE.

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

2) En esta categoría de instrumentos, coinciden las nuevas operaciones y los saldos vivos. Fin de período. A partir de junio de 2010 puede que los datos no sean plenamente comparables con los anteriores a esa fecha, debido a los cambios metodológicos derivados de la aplicación de los Reglamentos BCE/2008/32 y BCE/2009/7 (por los que se modifica el Reglamento BCE/2001/18).

3) Esta categoría de instrumentos excluye los saldos de tarjetas de crédito de pago único contado, es decir, el crédito concedido al tipo de interés del 0% durante el ciclo de facturación.

4) La tasa anual equivalente (TAE) es igual al coste total de un préstamo. El coste total comprende no solo un componente de tipos de interés, sino también un componente por costes relacionados, como costes de información, de administración, de preparación de documentos y de avales.

4.5 Tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos y a los préstamos denominados en euros a sectores residentes en la zona del euro ^{1),*}

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

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

	Depósitos de los hogares					Depósitos de las sociedades no financieras			Cesiones temporales
	A la vista	A plazo		Disponibles con preaviso ²⁾		A la vista	A plazo		
		Hasta 2 años	A más de 2 años	Hasta 3 meses	A más de 3 meses		Hasta 2 años	A más de 2 años	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2010 Oct	0,43	2,22	2,70	1,54	1,82	0,49	1,68	3,07	1,29
Nov	0,44	2,25	2,72	1,54	1,83	0,50	1,70	3,11	1,33
Dic	0,43	2,28	2,71	1,55	1,84	0,50	1,76	3,09	1,50
2011 Ene	0,43	2,31	2,72	1,53	1,85	0,54	1,78	3,07	1,55
Feb	0,44	2,34	2,73	1,60	1,86	0,52	1,79	3,09	1,59
Mar	0,45	2,38	2,71	1,61	1,88	0,54	1,84	3,13	1,65
Abr	0,46	2,40	2,73	1,65	1,90	0,61	1,93	3,12	1,72
May	0,49	2,45	2,73	1,67	1,91	0,63	1,99	3,12	1,76
Jun	0,49	2,48	2,76	1,70	1,92	0,67	2,07	3,11	1,93
Jul	0,52	2,53	2,77	1,70	1,93	0,66	2,13	3,13	1,94
Ago	0,54	2,58	2,77	1,77	1,93	0,68	2,11	3,14	1,97
Sep	0,55	2,62	2,79	1,79	1,94	0,69	2,14	3,15	2,07

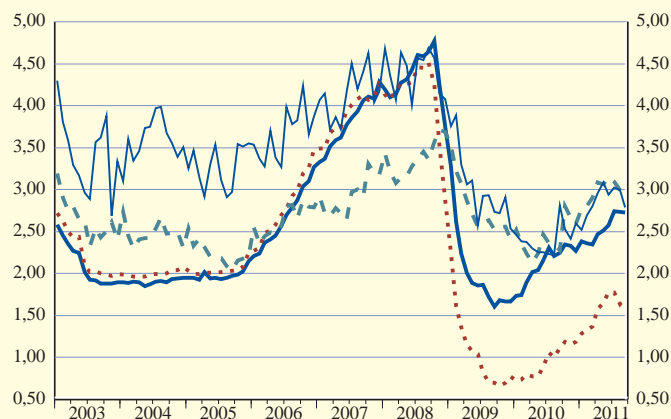
5. Tipos de interés aplicados a los préstamos (saldos vivos)

	Préstamos a hogares					Préstamos a sociedades no financieras			
	Préstamos para adquisición de vivienda, detalle por plazo			Crédito al consumo y otros fines, detalle por plazo		Detalle por plazo			
	Hasta 1 año	A más de 1 y hasta 5 años	A más de 5 años	Hasta 1 año	A más de 1 y hasta 5 años	A más de 5 años	Hasta 1 año	A más de 1 y hasta 5 años	A más de 5 años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2010 Oct	3,80	3,86	3,82	7,87	6,45	5,19	3,48	3,34	3,38
Nov	3,77	3,86	3,84	7,74	6,47	5,20	3,50	3,39	3,41
Dic	3,73	3,83	3,81	7,72	6,41	5,18	3,49	3,41	3,42
2011 Ene	3,71	3,80	3,80	7,83	6,40	5,17	3,58	3,44	3,42
Feb	3,68	3,81	3,82	7,86	6,43	5,20	3,63	3,47	3,47
Mar	3,72	3,80	3,84	7,90	6,40	5,19	3,67	3,49	3,48
Abr	3,81	3,78	3,84	7,92	6,43	5,23	3,76	3,59	3,54
May	3,81	3,78	3,85	7,94	6,38	5,23	3,83	3,64	3,56
Jun	3,87	3,78	3,86	7,93	6,45	5,28	3,92	3,73	3,63
Jul	4,02	3,79	3,90	8,01	6,42	5,29	3,99	3,80	3,69
Ago	4,06	3,78	3,89	8,05	6,42	5,30	4,05	3,84	3,72
Sep	4,13	3,79	3,92	8,12	6,48	5,31	4,10	3,85	3,74

G21 Nuevos depósitos a plazo

(porcentaje, excluidas comisiones; medias del período)

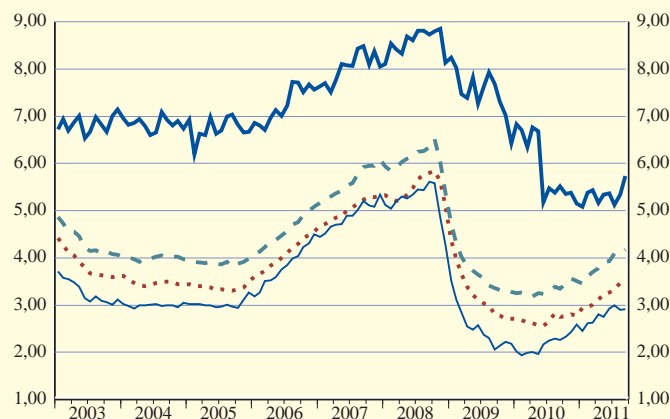
- De los hogares, hasta 1 año
- ... De las sociedades no financieras, hasta 1 año
- - De los hogares, a más de 2 años
- - De las sociedades no financieras, más de 2 años



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

(porcentaje, excluidas comisiones; medias del período)

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



Fuente: BCE

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

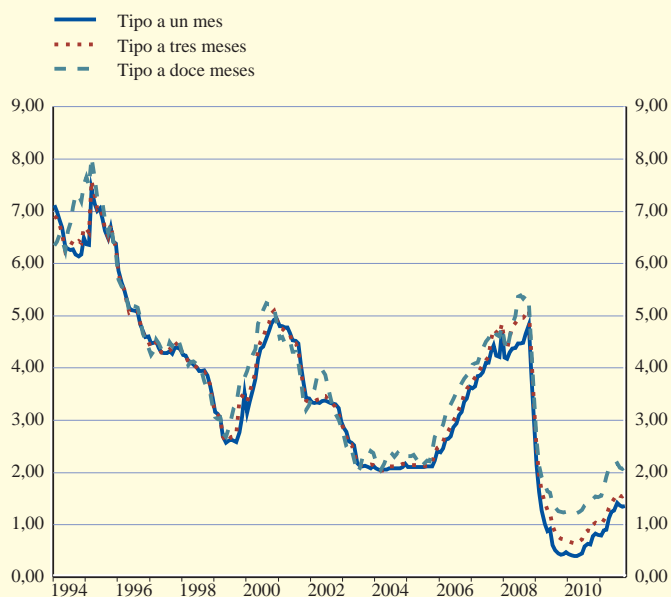
4.6 Tipos de interés del mercado monetario

(porcentaje; medias del período)

	Zona del euro ^{1),2)}					Estados Unidos	Japón
	Depósitos a 1 día (EONIA) 1	Depósitos a 1 mes (EURIBOR) 2	Depósitos a 3 meses (EURIBOR) 3	Depósitos a 6 meses (EURIBOR) 4	Depósitos a 12 meses (EURIBOR) 5	Depósitos a 3 meses (LIBOR) 6	Depósitos a 3 meses (LIBOR) 7
2008	3,87	4,28	4,64	4,73	4,83	2,93	0,93
2009	0,71	0,89	1,22	1,43	1,61	0,69	0,47
2010	0,44	0,57	0,81	1,08	1,35	0,34	0,23
2010 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
III	0,97	1,38	1,56	1,77	2,11	0,30	0,19
2010 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
Ago	0,91	1,37	1,55	1,75	2,10	0,29	0,19
Sep	1,01	1,35	1,54	1,74	2,07	0,35	0,19
Oct	0,96	1,36	1,58	1,78	2,11	0,41	0,19

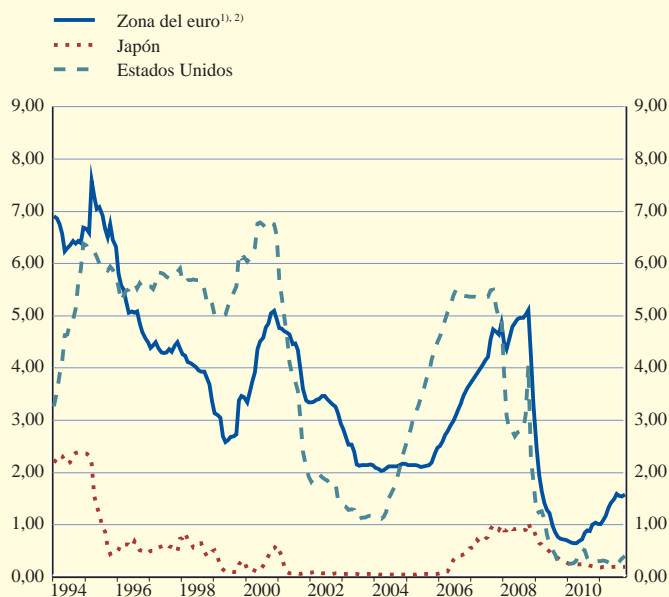
G23 Tipos de interés del mercado monetario de la zona del euro^{1),2)}

(medias mensuales; porcentaje)



G24 Tipos a tres meses del mercado monetario

(medias mensuales; porcentaje)



Fuente: BCE.

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

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

4.7 Curvas de rendimientos de la zona del euro ¹⁾

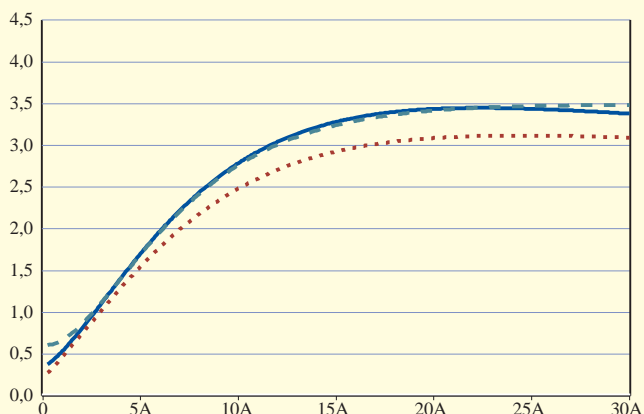
(deuda de las Administraciones centrales con calificación AAA de la zona del euro; fin de período; tipos de interés en porcentaje; diferenciales en puntos porcentuales)

	Tipos al contado								Tipos forward instantáneos			
	Tres meses	Un año	Dos años	Cinco años	Siete años	Diez años	Diez años-tres meses (diferencial)	Diez años-dos años (diferencial)	Un año	Dos años	Cinco años	Diez años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2008	1,75	1,85	2,14	2,95	3,32	3,69	1,94	1,55	2,09	2,76	4,04	4,60
2009	0,38	0,81	1,38	2,64	3,20	3,76	3,38	2,38	1,41	2,44	4,27	5,20
2010	0,49	0,60	0,93	2,15	2,78	3,36	2,87	2,43	0,85	1,70	3,99	4,69
2010 III	0,57	0,68	0,90	1,71	2,18	2,67	2,10	1,77	0,86	1,41	3,01	3,91
IV	0,49	0,60	0,93	2,15	2,78	3,36	2,87	2,43	0,85	1,70	3,99	4,69
2011 I	0,87	1,30	1,79	2,83	3,26	3,66	2,79	1,87	1,84	2,69	4,12	4,63
II	1,24	1,39	1,65	2,50	2,94	3,41	2,17	1,75	1,63	2,22	3,76	4,60
III	0,27	0,47	0,75	1,55	1,99	2,48	2,21	1,74	0,74	1,31	2,77	3,79
2010 Oct	0,75	0,84	1,06	1,89	2,36	2,86	2,11	1,80	1,02	1,57	3,21	4,09
Nov	0,63	0,72	0,99	2,02	2,58	3,11	2,48	2,12	0,92	1,62	3,62	4,35
Dic	0,49	0,60	0,93	2,15	2,78	3,36	2,87	2,43	0,85	1,70	3,99	4,69
2011 Ene	0,65	1,03	1,48	2,55	3,03	3,49	2,84	2,01	1,51	2,34	3,96	4,62
Feb	0,69	1,08	1,53	2,55	3,02	3,49	2,80	1,96	1,56	2,37	3,91	4,67
Mar	0,87	1,30	1,79	2,83	3,26	3,66	2,79	1,87	1,84	2,69	4,12	4,63
Abr	1,02	1,41	1,86	2,80	3,19	3,55	2,53	1,70	1,90	2,67	3,96	4,46
May	1,03	1,32	1,67	2,52	2,93	3,37	2,34	1,69	1,69	2,34	3,69	4,51
Jun	1,24	1,39	1,65	2,50	2,94	3,41	2,17	1,75	1,63	2,22	3,76	4,60
Jul	1,01	1,11	1,32	2,09	2,55	3,06	2,05	1,74	1,28	1,79	3,34	4,39
Ago	0,61	0,67	0,86	1,69	2,21	2,76	2,15	1,90	0,80	1,33	3,09	4,22
Sep	0,27	0,47	0,75	1,55	1,99	2,48	2,21	1,74	0,74	1,31	2,77	3,79
Oct	0,38	0,54	0,81	1,71	2,22	2,79	2,41	1,98	0,78	1,39	3,12	4,29

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

(porcentaje; fin de período)

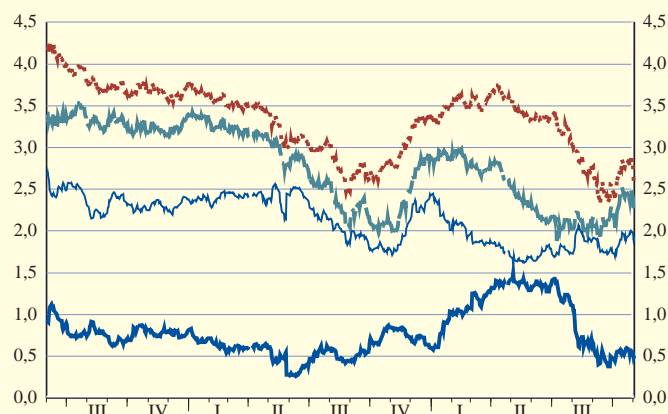
— Octubre 2011
- - - Septiembre 2011
- - - Agosto 2011



G26 Tipos al contado y diferenciales de la zona del euro ²⁾

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

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



Fuentes: Cálculos del BCE, basados en datos proporcionados por EuroMTS y calificaciones crediticias de Fitch Ratings.

- Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.
- Los datos incluyen la deuda de las administraciones centrales con calificación AAA.

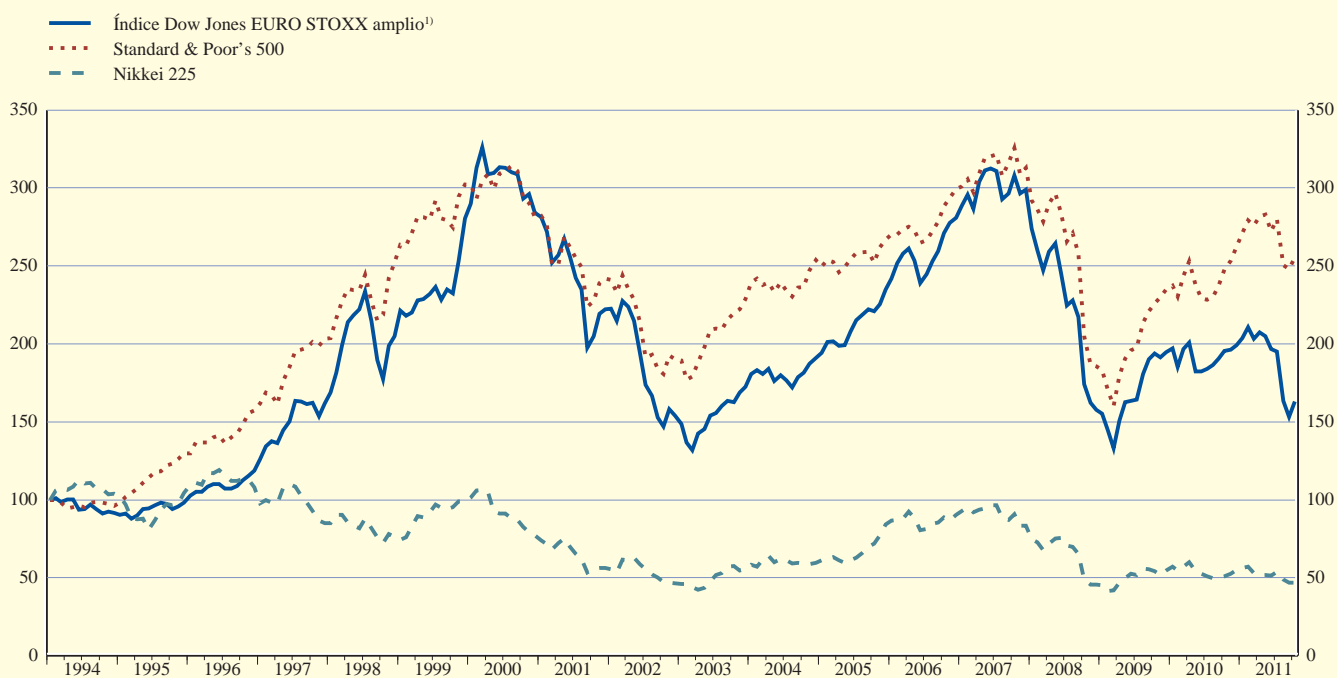
4.8 Índices bursátiles

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

	Índices Dow Jones EURO STOXX ¹⁾												Estados Unidos	Japón
	Referencia		Principales índices sectoriales											
	Índice amplio	50	Materias primas	Servicios de consumo	Bienes de consumo	Petróleo y gas	Financiero	Industrial	Tecnología	Agua, gas y electricidad	Telecomunicaciones	Sanidad	Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2008	313,7	3.319,5	480,4	169,3	290,7	380,9	265,0	350,9	282,5	502,0	431,5	411,5	1.220,7	12.151,6
2009	234,2	2.521,0	353,2	140,5	244,5	293,5	172,1	269,7	200,7	353,7	380,4	363,5	946,2	9.321,6
2010	265,5	2.779,3	463,1	166,2	323,4	307,2	182,8	337,6	224,1	344,9	389,6	408,4	1.140,0	10.006,5
2010 III	259,5	2.715,9	445,8	165,2	323,0	294,5	181,6	327,0	210,7	325,9	387,6	391,4	1.096,2	9.356,0
IV	273,4	2.817,8	513,8	176,1	361,3	309,9	175,7	361,9	227,0	333,0	399,2	405,0	1.204,6	9.842,4
2011 I	285,5	2.932,9	532,7	175,5	366,3	341,1	185,0	388,0	249,6	347,7	396,7	415,0	1.302,5	10.285,3
II	281,2	2.862,7	552,0	169,6	370,7	328,8	175,2	391,5	239,7	333,7	385,0	448,4	1.318,3	9.609,4
III	236,0	2.381,6	463,7	146,0	341,5	282,0	133,8	323,0	199,8	270,2	333,0	435,0	1.225,3	9.246,3
2010 Oct	271,3	2.817,7	489,1	175,1	346,1	304,9	183,2	346,0	223,7	331,4	410,5	405,4	1.171,6	9.455,1
Nov	272,2	2.809,6	509,9	176,3	359,9	307,4	174,4	358,5	222,9	335,0	403,0	405,0	1.198,9	9.797,2
Dic	276,5	2.825,6	540,1	176,8	376,5	316,7	170,0	379,7	234,1	332,6	385,3	404,6	1.241,5	10.254,5
2011 Ene	282,8	2.900,7	531,1	178,1	375,3	335,1	178,0	385,8	246,1	346,2	390,7	411,8	1.282,6	10.449,5
Feb	292,3	3.015,7	540,5	179,0	369,7	348,0	193,5	393,1	257,6	359,0	402,9	418,7	1.321,1	10.622,3
Mar	281,9	2.890,4	527,4	170,1	355,0	340,5	184,1	385,7	245,9	339,1	396,8	414,6	1.304,5	9.852,4
Abr	287,5	2.947,2	557,3	172,5	366,6	343,8	182,4	397,9	250,0	346,9	402,8	435,4	1.331,5	9.644,6
May	284,0	2.885,8	557,0	171,7	374,9	330,4	176,3	395,5	246,5	337,8	386,4	457,8	1.338,3	9.650,8
Jun	272,9	2.766,6	542,5	164,9	370,0	314,3	168,0	382,0	224,1	318,3	368,2	450,3	1.287,3	9.541,5
Jul	270,5	2.743,5	550,7	160,8	384,4	317,4	160,6	375,7	221,0	307,8	360,0	467,4	1.325,2	9.996,7
Ago	226,9	2.297,2	443,7	141,1	329,7	268,6	129,0	307,3	189,7	258,4	329,3	420,7	1.185,3	9.072,9
Sep	212,6	2.124,3	401,4	137,0	312,8	262,4	113,3	289,2	190,1	246,7	311,1	419,0	1.173,9	8.695,4
Oct	226,1	2.312,3	424,8	142,4	325,6	290,2	123,1	302,3	203,0	269,9	334,1	426,1	1.207,2	8.733,6

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

(enero 1994 = 100; medias mensuales)



Fuente: BCE.

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



PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Índice armonizado de precios de consumo ¹⁾

	Total					Total (d.; tasa de variación respecto al período anterior)						Pro memoria: Precios administrados ²⁾	
	Índice: 2005 = 100	Total		Bienes	Servicios	Total	Alimentos elaborados	Alimentos no elaborados	Bienes industriales no energéticos	Energía (s.d.)	Servicios	IAPC total excluidos precios administrados	Precios administrados
		Total, excl. alimentos no elaborados y energía											
% del total en 2011	100,0	100,0	82,3	58,6	41,4	100,0	11,9	7,4	28,9	10,4	41,4	88,7	11,3
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2007	104,4	2,1	2,0	1,9	2,5	-	-	-	-	-	-	2,1	2,2
2008	107,8	3,3	2,4	3,8	2,6	-	-	-	-	-	-	3,4	2,7
2009	108,1	0,3	1,3	-0,9	2,0	-	-	-	-	-	-	0,1	1,8
2010	109,8	1,6	1,0	1,8	1,4	-	-	-	-	-	-	1,6	1,5
2010 III	109,9	1,7	1,0	2,0	1,4	0,3	0,4	0,6	0,1	0,0	0,5	1,7	2,0
IV	110,8	2,0	1,1	2,5	1,3	0,5	0,6	0,5	0,3	2,0	0,3	2,0	2,3
2011 I	111,3	2,5	1,3	3,1	1,6	1,0	0,8	0,4	0,0	6,3	0,5	2,4	3,4
II	113,1	2,8	1,8	3,3	1,9	0,9	1,2	0,3	0,6	2,8	0,6	2,7	3,6
III	112,8	2,7	1,7	3,2	2,0	0,3	1,0	0,0	-0,4	0,4	0,5	2,6	3,5
2011 May	113,1	2,7	1,7	3,4	1,8	0,0	0,5	0,2	0,1	-0,6	0,0	2,6	3,6
Jun	113,1	2,7	1,8	3,2	2,0	0,1	0,2	-0,1	0,0	-0,5	0,3	2,6	3,6
Jul	112,4	2,5	1,5	2,9	2,0	-0,1	0,4	-0,1	-0,9	0,8	0,2	2,4	3,5
Ago	112,6	2,5	1,5	3,0	1,9	0,1	0,3	0,1	0,1	-0,2	0,2	2,4	3,4
Sep ³⁾	113,5	3,0	2,0	3,7	1,9	0,5	0,4	0,2	1,2	0,9	0,1	2,9	3,5
Oct	.	3,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

	Bienes						Servicios					
	Alimentos (incl. bebidas alcohólicas y tabaco)			Bienes industriales			Vivienda	Transporte	Comunicaciones	Recreativos y personales	Varios	
	Total	Elaborados	No elaborados	Total	No energéticos	Energía						
% del total en 2011	19,3	11,9	7,4	39,3	28,9	10,4	10,1	6,0	6,5	3,2	14,6	7,0
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
2007	2,8	2,8	3,0	1,4	1,0	2,6	2,7	2,0	2,6	-1,9	2,9	3,2
2008	5,1	6,1	3,5	3,1	0,8	10,3	2,3	1,9	3,9	-2,2	3,2	2,5
2009	0,7	1,1	0,2	-1,7	0,6	-8,1	2,0	1,8	2,9	-1,0	2,1	2,1
2010	1,1	0,9	1,3	2,2	0,5	7,4	1,8	1,5	2,3	-0,8	1,0	1,5
2010 III	1,5	0,9	2,3	2,2	0,5	7,3	1,8	1,6	2,5	-0,8	1,0	1,5
IV	1,9	1,3	2,7	2,9	0,8	9,2	1,6	1,3	1,9	-0,8	1,2	1,5
2011 I	2,2	2,1	2,3	3,6	0,5	12,7	1,8	1,3	2,0	-0,4	1,5	1,9
II	2,6	3,0	1,9	3,7	1,0	11,5	1,9	1,4	3,2	-1,0	2,0	2,1
III	2,8	3,7	1,3	3,4	0,4	12,0	1,8	1,5	3,2	-1,8	2,2	2,1
2011 Abr	2,2	2,8	1,4	4,0	1,0	12,5	1,8	1,4	3,2	-0,9	2,2	2,2
May	2,8	3,2	2,4	3,6	1,0	11,1	1,9	1,4	3,1	-1,0	1,7	2,1
Jun	2,7	3,1	2,0	3,5	0,9	10,9	1,9	1,5	3,4	-1,2	2,2	2,0
Jul	2,6	3,4	1,3	3,1	0,0	11,8	1,9	1,5	3,4	-1,6	2,2	2,0
Ago	2,7	3,6	1,1	3,1	0,0	11,8	1,8	1,5	3,3	-1,8	2,2	2,1
Sep	3,0	4,0	1,4	4,1	1,2	12,4	1,8	1,4	3,1	-1,9	2,3	2,2

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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

% del total en 2005	Precios industriales, excluida construcción										Construcción ¹⁾	Precios de los inmuebles residenciales ²⁾
	Total (índice: 2005 = 100)	Total	Industria, excluidas construcción y energía							Energía		
			Industria manufacturera	Total	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo					
							Total	Duradero	No duradero			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2007	107,9	2,7	3,0	3,2	4,6	2,2	2,2	2,4	2,2	1,2	4,2	4,8
2008	114,4	6,1	4,8	3,4	3,9	2,1	3,9	2,8	4,1	14,2	3,8	1,3
2009	108,6	-5,1	-5,4	-2,9	-5,3	0,4	-2,1	1,2	-2,5	-11,8	0,1	-2,9
2010	111,7	2,9	3,4	1,6	3,5	0,3	0,4	0,9	0,3	6,4	1,9	1,9
2010 II	111,5	3,0	3,8	1,6	3,6	0,2	0,0	0,6	-0,1	7,2	2,3	1,7
III	112,3	4,0	3,7	2,3	4,8	0,7	0,6	1,1	0,5	8,7	2,5	2,7
IV	113,5	4,8	4,6	3,1	5,9	0,8	1,5	1,4	1,5	9,6	2,8	2,8
2011 I	116,7	6,5	6,3	4,4	7,9	1,3	2,5	1,8	2,6	12,5	4,2	2,3
II	118,5	6,3	5,8	4,3	6,8	1,3	3,4	1,9	3,7	11,9	3,0	1,1
2011 Mar	117,6	6,8	6,7	4,6	8,1	1,4	2,8	1,8	3,0	13,0	-	-
Abr	118,6	6,8	6,3	4,5	7,3	1,4	3,4	2,0	3,5	13,2	-	-
May	118,4	6,2	5,6	4,2	6,6	1,2	3,5	1,9	3,8	11,8	-	-
Jun	118,4	5,9	5,4	4,1	6,3	1,3	3,4	1,8	3,7	10,7	-	-
Jul	118,9	6,1	5,8	4,0	6,1	1,5	3,3	1,9	3,5	11,9	-	-
Ago	118,7	5,8	5,5	3,9	5,7	1,5	3,3	2,1	3,5	11,4	-	-

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

% del total	Precios del petróleo ³⁾ (euros por barril)	Precios de las materias primas no energéticas						Total (d.; índice: 2005 = 100)	Total	Deflatores del PIB ¹⁾					Expor-taciones ⁶⁾	Impor-taciones ⁶⁾
		Ponderados ⁴⁾ por las importaciones			Ponderados ⁵⁾ por el destino					Demanda interna						
		Total	Alimen-ticias	No alimen-ticias	Total	Alimen-ticias	No alimen-ticias			Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo			
														Total			Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15		
2007	52,8	7,8	14,3	5,5	5,3	9,3	2,9	104,2	2,3	2,2	2,2	1,8	2,5	1,6	1,2	
2008	65,9	2,0	18,4	-4,4	-1,7	9,7	-8,6	106,2	1,9	2,5	2,7	2,7	2,3	2,4	3,9	
2009	44,6	-18,5	-8,9	-23,0	-18,0	-11,4	-22,8	107,1	0,9	-0,1	-0,2	1,9	-0,5	-3,4	-5,9	
2010	60,7	44,7	21,4	57,9	42,1	27,1	54,5	108,0	0,8	1,1	1,8	0,9	1,0	4,1	5,1	
2010 II	62,6	48,2	12,5	70,2	41,7	14,0	67,3	107,8	0,7	1,2	1,8	1,1	1,1	4,3	5,8	
III	59,6	51,5	29,7	63,1	49,4	41,0	55,8	108,3	1,1	1,4	2,0	0,5	1,6	5,3	6,5	
IV	64,4	48,6	36,6	54,7	48,7	48,4	48,9	108,3	1,0	1,5	2,1	0,7	1,6	5,2	6,6	
2011 I	77,3	42,9	46,1	41,4	41,0	47,2	36,6	108,8	1,3	2,0	2,5	0,5	2,1	6,3	8,3	
II	81,3	11,6	28,8	4,6	13,3	26,2	5,1	109,3	1,3	1,9	2,5	0,8	1,6	4,5	5,9	
2011 May	79,8	11,1	28,6	3,9	12,1	25,0	4,0	-	-	-	-	-	-	-	-	
Jun	79,1	8,7	21,2	3,3	10,3	18,7	4,6	-	-	-	-	-	-	-	-	
Jul	81,7	7,6	18,7	2,9	9,5	15,1	5,6	-	-	-	-	-	-	-	-	
Ago	76,7	2,5	17,2	-3,6	4,1	12,7	-1,8	-	-	-	-	-	-	-	-	
Sep	79,8	1,5	14,3	-3,9	1,5	7,5	-2,6	-	-	-	-	-	-	-	-	
Oct	78,9	1,9	11,5	-2,4	2,6	10,9	-3,2	-	-	-	-	-	-	-	-	

Fuentes: Eurostat, cálculos del BCE basados en datos de Eurostat (columna 7 del cuadro 2 de la sección 5.1 y columnas 8-15 del cuadro 3 de la sección 5.1), cálculos del BCE basados en datos de Thomson Reuters (columna 1 del cuadro 3 de la sección 5.1) y cálculos del BCE (columna 12 del cuadro 2 de la sección 5.1 y columnas 2-7 del cuadro 3 de la sección 5.1).

1) Precios de los consumos intermedios de los edificios residenciales.

2) Datos experimentales basados en fuentes nacionales no armonizadas (para más información, véase <http://www.ecb.europa.eu/stats/intro/html/experiment.en.html>).

3) Brent (para entrega en un mes).

4) Se refiere a precios expresados en euros. Ponderados según la estructura de las importaciones de la zona del euro en el período 2004-2006.

5) Se refiere a precios expresados en euros. Ponderados según la demanda interna de la zona del euro (producción interna más importaciones menos exportaciones) en el período 2004-2006. Datos experimentales (para más información, véase <http://www.ecb.europa.eu/stats/intro/html/experiment.en.html>).

6) Los deflatores de las importaciones y de las exportaciones se refieren a bienes y servicios e incluyen el comercio transfronterizo dentro de la zona del euro.

5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

4. Costes laborales unitarios, remuneración al factor trabajo y productividad del trabajo

(datos desestacionalizados)

	Total (índice: 2000 = 100)	Total	Por ramas de actividad					
			Agricultura, caza, silvicultura y pesca	Ind. extractivas, ind. manufacturera y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transporte y comunicaciones	Intermediación financiera, actividades inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales	Administración pública, educación, sanidad y otros servicios
	1	2	3	4	5	6	7	8
Costes laborales unitarios ¹⁾								
2009	109,9	3,9	-3,0	8,8	2,0	5,7	0,6	2,7
2010	109,1	-0,7	0,3	-5,7	2,0	-1,4	1,6	0,8
2010 III	108,8	-0,7	1,7	-4,4	2,0	-1,7	2,1	0,1
IV	109,4	-0,1	0,8	-3,3	1,0	-0,3	1,8	0,7
2011 I	109,6	0,2	1,9	-1,6	-0,7	0,4	2,9	0,7
II	110,5	1,3	1,4	0,6	-0,5	1,4	3,3	1,0
Remuneración por asalariado								
2009	109,8	1,4	2,1	-0,3	2,5	1,8	1,2	2,5
2010	111,6	1,6	1,0	3,4	1,6	1,6	1,5	0,7
2010 III	111,6	1,5	1,1	3,4	1,8	1,8	1,6	0,0
IV	112,4	1,6	1,5	3,8	1,4	1,8	1,4	0,3
2011 I	113,4	2,3	3,7	4,1	3,7	2,3	2,0	1,1
II	114,1	2,4	3,4	4,7	2,5	1,9	2,0	1,5
Productividad del trabajo por persona ocupada ²⁾								
2009	99,9	-2,4	5,3	-8,3	0,5	-3,6	0,6	-0,2
2010	102,2	2,3	0,7	9,7	-0,4	3,1	-0,1	-0,1
2010 III	102,6	2,2	-0,6	8,2	-0,2	3,6	-0,4	-0,1
IV	102,7	1,7	0,7	7,3	0,5	2,1	-0,4	-0,5
2011 I	103,4	2,1	1,8	5,8	4,5	1,9	-0,9	0,3
II	103,3	1,1	2,0	4,1	3,0	0,6	-1,3	0,5
Remuneración por hora trabajada								
2009	112,1	3,3	2,6	4,4	5,2	3,2	2,7	3,0
2010	113,0	0,8	0,5	0,5	1,7	0,8	0,8	0,5
2010 III	112,9	0,6	0,4	0,2	1,9	0,9	0,7	-0,1
IV	113,9	1,3	3,0	1,3	2,5	1,9	1,1	0,3
2011 I	114,6	1,9	1,5	1,8	3,3	2,8	1,5	1,0
II	115,9	2,8	6,2	3,6	3,1	3,5	2,8	1,3
Productividad del trabajo por hora trabajada ²⁾								
2009	102,2	-0,7	5,2	-4,3	2,7	-2,5	2,0	0,3
2010	103,7	1,5	1,4	6,6	-0,7	2,2	-0,7	-0,4
2010 III	103,9	1,2	0,0	4,7	-0,5	2,5	-1,2	-0,3
IV	104,2	1,4	1,8	4,9	1,1	2,0	-0,5	-0,6
2011 I	104,6	1,6	0,3	3,5	3,5	2,0	-1,2	0,2
II	105,0	1,5	3,1	3,1	3,2	1,7	-0,2	0,2

5. Índices de costes laborales ³⁾

	Total (d.; índice: 2008 = 100)	Total	Por componentes		Por algunas ramas de actividad			Pro memoria: Indicador de salarios negociados ⁴⁾
			Sueldos y salarios	Cotizaciones sociales a cargo de la empresa	Ind. extractivas, ind. manufacturera y energía	Construcción	Servicios	
	1	2	3	4	5	6	7	8
% del total en 2008	100,0	100,0	75,2	24,8	32,4	9,0	58,6	
2009	102,7	2,8	2,5	2,9	3,0	3,5	2,5	2,6
2010	104,3	1,6	1,4	1,9	0,9	1,9	1,9	1,7
2010 III	104,4	1,2	1,0	1,5	0,3	1,7	1,6	1,5
IV	105,2	1,7	1,6	2,0	1,3	1,5	2,0	1,6
2011 I	106,4	2,7	2,3	3,4	2,4	2,2	2,8	1,7
II	107,7	3,6	3,5	4,3	4,5	3,0	3,2	1,9

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

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

5.2 Producto y demanda

(datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin ajustar)

1. PIB y componentes del gasto

	PIB								
	Total	Demanda interna				Saldo exterior ¹⁾			
		Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo	Variación de existencias ²⁾	Total	Exportaciones ¹⁾	Importaciones ¹⁾
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
Precios corrientes (mm de euros)									
2007	9.035,0	8.899,4	5.056,5	1.808,0	1.959,4	75,4	135,6	3.748,3	3.612,7
2008	9.248,8	9.159,6	5.211,9	1.901,3	1.983,3	63,1	89,2	3.880,8	3.791,6
2009	8.940,5	8.824,3	5.141,4	1.988,2	1.737,8	-43,1	116,3	3.269,3	3.153,0
2010	9.175,8	9.053,1	5.280,5	2.014,6	1.742,8	15,2	122,7	3.748,8	3.626,0
2010 II	2.287,5	2.260,2	1.314,8	503,6	437,2	4,6	27,3	930,1	902,9
III	2.307,4	2.273,1	1.324,5	505,1	438,3	5,2	34,3	958,2	923,9
IV	2.313,7	2.283,0	1.336,6	503,0	438,4	5,0	30,7	976,4	945,7
2011 I	2.342,8	2.322,0	1.349,3	508,9	450,5	13,2	20,8	1.013,8	993,0
II	2.355,6	2.331,0	1.354,8	509,2	451,8	15,1	24,6	1.023,1	998,5
Porcentaje del PIB									
2010	100,0	98,7	57,5	22,0	19,0	0,2	1,3	-	-
Volúmenes encadenados (precios del año anterior)									
<i>tasas de variación intertrimestral</i>									
2010 II	0,9	0,8	0,2	0,2	2,2	-	-	4,2	3,9
III	0,4	0,3	0,3	0,0	0,0	-	-	1,8	1,5
IV	0,3	0,2	0,3	0,0	-0,2	-	-	1,2	1,1
2011 I	0,8	0,9	0,2	0,4	1,8	-	-	1,4	1,6
II	0,2	-0,1	-0,2	-0,1	0,1	-	-	0,7	0,2
<i>tasas de variación interanual</i>									
2007	3,0	2,8	1,7	2,2	4,7	-	-	6,6	6,1
2008	0,4	0,4	0,4	2,4	-1,1	-	-	1,0	0,9
2009	-4,2	-3,6	-1,2	2,6	-12,0	-	-	-12,8	-11,7
2010	1,8	1,4	0,9	0,4	-0,8	-	-	10,1	9,3
2010 II	2,1	1,7	0,7	0,6	-0,4	-	-	12,1	11,2
III	2,1	1,8	1,1	0,2	0,7	-	-	11,1	10,7
IV	1,9	1,8	1,2	-0,2	1,2	-	-	10,6	10,7
2011 I	2,4	2,1	0,9	0,7	3,8	-	-	8,8	8,3
II	1,6	1,3	0,5	0,3	1,7	-	-	5,3	4,5
<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del PIB; puntos porcentuales</i>									
2010 II	0,9	0,8	0,1	0,1	0,4	0,2	0,2	-	-
III	0,4	0,3	0,2	0,0	0,0	0,1	0,2	-	-
IV	0,3	0,2	0,2	0,0	0,0	0,1	0,1	-	-
2011 I	0,8	0,8	0,1	0,1	0,3	0,3	-0,1	-	-
II	0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,2	-	-
<i>contribuciones a las tasas de variación interanual del PIB; puntos porcentuales</i>									
2007	3,0	2,8	0,9	0,4	1,0	0,4	0,3	-	-
2008	0,4	0,4	0,2	0,5	-0,2	-0,1	0,1	-	-
2009	-4,2	-3,6	-0,7	0,5	-2,6	-0,9	-0,6	-	-
2010	1,8	1,4	0,5	0,1	-0,2	0,9	0,4	-	-
2010 II	2,1	1,7	0,4	0,1	-0,1	1,2	0,4	-	-
III	2,1	1,7	0,6	0,0	0,1	1,0	0,3	-	-
IV	1,9	1,8	0,7	0,0	0,2	0,9	0,2	-	-
2011 I	2,4	2,1	0,5	0,2	0,7	0,7	0,3	-	-
II	1,6	1,2	0,3	0,1	0,3	0,5	0,4	-	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

- 1) Las exportaciones y las importaciones comprenden bienes y servicios e incluyen el comercio transfronterizo dentro de la zona del euro. Los datos no se corresponden totalmente con la sección 3.1; el cuadro 1 de la sección 7.1; el cuadro 3 de la sección 7.2; o los cuadros 1 o 3 de la sección 7.5.
- 2) Incluye las adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos.

5.2 Producto y demanda

(datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin ajustar)

2. Valor añadido por ramas de actividad

	Valor añadido bruto (precios básicos)							Impuestos menos subvenciones sobre los productos
	Total	Agricultura, caza, silvicultura y pesca	Ind. extractivas, industria manufacturera y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transporte y comunicaciones	Interm. financiera, activ. inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales	Administración pública, educación, sanidad y otros servicios	
	1	2	3	4	5	6	7	8
Precios corrientes (mm de euros)								
2007	8.075,1	147,7	1.654,0	511,7	1.666,4	2.304,4	1.790,9	959,9
2008	8.302,9	143,1	1.653,9	527,3	1.725,6	2.381,1	1.871,8	945,9
2009	8.048,8	129,2	1.445,5	505,9	1.648,4	2.374,3	1.945,6	891,7
2010	8.236,6	138,6	1.530,6	486,8	1.690,5	2.409,7	1.980,5	939,2
2010 II	2.053,0	34,4	380,0	122,8	420,7	598,9	496,2	234,5
III	2.066,2	35,1	383,1	122,2	425,6	605,2	495,0	241,2
IV	2.075,2	35,8	390,0	120,6	427,0	606,7	495,1	238,5
2011 I	2.100,8	36,7	397,2	125,2	431,6	611,8	498,3	242,0
II	2.112,6	36,6	400,2	125,6	434,4	614,2	501,6	243,0
<i>porcentaje del valor añadido</i>								
2010	100,0	1,7	18,6	5,9	20,5	29,3	24,0	-
Volúmenes encadenados (precios del año anterior)								
<i>tasas de variación intertrimestral</i>								
2010 II	0,8	-0,6	1,9	1,0	1,0	0,4	0,1	2,5
III	0,4	-0,9	0,8	-1,1	0,7	0,6	0,1	0,5
IV	0,3	0,6	1,3	-1,3	0,0	0,3	0,1	0,0
2011 I	0,7	0,6	1,8	2,5	0,6	0,2	0,2	1,2
II	0,2	-0,2	0,4	0,1	0,2	0,2	0,2	-0,2
<i>tasas de variación interanual</i>								
2007	3,3	1,6	3,5	2,6	3,9	4,2	1,8	0,7
2008	0,6	1,3	-2,4	-1,6	1,4	1,6	2,0	-1,4
2009	-4,2	2,8	-13,1	-6,2	-5,3	-1,6	1,3	-3,9
2010	1,9	0,1	6,3	-4,1	2,4	1,0	0,9	1,3
2010 II	2,1	0,4	7,7	-3,8	2,7	0,7	1,0	1,9
III	2,0	-0,8	5,8	-3,1	3,1	1,2	0,8	2,2
IV	2,0	0,0	6,3	-3,0	2,3	1,4	0,4	1,8
2011 I	2,2	-0,3	5,8	1,1	2,3	1,5	0,6	4,3
II	1,6	0,1	4,3	0,2	1,5	1,3	0,6	1,5
<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del valor añadido; puntos porcentuales</i>								
2010 II	0,8	0,0	0,4	0,1	0,2	0,1	0,0	-
III	0,4	0,0	0,1	-0,1	0,1	0,2	0,0	-
IV	0,3	0,0	0,2	-0,1	0,0	0,1	0,0	-
2011 I	0,7	0,0	0,3	0,1	0,1	0,1	0,1	-
II	0,2	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-
<i>contribuciones a las tasas de variación interanual del valor añadido; puntos porcentuales</i>								
2007	3,3	0,0	0,7	0,2	0,8	1,2	0,4	-
2008	0,6	0,0	-0,5	-0,1	0,3	0,5	0,4	-
2009	-4,2	0,0	-2,6	-0,4	-1,1	-0,5	0,3	-
2010	1,9	0,0	1,1	-0,3	0,5	0,3	0,2	-
2010 II	2,1	0,0	1,4	-0,2	0,6	0,2	0,2	-
III	2,0	0,0	1,1	-0,2	0,6	0,4	0,2	-
IV	2,0	0,0	1,1	-0,2	0,5	0,4	0,1	-
2011 I	2,2	0,0	1,1	0,1	0,5	0,4	0,1	-
II	1,6	0,0	0,8	0,0	0,3	0,4	0,1	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

5.2 Producto y demanda

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

3. Producción industrial

	Total		Industria, excluida construcción									Construcción	
	% del total en 2005	Total (d.; índice: 2005 = 100)	Total	Industria manufacturera	Industria, excluidas construcción y energía						Energía		
					Total	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo					
								Total	Duradero	No duradero			
	100,0	77,8	77,8	69,2	68,7	28,1	22,3	18,3	2,6	15,7	9,1	22,2	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2008	-2,4	106,6	-1,6	-1,7	-1,8	-3,4	0,1	-1,9	-5,2	-1,3	0,2	-5,5	
2009	-13,6	90,9	-14,8	-15,8	-16,0	-19,0	-20,8	-4,9	-17,3	-2,9	-5,3	-8,0	
2010	4,3	97,6	7,5	7,9	7,9	10,1	9,4	3,3	2,6	3,4	3,8	-7,7	
2010 III	3,8	98,3	7,1	7,8	7,8	9,4	10,2	3,1	3,8	3,0	1,6	-8,1	
IV	4,6	100,0	8,1	8,6	8,6	7,9	14,3	2,9	2,0	3,0	4,8	-9,2	
2011 I	4,6	101,1	6,5	8,1	8,2	8,9	13,1	1,4	2,7	1,2	-2,3	-2,4	
II	2,2	101,6	4,2	5,4	5,6	4,3	9,3	2,3	1,2	2,4	-5,4	-5,2	
2011 Mar	3,5	101,3	5,7	6,9	7,1	7,5	11,5	0,9	2,5	0,7	-2,1	-5,3	
Abr	3,8	101,7	5,4	6,8	7,0	5,4	10,7	4,0	4,9	3,7	-5,3	-2,4	
May	3,3	102,0	4,3	6,0	6,1	4,5	10,7	2,6	1,3	2,7	-7,2	-0,9	
Jun	-0,3	101,3	2,8	3,6	3,7	3,1	6,8	0,5	-2,4	1,0	-3,6	-11,4	
Jul	4,3	102,4	4,4	5,2	5,5	4,2	12,0	-0,1	4,6	-0,7	-4,0	2,1	
Ago	5,0	103,9	5,6	6,8	7,0	5,0	12,4	2,7	3,0	2,7	-2,9	1,7	
<i>tasa de variación intermensual (d.)</i>													
2011 Mar	-0,3	-	0,0	-0,3	0,1	0,0	-0,6	0,2	0,0	0,4	-0,3	-0,2	
Abr	0,5	-	0,4	0,5	0,5	0,1	0,9	0,8	1,1	0,5	-3,7	0,9	
May	0,3	-	0,3	0,3	0,1	0,1	1,2	-0,2	-0,5	-0,1	0,3	0,1	
Jun	-1,2	-	-0,7	-1,0	-0,5	-0,6	-1,4	-0,6	-2,4	-0,6	1,1	-1,1	
Jul	2,2	-	1,2	1,0	1,1	0,7	3,3	-0,2	3,9	-0,7	0,2	1,8	
Ago	1,0	-	1,5	1,7	1,4	1,5	2,2	0,9	0,0	1,5	0,4	-0,2	

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

	Nuevos pedidos		Cifra de negocios		Ventas al por menor, excluido combustible para vehículos de motor							Matriculaciones de automóviles	
	Industria manufacturera ¹⁾ (precios corrientes)		Industria manufacturera (precios corrientes)		Precios corrientes	Precios constantes						Total (d.; miles) ²⁾	Total
	Total (d.; índice: 2005 = 100)	Total	Total (d.; índice: 2005 = 100)	Total	Total	Total (d.; índice: 2005 = 100)	Total	Alimentación, bebidas y tabaco	No alimentación				
									Calzado, vestido y confección	Artículos para el hogar			
% del total en 2005	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	43,0	57,0	10,1	14,3		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2008	112,5	-5,9	116,8	1,8	1,7	103,4	-0,8	-1,8	-0,1	-1,8	-1,6	891	-7,8
2009	87,0	-22,7	95,4	-18,6	-2,9	101,4	-2,0	-1,7	-2,2	-1,8	-3,9	925	3,3
2010	102,2	17,4	105,1	10,2	1,4	102,5	1,1	0,5	1,7	2,6	0,8	843	-8,5
2010 IV	107,5	18,1	109,4	12,1	1,4	102,6	0,9	0,2	1,5	1,5	0,0	850	-11,1
2011 I	111,1	18,3	114,4	14,3	1,0	102,6	0,3	-1,0	1,2	-0,2	1,7	861	-3,1
II	114,0	12,1	115,1	9,8	1,1	102,4	-0,2	-0,6	-0,1	1,7	-1,3	827	-1,8
III	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	822	2,9
2011 Abr	111,7	11,8	115,9	9,7	2,8	102,8	1,5	1,4	1,4	4,5	1,7	828	-0,2
May	115,5	13,7	116,0	18,0	-0,3	101,9	-1,7	-2,9	-1,0	-0,7	-2,7	825	-1,1
Jun	114,8	10,7	113,4	2,6	0,8	102,5	-0,4	-0,2	-0,6	1,3	-2,6	827	-3,8
Jul	112,9	8,9	115,9	7,5	1,1	102,6	0,1	-2,3	1,7	2,3	1,5	817	2,2
Ago	115,0	6,0	117,2	.	1,1	102,6	0,2	-0,1	0,5	-0,7	-1,9	821	6,1
Sep	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	828	1,3
<i>tasa de variación intermensual (d.)</i>													
2011 May	-	3,5	-	0,1	-0,8	-	-0,9	-1,1	-0,7	-2,5	-1,6	-	-0,3
Jun	-	-0,7	-	-2,3	0,7	-	0,6	0,8	0,5	1,5	0,3	-	0,3
Jul	-	-1,6	-	2,2	0,1	-	0,2	-0,7	0,5	1,6	1,3	-	-1,2
Ago	-	1,9	-	1,1	0,0	-	0,0	0,2	-0,1	-1,1	-0,9	-	0,5
Sep	-	.	-	.	.	-	.	.	.	.	.	-	0,7

Fuentes: Eurostat, excepto columnas 12 y 13 del cuadro 4 de la sección 5.2 [que incluye cálculos del BCE basados en datos de la Asociación Europea de Fabricantes de Automóviles (ACEA, en sus siglas en inglés)].

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

2) Las cifras anuales y trimestrales son medias de los totales mensuales del período de que se trate.

5.2 Producto y demanda

(saldos netos ¹⁾, salvo indicación en contrario; datos desestacionalizados)

5. Encuestas de opinión de la Comisión Europea

	Indicador de clima económico ²⁾ (media a largo plazo = 100)	Industria manufacturera				Utilización de la capacidad productiva (%) ³⁾	Indicador de confianza de los consumidores				
		Indicador de confianza industrial					Total ⁴⁾	Situación financiera en los próximos 12 meses	Situación económica en los próximos 12 meses	Paro en los próximos 12 meses	Ahorro en los próximos 12 meses
		Total ⁴⁾	Cartera de pedidos	Existencias de productos terminados	Expectativas de producción						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2007	109,4	5,8	7,2	4,4	14,6	84,8	-4,9	-2,3	-4,3	5,0	-8,0
2008	93,7	-8,4	-13,3	10,8	-1,0	82,1	-18,1	-9,9	-25,3	23,5	-13,6
2009	80,7	-28,7	-56,8	14,6	-14,8	70,9	-24,8	-7,0	-26,3	55,5	-10,3
2010	100,9	-4,5	-24,6	0,6	11,6	76,9	-14,0	-5,2	-12,2	31,0	-7,6
2010 III	102,3	-2,5	-18,4	0,3	11,3	77,6	-12,1	-5,5	-11,3	23,4	-8,2
IV	105,7	2,7	-9,5	-0,8	16,8	79,1	-10,4	-5,4	-8,7	20,9	-6,6
2011 I	107,4	6,5	-1,6	-2,0	19,0	80,9	-10,6	-6,0	-9,6	19,7	-7,0
II	105,7	4,3	-1,3	-0,9	13,4	81,2	-10,4	-6,6	-12,4	14,7	-7,9
III	98,8	-2,6	-8,5	4,5	5,3	80,3	-15,6	-7,3	-21,6	23,8	-9,6
2011 May	105,5	3,8	-2,7	-1,4	12,9	-	-9,9	-6,7	-11,6	13,9	-7,4
Jun	105,4	3,5	-1,4	0,1	12,0	-	-9,7	-5,8	-11,1	13,7	-8,2
Jul	103,0	0,9	-4,7	2,5	9,8	80,8	-11,2	-6,0	-14,2	16,1	-8,3
Ago	98,4	-2,7	-9,0	5,0	5,9	-	-16,5	-7,2	-23,4	25,5	-10,0
Sep	95,0	-5,9	-11,9	6,1	0,3	-	-19,1	-8,8	-27,2	29,8	-10,6
Oct	94,8	-6,6	-13,0	6,6	-0,1	79,7	-19,9	-8,9	-28,6	32,5	-9,4

	Indicador de confianza de la construcción			Indicador de confianza del comercio al por menor				Indicador de confianza de los servicios			
	Total ⁴⁾	Cartera de pedidos	Expectativas de empleo	Total ⁴⁾	Evolución actual de los negocios	Nivel de existencias	Evolución futura de los negocios	Total ⁴⁾	Clima empresarial	Demanda en los últimos meses	Demanda en los próximos meses
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
2007	0,1	-7,6	7,8	1,1	5,1	13,2	11,4	16,1	13,3	14,6	20,4
2008	-13,4	-20,7	-6,1	-10,0	-10,6	16,0	-3,5	0,6	-3,7	0,7	4,7
2009	-32,7	-42,2	-23,2	-15,5	-21,0	9,9	-15,7	-15,5	-20,4	-17,9	-8,3
2010	-28,4	-39,6	-17,2	-4,0	-6,1	7,4	1,5	5,0	2,5	4,2	8,3
2010 III	-28,1	-39,8	-16,4	-2,8	-4,7	7,0	3,4	6,9	4,8	8,3	7,6
IV	-26,2	-36,0	-16,3	0,8	1,3	7,4	8,5	9,0	6,8	8,4	11,9
2011 I	-25,2	-36,1	-14,3	-0,7	0,1	8,2	6,0	10,6	8,3	10,5	13,2
II	-24,2	-32,2	-16,1	-2,3	-0,9	9,9	4,0	9,9	7,6	10,3	11,8
III	-24,8	-32,8	-16,6	-7,4	-6,8	12,9	-2,3	3,9	0,7	4,2	6,6
2011 May	-24,7	-32,6	-16,8	-2,4	-1,3	10,6	4,7	9,3	6,9	10,0	11,0
Jun	-23,5	-30,4	-16,5	-2,6	0,5	10,0	1,9	10,1	8,5	10,8	11,1
Jul	-24,3	-31,3	-17,2	-3,6	-2,4	10,5	2,2	7,9	5,3	7,9	10,5
Ago	-23,4	-32,1	-14,6	-8,7	-7,3	13,7	-5,1	3,7	0,1	4,0	6,9
Sep	-26,6	-35,1	-18,0	-9,8	-10,6	14,6	-4,1	0,0	-3,3	0,8	2,5
Oct	-25,3	-33,3	-17,4	-9,8	-11,5	13,4	-4,4	0,2	-3,3	-0,3	4,2

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

- 1) Diferencia entre el porcentaje de entrevistados que responden afirmativamente y aquellos que contestan negativamente.
- 2) El indicador de clima económico está compuesto por los indicadores de confianza industrial, de los servicios, de los consumidores, de la construcción y del comercio al por menor; el indicador de confianza industrial tiene una ponderación del 40%; el de confianza de los servicios, del 30%; el de confianza de los consumidores, del 20%, y cada uno de los dos indicadores restantes tiene una ponderación del 5%. Los valores del indicador de clima económico por encima (por debajo) de 100 indican un clima económico por encima (por debajo) de la media (por debajo de la media) calculado para el período comprendido entre 1990 y 2010.
- 3) Los datos se recogen en enero, abril, julio y octubre de cada año. Los datos trimestrales incluidos son medias de dos encuestas consecutivas. Los datos anuales se obtienen a partir de medias trimestrales.
- 4) Los indicadores de confianza se calculan como medias simples de los componentes incluidos; para el cálculo de los indicadores de confianza se utilizan los componentes de existencias (columnas 4 y 17) y de paro (columna 10), con el signo invertido.

5.3 Mercado de trabajo ¹⁾

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario; datos desestacionalizados)

1. Empleo en términos de personas ocupadas

	Total economía		Por situación profesional		Por ramas de actividad					
	Total (millones)	Total	Asalariados	Autónomos	Agricultura, caza, silvicultura y pesca	Ind. extractivas, ind. manufacturera y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transporte y comunicaciones	Intermediación financiera, activ. inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales	Administración pública, educación, sanidad y otros servicios
% del total en 2010	100,0	100,0	85,5	14,5	3,7	16,0	6,9	25,4	16,6	31,4
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2008	149,721	0,8	1,0	-0,3	-1,7	-0,1	-2,0	1,1	2,2	1,2
2009	146,947	-1,9	-1,8	-2,3	-2,4	-5,2	-6,7	-1,8	-2,2	1,5
2010	146,273	-0,5	-0,4	-0,7	-0,6	-3,1	-3,7	-0,6	1,1	1,1
2010 III	146,257	-0,1	0,0	-0,7	-0,1	-2,2	-2,9	-0,4	1,7	0,9
IV	146,427	0,2	0,3	-0,4	-0,7	-1,0	-3,5	0,2	1,8	0,9
2011 I	146,548	0,3	0,4	-0,4	-2,0	0,1	-3,3	0,4	2,5	0,2
II	146,996	0,5	0,6	-0,4	-1,8	0,2	-2,7	0,9	2,6	0,1
<i>tasas de variación intertrimestral</i>										
2010 III	-0,026	0,0	0,0	-0,3	0,1	-0,2	-1,0	0,1	0,2	0,1
IV	0,170	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	-1,0	0,2	0,3	0,2
2011 I	0,121	0,1	0,1	0,2	-1,3	0,3	-0,9	0,1	1,1	-0,2
II	0,448	0,3	0,4	-0,3	-0,7	0,1	0,1	0,5	1,0	0,1

2. Empleo en términos de horas trabajadas

	Total economía		Por situación profesional		Por ramas de actividad					
	Total (millones)	Total	Asalariados	Autónomos	Agricultura, caza, silvicultura y pesca	Ind. extractivas, ind. manufacturera y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transporte y comunicaciones	Intermediación financiera, activ. inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales	Administración pública, educación, sanidad y otros servicios
% del total en 2010	100,0	100,0	80,5	19,5	4,8	16,0	7,7	27,0	16,1	28,6
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2008	239.003,1	0,7	1,1	-0,9	-2,0	-0,6	-1,8	0,9	2,4	1,8
2009	230.626,4	-3,5	-3,6	-3,1	-2,3	-9,2	-8,6	-3,0	-3,5	0,9
2010	231.449,8	0,4	0,4	0,2	-1,2	-0,3	-3,4	0,3	1,7	1,4
2010 III	57.927,6	0,8	0,9	0,4	-0,8	1,1	-2,6	0,6	2,5	1,2
IV	57.922,6	0,5	0,6	0,2	-1,7	1,3	-4,1	0,4	1,9	1,1
2011 I	58.120,3	0,8	0,8	0,6	-0,5	2,2	-2,3	0,3	2,7	0,4
II	58.009,1	0,1	0,2	-0,3	-2,9	1,1	-2,9	-0,2	1,5	0,5
<i>tasas de variación intertrimestral</i>										
2010 III	-1,7	0,0	0,1	-0,3	-0,8	0,7	-1,2	-0,1	0,2	0,0
IV	-4,9	0,0	-0,1	0,4	-0,2	0,1	-1,8	0,0	0,6	0,1
2011 I	197,7	0,3	0,4	0,2	-0,3	0,6	0,5	0,0	1,2	0,1
II	-111,2	-0,2	-0,1	-0,6	-1,7	-0,3	-0,4	0,0	-0,5	0,2

3. Horas trabajadas por persona ocupada

	Total economía		Por situación profesional		Por ramas de actividad					
	Total (miles)	Total	Asalariados	Autónomos	Agricultura, caza, silvicultura y pesca	Ind. extractivas, ind. manufacturera y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transporte y comunicaciones	Intermediación financiera, activ. inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales	Administración pública, educación, sanidad y otros servicios
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2008	1,596	0,0	0,2	-0,6	-0,3	-0,5	0,3	-0,3	0,2	0,6
2009	1,569	-1,7	-1,9	-0,7	0,1	-4,2	-2,1	-1,2	-1,3	-0,5
2010	1,582	0,8	0,8	0,9	-0,6	2,9	0,4	0,9	0,7	0,3
2010 III	0,396	0,9	0,9	1,1	-0,6	3,3	0,3	1,0	0,8	0,2
IV	0,396	0,3	0,3	0,6	-1,0	2,3	-0,6	0,1	0,1	0,2
2011 I	0,397	0,5	0,4	1,0	1,5	2,2	1,0	-0,1	0,3	0,2
II	0,395	-0,3	-0,4	0,0	-1,1	0,9	-0,2	-1,1	-1,1	0,3

Fuente: Cálculos del BCE basados en datos de Eurostat.

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

5.3 Mercado de trabajo

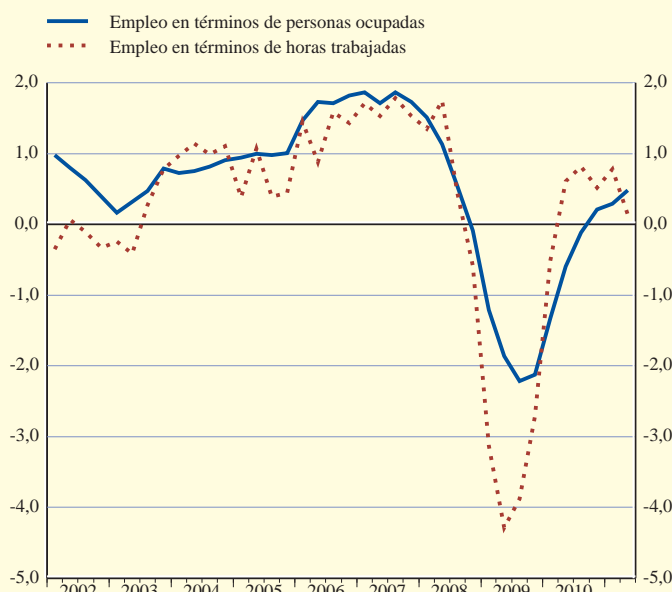
(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

4. Desempleo y vacantes ¹⁾

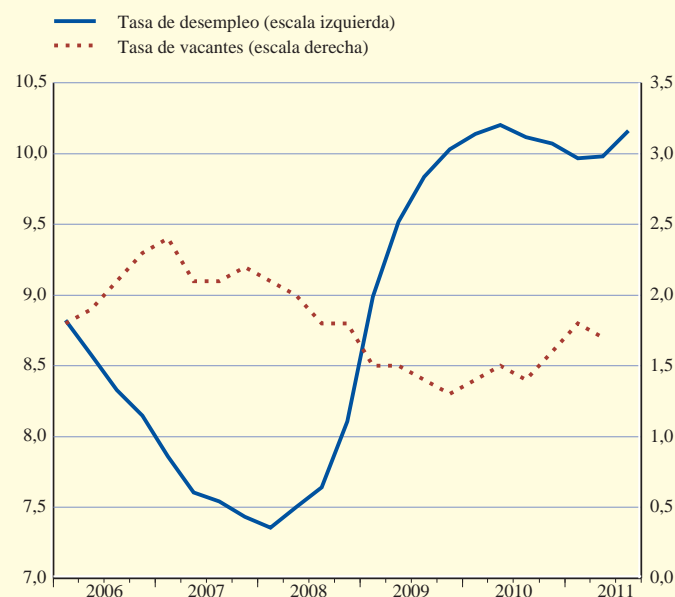
	Desempleo										Tasa de vacantes ²⁾
	Total		Por grupos de edad ³⁾				Por sexo ⁴⁾				
	Millones	% población activa	Adultos		Jóvenes		Hombres		Mujeres		
			Millones	% población activa	Millones	% población activa	Millones	% población activa	Millones	% población activa	
% del total en 2010	100,0		79,5		20,5		53,9		46,1		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2007	11,786	7,6	9,188	6,7	2,598	15,5	5,810	6,7	5,976	8,7	2,2
2008	11,976	7,7	9,298	6,7	2,678	16,0	6,051	7,0	5,925	8,5	1,9
2009	15,051	9,6	11,769	8,4	3,283	20,2	8,146	9,4	6,906	9,8	1,4
2010	15,924	10,1	12,654	8,9	3,270	20,9	8,593	10,0	7,331	10,3	1,5
2010 III	15,893	10,1	12,664	8,9	3,228	20,8	8,551	9,9	7,342	10,3	1,4
IV	15,831	10,1	12,639	8,9	3,192	20,6	8,461	9,8	7,370	10,4	1,6
2011 I	15,675	10,0	12,491	8,8	3,184	20,7	8,343	9,7	7,332	10,3	1,8
II	15,740	10,0	12,556	8,8	3,184	20,6	8,369	9,7	7,371	10,3	1,7
III	16,063	10,2	12,819	9,0	3,243	21,0	8,511	9,9	7,552	10,5	.
2011 Abr	15,641	9,9	12,472	8,8	3,169	20,5	8,318	9,7	7,323	10,3	-
May	15,757	10,0	12,563	8,8	3,194	20,7	8,389	9,7	7,368	10,3	-
Jun	15,823	10,0	12,634	8,9	3,189	20,7	8,401	9,7	7,422	10,4	-
Jul	15,980	10,1	12,762	9,0	3,218	20,8	8,476	9,8	7,504	10,5	-
Ago	16,010	10,1	12,788	9,0	3,222	20,9	8,478	9,8	7,532	10,5	-
Sep	16,198	10,2	12,908	9,0	3,290	21,2	8,579	9,9	7,619	10,6	-

G28 Empleo – personas ocupadas y horas trabajadas

(tasas de variación interanual)



G29 Desempleo y tasas de vacantes ²⁾



Fuente: Eurostat.

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



FINANZAS PÚBLICAS

6.1 Recursos, empleos y déficit/superávit ¹⁾

(porcentaje del PIB)

1. Zona del euro – Recursos

	Total	Recursos corrientes										Recursos de capital		Pro memoria: carga fiscal ²⁾
		Impuest. directos	Hogares	Empresas	Impuest. indirectos	Recibidos por inst. de la UE	Cotizaciones sociales	Empleadores	Asalariados	Ventas	Impuest. sobre el capital			
												1	2		3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2002	44,9	44,6	11,9	9,0	2,8	13,2	0,4	15,6	8,1	4,6	2,2	0,3	0,3	40,9
2003	44,9	44,3	11,5	8,8	2,7	13,2	0,4	15,7	8,2	4,6	2,2	0,6	0,5	40,9
2004	44,5	44,0	11,5	8,5	2,9	13,2	0,3	15,5	8,1	4,5	2,2	0,5	0,4	40,5
2005	44,8	44,3	11,7	8,6	3,0	13,3	0,3	15,4	8,1	4,5	2,3	0,5	0,3	40,7
2006	45,3	44,9	12,3	8,7	3,4	13,4	0,3	15,3	8,0	4,5	2,3	0,3	0,3	41,2
2007	45,3	45,1	12,7	8,9	3,6	13,4	0,3	15,1	8,0	4,4	2,3	0,3	0,3	41,3
2008	45,1	44,9	12,5	9,1	3,2	12,9	0,3	15,3	8,1	4,5	2,3	0,2	0,3	40,9
2009	44,8	44,5	11,6	9,2	2,3	12,8	0,3	15,8	8,3	4,5	2,5	0,3	0,4	40,5
2010	44,7	44,4	11,6	9,0	2,5	12,9	0,3	15,6	8,2	4,5	2,5	0,3	0,3	40,4

2. Zona del euro – Empleos

	Total	Empleos corrientes							Empleos de capital			Pro memoria: empleos primarios ³⁾		
		Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Intereses	Transf. corrientes	Prestaciones sociales	Subvenciones	Inversión	Transf. de capital	Pagadas por instituciones de la UE			
													1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2002	47,6	43,8	10,5	4,9	3,5	24,9	22,0	1,9	0,5	3,8	2,4	1,4	0,1	44,1
2003	48,0	44,1	10,6	4,9	3,3	25,2	22,3	1,8	0,5	4,0	2,5	1,4	0,1	44,7
2004	47,4	43,5	10,5	5,0	3,1	24,9	22,1	1,7	0,5	3,9	2,5	1,4	0,1	44,3
2005	47,3	43,4	10,5	5,0	3,0	24,9	22,1	1,7	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	44,3
2006	46,6	42,8	10,3	5,0	2,9	24,6	21,8	1,6	0,5	3,8	2,5	1,4	0,0	43,7
2007	46,0	42,2	10,1	5,0	3,0	24,2	21,4	1,6	0,4	3,8	2,6	1,2	0,0	43,1
2008	47,2	43,3	10,3	5,2	3,0	24,8	21,9	1,6	0,4	4,0	2,6	1,3	0,0	44,2
2009	51,2	46,9	11,0	5,7	2,9	27,3	24,2	1,8	0,4	4,3	2,8	1,4	0,0	48,3
2010	50,9	46,5	10,8	5,6	2,8	27,3	24,2	1,8	0,4	4,4	2,5	1,9	0,0	48,1

3. Zona del euro – Déficit/superávit, déficit/superávit primario y consumo público

	Déficit (-)/superávit (+)					Déficit (-)/superávit (+) primario	Consumo público ⁴⁾							
	Total	Admone. Centrales	Admone. Regionales	Admone. Locales	Admone. Seguridad Social		Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Transf. sociales en especie vía productores de mercado	Consumo de capital fijo	Ventas (menos)	Consumo colectivo	Consumo individual
2002	-2,7	-2,3	-0,5	-0,3	0,3	0,8	20,2	10,5	4,9	5,1	1,9	2,2	8,1	12,1
2003	-3,2	-2,5	-0,5	-0,2	0,1	0,2	20,5	10,6	4,9	5,2	1,9	2,2	8,1	12,4
2004	-2,9	-2,5	-0,4	-0,3	0,2	0,2	20,4	10,5	5,0	5,1	1,9	2,2	8,1	12,3
2005	-2,5	-2,2	-0,3	-0,2	0,2	0,5	20,4	10,5	5,0	5,1	1,9	2,3	8,0	12,4
2006	-1,4	-1,5	-0,1	-0,2	0,4	1,5	20,3	10,3	5,0	5,2	1,9	2,3	7,9	12,4
2007	-0,7	-1,2	0,0	-0,1	0,6	2,3	20,0	10,1	5,0	5,1	1,9	2,3	7,7	12,3
2008	-2,1	-2,3	-0,2	-0,2	0,5	0,9	20,5	10,3	5,2	5,3	2,0	2,3	8,0	12,6
2009	-6,4	-5,2	-0,5	-0,3	-0,4	-3,5	22,2	11,0	5,7	5,8	2,1	2,5	8,6	13,6
2010	-6,2	-5,1	-0,7	-0,3	-0,1	-3,4	22,0	10,8	5,6	5,8	2,1	2,5	8,4	13,5

4. Países de la zona del euro – Déficit (-)/superávit (+)⁵⁾

	BE	DE	EE	IE	GR	ES	FR	IT	CY	LU	MT	NL	AT	PT	SI	SK	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
2007	-0,3	0,2	2,4	0,1	-6,5	1,9	-2,7	-1,6	3,5	3,7	-2,4	0,2	-0,9	-3,1	0,0	-1,8	5,3
2008	-1,3	-0,1	-2,9	-7,3	-9,8	-4,5	-3,3	-2,7	0,9	3,0	-4,6	0,5	-0,9	-3,6	-1,9	-2,1	4,3
2009	-5,8	-3,2	-2,0	-14,2	-15,8	-11,2	-7,5	-5,4	-6,1	-0,9	-3,7	-5,6	-4,1	-10,1	-6,1	-8,0	-2,5
2010	-4,1	-4,3	0,2	-31,3	-10,6	-9,3	-7,1	-4,6	-5,3	-1,1	-3,6	-5,1	-4,4	-9,8	-5,8	-7,7	-2,5

Fuentes: BCE, para los agregados de la zona del euro; Comisión Europea, para los datos relativos al déficit/superávit por países.

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

6.2 Deuda ¹⁾

(porcentaje del PIB)

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

	Total	Instrumentos financieros				Sectores tenedores				Otros acreedores ³⁾
		Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores a corto plazo	Valores a largo plazo	Acreedores residentes ²⁾				
						Total	IFM	Otras sociedades financieras			Resto de sectores
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
2001	68,2	2,8	12,4	4,0	48,9	42,7	20,8	11,2	10,7	25,4
2002	68,0	2,7	11,8	4,6	48,9	41,0	19,6	10,8	10,5	27,0
2003	69,2	2,1	12,4	5,1	49,6	40,3	19,8	11,3	9,2	28,9
2004	69,6	2,2	12,1	5,0	50,3	38,8	18,9	11,1	8,8	30,7
2005	70,4	2,4	12,2	4,7	51,2	37,1	18,2	11,2	7,7	33,3
2006	68,6	2,5	11,9	4,1	50,2	35,0	18,3	9,3	7,4	33,6
2007	66,3	2,2	11,2	4,2	48,7	32,7	17,1	8,5	7,1	33,6
2008	70,1	2,3	11,5	6,7	49,6	33,1	17,8	7,8	7,6	36,9
2009	79,8	2,5	12,6	8,6	56,2	37,3	20,6	8,9	7,8	42,5
2010	85,4	2,4	15,3	7,7	60,0	40,6	23,5	9,6	7,5	44,8

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

	Total	Emitido por ⁴⁾				Plazo a la emisión			Vida residual			Moneda	
		Admones. Centrales	Admones. Regionales	Admones. Locales	Admones. Seguridad Social	Hasta un año	Más de un año	Tipo de interés variable	Hasta un año	Entre uno y cinco años	Más de cinco años	Euro o monedas participantes	Otras monedas
2001	68,2	56,6	6,0	4,7	0,8	7,0	61,2	5,3	13,7	26,6	27,9	66,8	1,3
2002	68,0	56,3	6,2	4,7	0,8	7,6	60,4	5,2	15,5	25,3	27,2	66,8	1,1
2003	69,2	56,6	6,5	5,0	1,0	7,8	61,4	5,0	14,9	26,0	28,2	68,3	0,9
2004	69,6	56,5	6,6	5,1	1,3	7,8	61,7	4,6	14,8	26,2	28,5	68,4	1,1
2005	70,4	57,1	6,7	5,2	1,4	7,8	62,6	4,6	14,9	25,7	29,8	69,2	1,2
2006	68,6	55,4	6,5	5,4	1,4	7,4	61,2	4,3	14,4	24,2	30,0	67,8	0,8
2007	66,3	53,5	6,2	5,3	1,4	7,4	58,9	4,3	15,0	23,4	27,8	65,9	0,4
2008	70,1	56,9	6,6	5,3	1,3	10,2	59,9	4,9	18,7	23,1	28,3	69,4	0,7
2009	79,8	64,7	7,6	5,8	1,7	12,3	67,5	5,0	21,1	26,7	32,0	79,1	0,7
2010	85,4	69,3	8,3	5,9	1,9	13,2	72,2	5,2	24,0	28,1	33,3	84,6	0,8

3. Países de la zona del euro

	BE	DE	EE	IE	GR	ES	FR	IT	CY	LU	MT	NL	AT	PT	SI	SK	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
2007	84,1	65,2	3,7	24,9	107,4	36,2	64,2	103,1	58,8	6,7	62,1	45,3	60,2	68,3	23,1	29,6	35,2
2008	89,3	66,7	4,5	44,3	113,0	40,1	68,2	105,8	48,9	13,7	62,2	58,5	63,8	71,6	21,9	27,8	33,9
2009	95,9	74,4	7,2	65,2	129,3	53,8	79,0	115,5	58,5	14,8	67,8	60,8	69,5	83,0	35,3	35,5	43,3
2010	96,2	83,2	6,7	94,9	144,9	61,0	82,3	118,4	61,5	19,1	69,0	62,9	71,8	93,3	38,8	41,0	48,3

Fuentes: BCE, para los agregados de la zona del euro; Comisión Europea, para los datos relativos a la deuda por países.

- Los datos se refieren al Euro-17. Deuda bruta consolidada de los distintos sectores de las AAPP en valor nominal. Las tenencias en poder de Administraciones no residentes no están consolidadas. El préstamo intergubernamental en el contexto de la crisis financieras se ha consolidado. Los datos son estimaciones parciales.
- Tenedores que residen en el país cuya Administración ha emitido la deuda.
- Incluye residentes de países de la zona del euro distintos del país cuya Administración ha emitido la deuda.
- Excluye la deuda en poder de las AAPP del país cuya Administración ha emitido la deuda.

6.3 Variaciones de la deuda ¹⁾

(porcentaje del PIB)

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

	Total	Origen de la variación			Instrumentos financieros				Sectores tenedores			
		Necesidad de financiación ²⁾	Efectos de valoración ³⁾	Otras variaciones en volumen ⁴⁾	Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores a corto plazo	Valores a largo plazo	Acreedores residentes ⁵⁾	Sectores tenedores		Otros acreedores ⁶⁾
										IFM	Otras sociedades financieras	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2002	2,1	2,7	-0,5	-0,1	0,0	-0,2	0,7	1,6	-0,3	-0,5	0,0	2,4
2003	3,1	3,3	-0,2	0,0	-0,6	0,9	0,6	2,1	0,5	0,8	0,8	2,6
2004	3,2	3,3	-0,1	0,0	0,2	0,1	0,1	2,7	0,1	-0,2	0,3	3,0
2005	3,3	3,1	0,2	0,0	0,3	0,5	-0,1	2,6	-0,4	-0,1	0,5	3,6
2006	1,7	1,4	0,1	0,1	0,2	0,3	-0,3	1,5	-0,3	1,1	-1,4	2,0
2007	1,2	1,2	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,3	1,0	-0,5	-0,3	-0,3	1,6
2008	5,3	5,2	0,1	0,0	0,1	0,5	2,6	2,0	1,1	1,0	-0,6	4,2
2009	7,2	7,5	-0,2	0,0	0,1	0,7	1,6	4,8	3,0	2,3	0,8	4,3
2010	7,6	7,7	-0,1	0,0	0,0	3,0	-0,7	5,2	4,3	3,3	1,0	3,3

2. Zona del euro – Ajuste entre déficit y deuda

Variaciones de la deuda	Déficit (-)/superávit (+)	Ajuste entre déficit y deuda ⁸⁾												
		Total	Operaciones en los principales instrumentos financieros mantenidos por las AAPP							Efectos de valoración	Efectos tipo de cambio	Otras variaciones en volumen	Otros ⁹⁾	
			Total	Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores ¹⁰⁾	Acciones y otras particip.	Privatizaciones	Inyecciones de capital					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2002	2,1	-2,7	-0,6	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,4	0,1	-0,5	-0,1	-0,1	-0,1
2003	3,1	-3,2	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	-0,2	0,1	-0,2	-0,1	0,0	0,1
2004	3,2	-2,9	0,2	0,2	0,2	0,0	0,1	0,0	-0,5	0,2	-0,1	0,0	0,0	0,1
2005	3,3	-2,5	0,7	0,6	0,3	0,0	0,1	0,1	-0,3	0,2	0,2	0,0	0,0	-0,1
2006	1,7	-1,4	0,3	0,2	0,3	-0,1	0,2	-0,2	-0,4	0,1	0,1	0,0	0,1	-0,1
2007	1,2	-0,7	0,5	0,6	0,2	0,0	0,2	0,1	-0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	-0,1
2008	5,3	-2,1	3,2	3,0	0,8	0,7	0,7	0,9	-0,1	0,7	0,1	0,0	0,0	0,0
2009	7,2	-6,4	0,8	1,0	0,3	0,0	0,3	0,5	-0,3	0,5	-0,2	0,0	0,0	0,1
2010	7,6	-6,2	1,4	1,8	0,1	0,5	1,1	0,1	0,0	0,2	-0,1	0,0	0,0	-0,3

Fuente: BCE.

- Los datos se refieren al Euro-17 y son estimaciones parciales. La variación interanual de la deuda bruta nominal consolidada se expresa en porcentaje del PIB [deuda (t) - deuda (t-1)] ÷ PIB (t). El préstamo intergubernamental en el contexto de la crisis financieras se ha consolidado.
- La necesidad de financiación es, por definición, equivalente a las operaciones de deuda.
- Incluye, además del impacto de los movimientos del tipo de cambio, los efectos derivados de la valoración por el nominal (por ej., primas o descuentos en la emisión de valores).
- Incluye, en particular, el impacto de la reclasificación de unidades y determinados tipos de asunción de deuda.
- Tenedores que residen en el país cuya Administración ha emitido la deuda.
- Incluye residentes de países de la zona del euro distintos del país cuya Administración ha emitido la deuda.
- Incluye los ingresos por ventas de licencias UMTS.
- Diferencia entre la variación interanual de la deuda bruta nominal consolidada y el déficit expresado en porcentaje del PIB.
- Incluye principalmente operaciones con otros activos y pasivos (créditos comerciales, otras cuentas pendientes de cobro/pago y derivados financieros).
- Excluye los derivados financieros.

6.4 Recursos, empleos y déficit/superávit; datos trimestrales ¹⁾

(porcentaje del PIB)

1. Zona del euro – Recursos (datos trimestrales)

	Total		Recursos corrientes					Recursos de capital		Pro memoria: carga fiscal ²⁾
	1	2	Impuestos directos 3	Impuestos indirectos 4	Cotizaciones sociales 5	Ventas 6	Rentas de la propiedad 7	8	Impuestos sobre el capital 9	
2005 II	44,7	44,0	11,8	12,9	15,2	2,3	1,1	0,6	0,3	40,2
III	43,4	42,7	11,2	12,5	15,1	2,2	0,7	0,7	0,3	39,2
IV	48,7	47,9	13,7	14,0	16,1	2,4	0,8	0,8	0,3	44,1
2006 I	42,6	42,2	10,4	12,8	15,1	2,2	0,8	0,4	0,3	38,6
II	45,7	45,2	12,5	13,1	15,1	2,3	1,4	0,5	0,3	41,0
III	43,6	43,0	11,8	12,4	15,1	2,2	0,8	0,5	0,3	39,5
IV	49,1	48,4	14,4	14,1	15,8	2,4	0,9	0,6	0,3	44,6
2007 I	42,2	41,8	10,4	12,8	14,8	2,2	0,9	0,4	0,3	38,2
II	45,8	45,4	13,0	13,0	15,0	2,3	1,4	0,4	0,3	41,2
III	43,6	43,1	12,3	12,3	14,8	2,2	0,8	0,5	0,3	39,6
IV	49,3	48,7	14,8	13,9	15,8	2,4	1,0	0,6	0,3	44,7
2008 I	42,5	42,1	10,8	12,3	14,8	2,3	1,1	0,3	0,2	38,2
II	45,3	44,9	12,9	12,3	15,1	2,3	1,5	0,4	0,3	40,5
III	43,3	43,0	12,2	12,0	15,0	2,2	0,8	0,4	0,3	39,5
IV	48,8	48,2	13,9	13,4	16,4	2,5	1,1	0,5	0,3	44,0
2009 I	42,5	42,3	10,4	12,0	15,5	2,5	1,1	0,1	0,2	38,2
II	45,2	44,6	11,8	12,4	15,7	2,5	1,4	0,6	0,5	40,4
III	42,7	42,3	11,0	11,9	15,5	2,4	0,7	0,4	0,3	38,7
IV	48,6	47,7	13,0	13,7	16,4	2,6	0,9	0,8	0,5	43,6
2010 I	42,1	41,9	10,1	12,0	15,5	2,5	0,9	0,2	0,3	37,9
II	45,2	44,7	11,8	12,7	15,4	2,6	1,3	0,5	0,3	40,3
III	42,9	42,6	11,0	12,4	15,2	2,4	0,7	0,3	0,3	38,9
IV	48,4	47,6	13,1	13,5	16,4	2,7	1,0	0,7	0,3	43,3
2011 I	42,6	42,3	10,5	12,3	15,3	2,5	0,9	0,3	0,3	38,3
II	44,8	44,5	11,9	12,5	15,3	2,6	1,4	0,3	0,3	40,0

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

	Total		Empleos corrientes					Empleos de capital			Déficit (-)/ superávit (+)	Déficit (-)/ superávit (+) primario	
	1	2	Remuneración de asalariados 3	Consumo intermedio 4	Intereses 5	Transf. corrientes 6	Prestaciones sociales 7	Subvenciones 8	Inversión 9	Transf. de capital 10			11
2005 II	46,5	43,0	10,3	5,0	3,2	24,5	21,3	1,1	3,5	2,4	1,1	-1,8	1,4
III	45,7	42,2	9,9	4,8	3,0	24,5	21,2	1,2	3,5	2,6	1,0	-2,4	0,6
IV	49,6	45,1	11,3	5,8	2,8	25,2	21,7	1,3	4,6	2,8	1,7	-0,9	1,8
2006 I	45,9	42,6	10,1	4,6	3,0	24,9	21,4	1,1	3,3	2,1	1,3	-3,3	-0,3
II	45,8	42,5	10,3	4,9	3,1	24,1	21,1	1,1	3,4	2,4	1,0	-0,2	2,9
III	45,3	41,7	9,8	4,7	2,9	24,3	20,9	1,2	3,5	2,6	1,0	-1,7	1,2
IV	49,5	44,4	10,8	5,8	2,7	25,1	21,4	1,3	5,1	2,9	2,2	-0,4	2,3
2007 I	44,8	41,4	9,9	4,5	2,9	24,1	20,7	1,1	3,4	2,2	1,2	-2,6	0,3
II	45,0	41,7	10,0	4,9	3,2	23,6	20,6	1,0	3,3	2,5	0,9	0,8	4,0
III	44,6	41,1	9,6	4,8	3,0	23,8	20,5	1,1	3,6	2,6	0,9	-1,0	1,9
IV	49,3	44,5	10,8	5,8	2,8	25,1	21,3	1,4	4,7	3,0	1,7	0,0	2,8
2008 I	45,4	42,0	9,9	4,7	3,0	24,4	20,7	1,2	3,5	2,2	1,2	-3,0	0,0
II	45,9	42,4	10,2	5,0	3,3	23,9	20,8	1,1	3,5	2,5	1,0	-0,6	2,6
III	45,7	42,1	9,7	4,9	3,1	24,4	21,2	1,1	3,6	2,6	1,0	-2,4	0,7
IV	51,3	46,5	11,2	6,2	2,8	26,3	22,3	1,4	4,8	3,2	1,7	-2,6	0,2
2009 I	49,6	45,9	10,7	5,4	2,9	26,9	22,9	1,3	3,7	2,5	1,2	-7,1	-4,2
II	50,7	46,6	11,1	5,6	3,0	26,9	23,3	1,3	4,1	2,8	1,3	-5,6	-2,5
III	49,9	45,8	10,5	5,3	2,9	27,1	23,5	1,3	4,1	2,8	1,2	-7,2	-4,3
IV	54,3	49,2	11,8	6,5	2,6	28,3	24,0	1,5	5,1	3,1	1,9	-5,7	-3,1
2010 I	50,5	46,7	10,8	5,3	2,8	27,9	23,6	1,4	3,8	2,2	1,5	-8,4	-5,6
II	49,6	46,1	10,9	5,6	2,9	26,7	23,2	1,3	3,5	2,5	1,2	-4,5	-1,5
III	50,4	45,1	10,2	5,3	2,8	26,9	23,2	1,3	5,2	2,5	2,7	-7,5	-4,7
IV	53,2	48,2	11,4	6,4	2,7	27,7	23,7	1,5	4,9	2,8	2,1	-4,8	-2,1
2011 I	48,6	45,6	10,4	5,2	2,8	27,1	23,1	1,2	3,0	2,1	0,9	-6,0	-3,2
II	48,5	45,3	10,6	5,4	3,1	26,2	22,8	1,2	3,2	2,4	0,8	-3,7	-0,6

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

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

6.5 Deuda trimestral y variaciones de la deuda ¹⁾

(porcentaje del PIB)

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

	Total 1	Instrumentos financieros			
		Efectivo y depósitos 2	Préstamos 3	Valores a corto plazo 4	Valores a largo plazo 5
2008 III	67,7	2,1	11,4	5,5	48,7
IV	70,1	2,3	11,5	6,7	49,6
2009 I	73,8	2,3	11,8	7,9	51,8
II	77,0	2,4	12,2	8,5	54,0
III	78,9	2,4	12,4	9,2	54,9
IV	79,8	2,5	12,6	8,6	56,2
2010 I	81,5	2,4	12,8	8,4	57,9
II	82,9	2,4	13,4	8,1	59,0
III	83,0	2,4	13,3	8,2	59,1
IV	85,4	2,4	15,3	7,7	60,0
2011 I	86,1	2,4	15,1	7,6	60,9
II	87,0	2,4	14,9	7,7	62,0

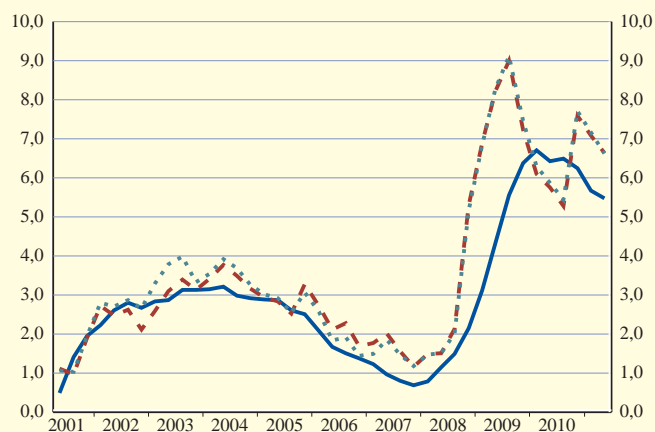
2. Zona del euro – Ajuste entre déficit y deuda

	Variaciones de la deuda 1	Déficit (-)/ superávit (+) 2	Ajuste entre déficit y deuda							Pro memoria: Necesidad de financiación 11	
			Total 3	Operaciones de las AAPP con los principales activos financieros				Efectos de valoración y otros cambios en el volumen 9	Otros 10		
				Total 4	Efectivo y depósitos 5	Préstamos 6	Valores 7				Acciones y otras participaciones 8
2008 III	2,0	-2,4	-0,4	-0,6	-1,4	0,0	0,3	0,6	0,4	-0,2	1,6
IV	9,2	-2,6	6,7	5,5	0,6	2,5	0,4	2,1	0,2	1,0	9,0
2009 I	12,8	-7,1	5,7	6,7	5,2	-0,1	0,9	0,7	-0,5	-0,5	13,3
II	9,1	-5,6	3,5	3,2	2,3	-0,6	0,2	1,2	-0,4	0,7	9,5
III	4,9	-7,2	-2,3	-2,8	-3,2	0,6	-0,1	-0,3	0,2	0,3	4,7
IV	2,4	-5,7	-3,3	-2,8	-2,9	-0,1	0,1	0,1	-0,2	-0,3	2,6
2010 I	8,2	-8,4	-0,3	0,7	0,8	0,0	-0,4	0,3	-0,3	-0,6	8,5
II	7,7	-4,5	3,2	3,3	2,0	1,1	-0,2	0,4	-0,1	0,0	7,8
III	3,0	-7,5	-4,4	-3,0	-2,3	-0,6	-0,1	0,1	0,0	-1,5	3,1
IV	11,4	-4,8	6,6	5,9	-0,3	1,7	4,7	-0,2	0,0	0,7	11,4
2011 I	6,1	-6,0	0,0	0,7	1,8	-0,4	-0,4	-0,3	-0,2	-0,5	6,3
II	5,9	-3,7	2,2	3,3	3,1	0,6	-0,4	-0,1	0,3	-1,3	5,7

G30 Déficit, necesidad de financiación y variaciones de la deuda

(suma móvil de cuatro trimestres en porcentaje del PIB)

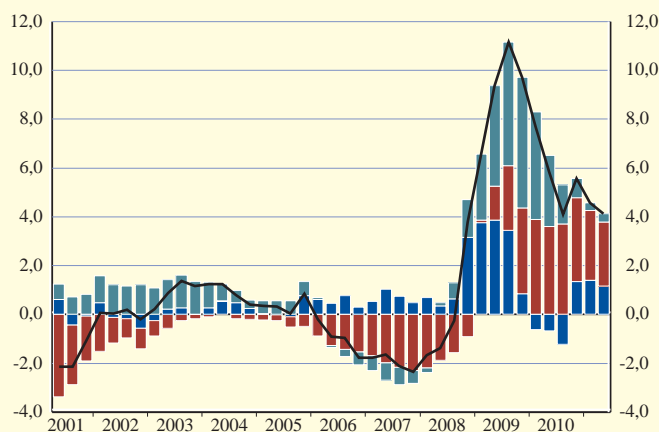
— Déficit
- - - Variaciones de la deuda
... Necesidad de financiación



G31 Deuda según los criterios de Maastricht

(tasa de variación de la deuda en relación con el PIB y factores subyacentes)

■ Ajuste entre déficit y deuda
■ Déficit/superávit primario
■ Diferencial entre crecimiento y tipos de interés
— Variación de la deuda en relación con el PIB



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

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

2) Los saldos en el trimestre t se expresan en porcentaje de la suma del PIB en t y los tres trimestres anteriores.



TRANSACCIONES Y POSICIONES FRENTE AL EXTERIOR

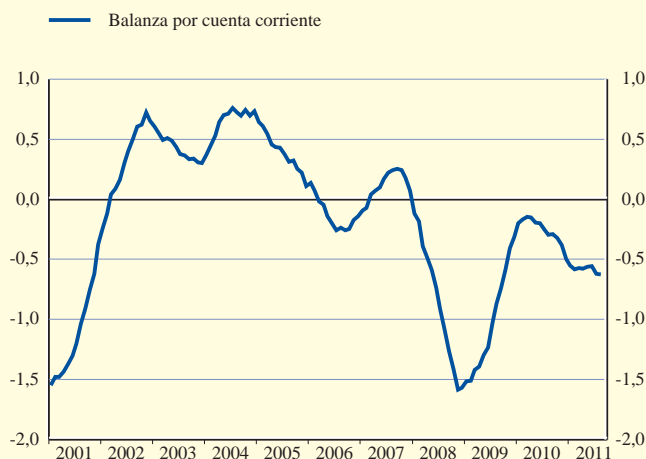
7.1 Resumen de la balanza de pagos ¹⁾

(mm de euros; transacciones netas)

	Cuenta corriente					Cuenta de capital	Capacidad/necesidad de financiación frente al resto del mundo (columnas 1+6)	Cuenta financiera						Errores y omisiones
	Total	Bienes	Servicios	Rentas	Transf. corrientes			Total	Inversiones directas	Inversiones de cartera	Derivados financieros	Otras inversiones	Activos de reserva	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2008	-143,5	-21,8	42,1	-66,8	-97,0	10,0	-133,5	121,3	-231,1	261,4	-84,5	178,9	-3,4	12,2
2009	-25,9	36,0	35,1	-5,8	-91,2	7,3	-18,6	14,0	-102,8	261,4	21,1	-170,2	4,6	4,6
2010	-42,2	12,9	45,9	2,3	-103,3	5,5	-36,7	44,1	-49,9	148,0	17,4	-61,2	-10,3	-7,4
2010 II	-18,0	2,0	13,4	-13,9	-19,5	1,0	-16,9	15,4	-35,9	96,6	0,3	-46,7	1,0	1,6
III	-7,1	5,5	16,1	2,5	-31,2	0,8	-6,3	6,8	-52,2	11,0	6,3	-46,8	-5,1	-0,5
IV	3,4	5,5	10,5	4,3	-16,8	1,3	4,7	9,5	79,5	19,5	8,9	-96,8	-1,6	-14,2
2011 I	-30,2	-13,0	7,0	10,2	-34,5	2,4	-27,8	15,7	-9,9	128,5	-2,2	-89,1	-11,6	12,1
II	-20,8	-2,7	17,5	-14,4	-21,2	0,7	-20,1	20,6	-28,5	155,6	3,4	-114,3	4,3	-0,4
2010 Ago	-7,5	-4,6	4,6	2,6	-10,1	0,2	-7,3	0,7	-30,7	-1,2	5,9	28,3	-1,6	6,6
Sep	-4,9	3,8	5,5	-2,7	-11,4	-0,6	-5,5	6,3	-8,6	35,4	0,4	-20,5	-0,3	-0,8
Oct	3,9	5,7	3,2	3,9	-8,9	-1,3	2,6	2,0	-8,7	5,2	-0,3	5,9	-0,2	-4,6
Nov	-3,4	-0,8	3,4	0,3	-6,2	0,5	-2,9	13,4	45,4	18,4	3,1	-53,5	0,0	-10,5
Dic	3,0	0,6	3,9	0,1	-1,7	2,0	4,9	-5,8	42,7	-4,2	6,1	-49,2	-1,3	0,9
2011 Ene	-19,9	-14,7	2,6	1,1	-8,9	0,4	-19,6	13,5	11,7	-28,9	-1,0	37,7	-6,0	6,0
Feb	-9,3	-0,8	2,6	4,2	-15,2	2,1	-7,1	2,2	-27,9	93,6	0,8	-65,3	1,0	5,0
Mar	-1,0	2,5	1,8	5,0	-10,3	-0,1	-1,1	0,0	6,3	63,9	-2,1	-61,5	-6,6	1,1
Abr	-4,9	-3,7	4,0	1,4	-6,6	-0,1	-5,0	-1,8	-30,4	18,7	2,9	1,0	5,9	6,8
May	-16,1	0,6	5,4	-15,6	-6,4	0,4	-15,7	13,1	-5,9	43,2	-1,5	-19,6	-3,1	2,5
Jun	0,2	0,5	8,1	-0,2	-8,2	0,3	0,6	9,2	7,8	93,7	1,9	-95,7	1,5	-9,8
Jul	-2,0	3,3	5,5	-0,7	-10,2	0,5	-1,6	2,5	0,6	-21,1	-4,6	28,5	-0,9	-0,9
Ago	-6,3	-3,1	3,6	1,1	-8,0	2,1	-4,2	9,8	-0,3	36,0	-1,1	-28,0	3,2	-5,6
<i>transacciones acumuladas de 12 meses</i>														
2011 Ago	-60,8	-6,2	49,6	-2,1	-102,1	6,3	-54,5	64,5	32,8	353,9	4,7	-320,2	-6,7	-10,0
<i>transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB</i>														
2011 Ago	-0,7	-0,1	0,5	0,0	-1,1	0,1	-0,6	0,7	0,4	3,8	0,1	-3,4	-0,1	-0,1

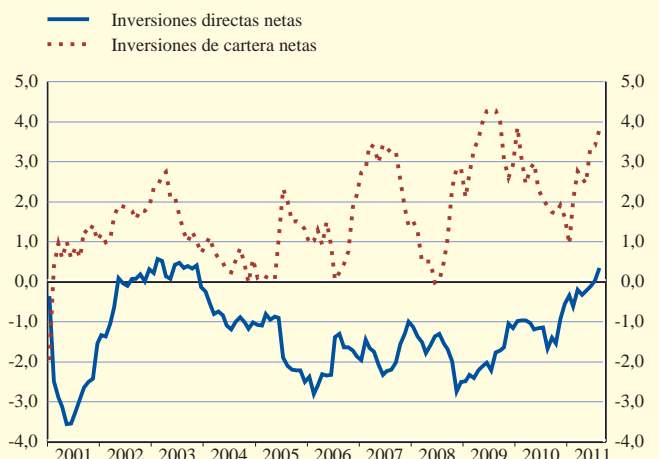
G32 Balanza de pagos de la zona del euro: cuenta corriente

(datos desestacionalizados; transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB)



G33 Balanza de pagos de la zona del euro: inversiones directas y de cartera

(transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB)



Fuente: BCE.

1) Las convenciones de signos se explican en las Notas Generales.

7.2 Cuenta corriente y cuenta de capital

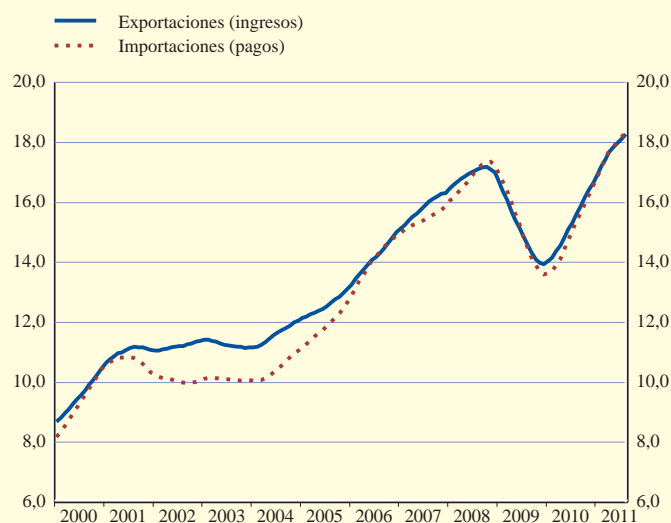
(mm de euros; transacciones)

1. Resumen de la cuenta corriente y de la cuenta de capital

	Cuenta corriente												Cuenta de capital		
	Total			Bienes		Servicios		Rentas		Transferencias corrientes			Ingresos	Pagos	
	Ingresos	Pagos	Neto	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Remesas de trabajadores			Remesas de trabajadores
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2008	2.717,2	2.860,8	-143,5	1.588,5	1.610,4	513,3	471,2	523,6	590,4	91,8	6,9	188,8	21,6	24,7	14,7
2009	2.292,4	2.318,3	-25,9	1.302,5	1.266,5	473,9	438,8	421,5	427,3	94,5	6,4	185,7	22,5	20,6	13,4
2010	2.617,1	2.659,3	-42,2	1.560,0	1.547,1	518,8	472,9	450,7	448,4	87,6	6,3	190,9	22,3	21,2	15,7
2010 II	652,0	670,0	-18,0	387,4	385,3	129,6	116,2	115,9	129,7	19,2	1,7	38,7	5,3	4,1	3,1
III	666,8	674,0	-7,1	402,3	396,8	139,3	123,2	109,7	107,2	15,6	1,7	46,8	5,8	4,6	3,7
IV	705,7	702,2	3,4	421,7	416,2	135,7	125,2	117,3	113,0	31,0	1,6	47,8	6,0	7,1	5,9
2011 I	684,5	714,7	-30,2	423,3	436,4	123,0	116,0	113,5	103,3	24,7	1,5	59,1	5,4	5,0	2,6
II	718,0	738,8	-20,8	438,0	440,6	133,3	115,8	127,1	141,5	19,6	1,6	40,8	5,6	3,8	3,1
2011 Jun	243,9	243,6	0,2	145,4	145,0	47,3	39,2	45,2	45,5	5,8	.	14,0	.	1,4	1,0
Jul	236,6	238,7	-2,0	148,1	144,8	47,1	41,6	36,1	36,8	5,3	.	15,6	.	1,4	1,0
Ago	227,3	233,7	-6,3	139,4	142,5	46,3	42,6	35,8	34,6	5,9	.	13,9	.	3,1	1,0
	Datos desestacionalizados														
2010 IV	676,3	697,3	-21,0	406,7	410,4	132,5	121,2	114,1	117,9	23,0	.	47,8	.	.	.
2011 I	707,4	717,6	-10,2	434,4	435,7	133,6	120,7	116,7	112,6	22,7	.	48,6	.	.	.
II	712,1	725,2	-13,1	436,2	440,8	132,7	118,4	120,5	118,0	22,6	.	48,0	.	.	.
2011 Jun	237,1	240,2	-3,2	144,3	144,9	44,9	39,1	40,5	40,1	7,4	.	16,1	.	.	.
Jul	235,7	242,5	-6,8	145,9	147,1	43,7	40,1	38,4	39,3	7,6	.	16,0	.	.	.
Ago	238,0	243,0	-5,0	147,4	147,0	43,9	40,5	38,6	39,8	8,1	.	15,7	.	.	.
	<i>transacciones acumuladas de 12 meses</i>														
2011 Ago	2.790,8	2.849,2	-58,3	1.703,6	1.710,1	530,3	480,3	465,2	466,3	91,7	.	192,5	.	.	.
	<i>transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB</i>														
2011 Ago	29,9	30,6	-0,6	18,3	18,3	5,7	5,2	5,0	5,0	1,0	.	2,1	.	.	.

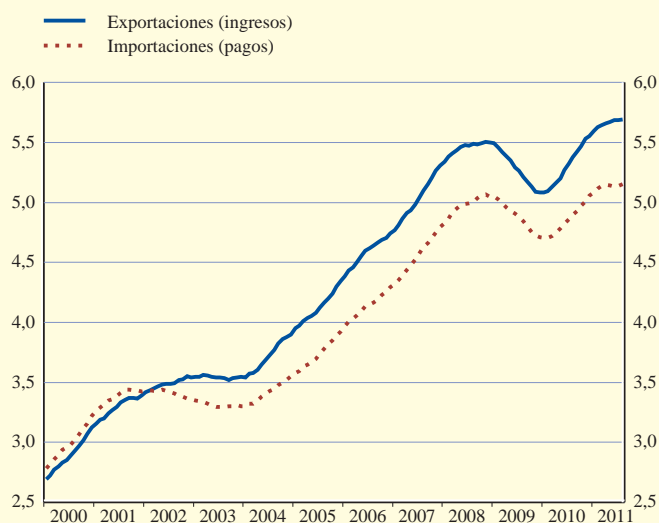
G34 Balanza de pagos de la zona del euro: bienes

(datos desestacionalizados; transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB)



G35 Balanza de pagos de la zona del euro: servicios

(datos desestacionalizados; transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB)



Fuente: BCE.

7.2 Cuenta corriente y cuenta de capital

(mm de euros)

2. Cuenta de rentas (transacciones)

	Rentas del trabajo		Rentas de la inversión													
	Ingresos	Pagos	Total		Inversiones directas				Inversiones de cartera				Otras inversiones			
			Ingresos	Pagos	Acciones y participaciones		Valores distintos de acciones		Acciones y participaciones		Valores distintos de acciones		Ingresos	Pagos		
	Ingresos	Pagos			Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos				
			Beneficios reinvertidos	Beneficios reinvertidos												
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2008	21,1	13,1	502,5	577,3	140,5	-7,8	117,4	20,5	31,3	26,7	39,3	111,2	119,1	128,7	172,3	193,3
2009	21,7	13,8	399,9	413,5	148,8	16,1	100,4	14,9	24,7	23,5	24,5	77,3	101,0	122,1	100,8	90,2
2010	23,3	14,2	427,3	434,2	195,6	20,1	139,6	38,4	24,0	19,9	29,1	86,3	99,3	122,7	79,3	65,6
2010 II	5,7	3,4	110,2	126,4	50,5	-8,5	35,7	3,6	6,0	4,9	9,3	38,5	24,8	31,0	19,6	16,2
III	5,6	4,1	104,1	103,1	46,5	14,6	35,0	12,5	5,7	4,6	7,4	16,8	25,4	31,1	19,1	15,6
IV	6,4	4,1	111,0	108,9	51,2	-2,0	36,0	6,4	6,7	6,2	6,4	18,5	25,5	30,0	21,2	18,2
2011 I	5,7	2,7	107,8	100,6	47,7	11,1	33,8	21,5	6,5	4,3	7,4	14,2	25,4	30,8	20,9	17,5
II	5,8	3,2	121,3	138,4	56,5	8,8	38,1	10,6	6,4	4,8	12,3	46,3	25,2	31,3	20,9	17,8

3. Desagregación geográfica (transacciones acumuladas)

	Total	Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro						Brasil	Canadá	China	India	Japón	Rusia	Suiza	Estados Unidos	Otros
		Total	Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE	Instituciones de la UE									
III 2010 a II 2011	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
Ingresos																
Cuenta corriente	2.775,0	916,7	51,1	87,3	424,1	295,6	58,7	53,1	38,3	131,5	39,9	60,3	103,8	208,5	352,9	869,9
Bienes	1.685,3	539,3	32,6	57,8	219,4	229,4	0,2	28,3	19,5	106,3	29,9	36,9	76,3	110,8	193,0	544,8
Servicios	531,3	166,9	10,9	14,7	103,9	30,7	6,6	8,4	8,2	17,1	7,4	13,1	17,3	53,6	77,6	161,6
Rentas	467,6	150,1	6,5	13,1	90,6	31,7	8,3	15,9	9,8	7,5	2,4	9,3	9,6	35,8	75,8	151,4
Rentas de la inversión	444,1	143,4	6,4	12,9	89,0	31,1	4,0	15,9	9,7	7,5	2,4	9,3	9,5	24,7	74,0	147,7
Transferencias corrientes	90,8	60,4	1,2	1,6	10,2	3,7	43,7	0,4	0,8	0,5	0,3	0,9	0,6	8,3	6,5	12,1
Cuenta de capital	20,5	17,2	0,0	0,0	1,2	0,4	15,6	0,1	0,0	0,0	0,0	0,2	0,1	0,4	0,4	1,9
Pagos																
Cuenta corriente	2.829,7	861,0	43,9	84,2	366,3	262,6	104,0	-	31,9	-	-	93,5	-	180,6	364,8	-
Bienes	1.690,0	465,8	29,0	50,6	173,8	212,4	0,0	29,5	14,2	215,1	26,8	52,7	121,6	91,0	140,3	533,1
Servicios	480,2	136,9	7,7	12,8	81,9	34,2	0,2	5,1	6,5	13,1	5,7	9,8	10,7	42,4	98,7	151,4
Rentas	465,0	141,5	6,6	19,2	98,9	11,4	5,4	-	9,3	-	-	30,5	-	39,5	118,8	-
Rentas de la inversión	450,9	133,4	6,5	19,1	97,4	5,0	5,4	-	9,2	-	-	30,3	-	39,1	117,7	-
Transferencias corrientes	194,5	116,7	0,6	1,5	11,7	4,5	98,4	1,5	1,9	3,8	0,7	0,5	0,7	7,8	7,0	53,8
Cuenta de capital	15,3	1,6	0,0	0,1	0,9	0,3	0,2	0,2	0,3	0,3	0,2	0,1	0,1	0,6	1,3	10,6
Neto																
Cuenta corriente	-54,7	55,7	7,2	3,0	57,8	33,0	-45,3	-	6,4	-	-	-33,2	-	27,9	-12,0	-
Bienes	-4,7	73,5	3,6	7,2	45,5	17,0	0,2	-1,1	5,3	-108,7	3,1	-15,7	-45,3	19,8	52,8	11,7
Servicios	51,1	30,0	3,2	1,9	22,1	-3,5	6,3	3,3	1,7	4,0	1,7	3,3	6,7	11,2	-21,2	10,2
Rentas	2,6	8,6	-0,1	-6,2	-8,3	20,2	2,9	-	0,5	-	-	-21,2	-	-3,6	-43,1	-
Rentas de la inversión	-6,8	10,0	-0,1	-6,2	-8,4	26,0	-1,3	-	0,5	-	-	-21,1	-	-14,4	-43,7	-
Transferencias corrientes	-103,7	-56,4	0,6	0,1	-1,5	-0,8	-54,7	-1,2	-1,1	-3,2	-0,5	0,3	-0,1	0,5	-0,5	-41,7
Cuenta de capital	5,2	15,6	0,0	-0,1	0,2	0,0	15,4	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	0,1	0,0	-0,2	-0,9	-8,7

Fuente: BCE.

7.3 Cuenta financiera

(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; transacciones y otros flujos en el período)

1. Resumen de la cuenta financiera

	Total ^{b)}			Total en porcentaje del PIB			Inversiones directas		Inversiones de cartera		Derivados financieros netos	Otras inversiones		Activos de reserva
	Activos	Pasivos	Neto	Activos	Pasivos	Neto	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos		Activos	Pasivos	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Saldos vivos (posición de inversión internacional)														
2007	13.992,8	15.266,8	-1.274,0	154,9	169,0	-14,1	3.726,7	3.221,9	4.631,1	6.538,1	-28,9	5.316,7	5.506,8	347,2
2008	13.377,1	14.961,4	-1.584,3	144,6	161,8	-17,1	3.878,4	3.247,8	3.834,9	5.976,8	-0,5	5.290,0	5.736,7	374,2
2009	13.764,1	15.170,3	-1.406,2	154,0	169,7	-15,7	4.287,2	3.403,0	4.341,3	6.781,9	0,2	4.675,9	4.985,4	459,6
2010 IV	15.234,8	16.461,7	-1.226,9	166,0	179,4	-13,4	4.798,2	3.714,8	4.907,5	7.442,9	-61,6	5.002,9	5.304,0	587,8
2011 I	15.135,4	16.377,3	-1.241,9	163,4	176,8	-13,4	4.801,9	3.739,5	4.811,3	7.469,7	-31,6	4.977,1	5.168,1	576,6
II	15.241,6	16.591,9	-1.350,3	163,4	177,9	-14,5	4.861,2	3.765,7	4.768,0	7.681,2	-49,1	5.080,6	5.144,9	581,0
Variaciones de los saldos vivos														
2007	1.608,0	1.858,8	-250,9	17,8	20,6	-2,8	572,8	486,8	258,7	591,3	-8,1	763,3	780,7	21,4
2008	-615,7	-305,5	-310,3	-6,7	-3,3	-3,4	151,7	25,9	-796,2	-561,3	28,4	-26,7	229,9	27,0
2009	387,1	208,9	178,1	4,3	2,3	2,0	408,8	155,2	506,4	805,1	0,7	-614,1	-751,4	85,4
2010	1.470,7	1.291,5	179,3	16,0	14,1	2,0	511,0	311,8	566,2	661,0	-61,7	327,1	318,7	128,2
2011 I	-99,5	-84,5	-15,0	-4,3	-3,7	-0,7	3,8	24,6	-96,2	26,8	29,9	-25,8	-135,9	-11,2
II	106,2	214,6	-108,4	4,5	9,1	-4,6	59,3	26,2	-43,4	211,5	-17,5	103,4	-23,2	4,4
Transacciones														
2007	1.940,3	1.943,2	-3,0	21,5	21,5	0,0	512,9	422,5	439,5	566,3	66,9	915,8	954,4	5,1
2008	429,9	551,3	-121,3	4,6	6,0	-1,3	336,6	105,5	5,0	266,4	84,5	0,5	179,4	3,4
2009	-128,9	-114,9	-14,0	-1,4	-1,3	-0,2	334,7	231,9	94,0	355,3	-21,1	-531,9	-702,1	-4,6
2010	490,0	534,1	-44,1	5,3	5,8	-0,5	174,9	125,0	145,6	293,6	-17,4	176,7	115,5	10,3
2010 IV	44,1	53,6	-9,5	1,9	2,3	-0,4	-19,6	59,9	46,1	65,6	-8,9	25,0	-71,8	1,6
2011 I	217,2	233,0	-15,7	9,5	10,2	-0,7	89,3	79,5	27,1	155,6	2,2	86,9	-2,2	11,6
II	203,9	224,4	-20,6	8,6	9,5	-0,9	59,5	31,0	33,5	189,1	-3,4	118,7	4,4	-4,3
2011 Abr	159,4	157,6	1,8	.	.	.	52,7	22,3	17,8	36,5	-2,9	97,8	98,8	-5,9
May	143,8	156,9	-13,1	.	.	.	7,0	1,1	35,0	78,1	1,5	97,3	77,7	3,1
Jun	-99,3	-90,1	-9,2	.	.	.	-0,2	7,6	-19,3	74,4	-1,9	-76,4	-172,1	-1,5
Jul	-6,6	-4,1	-2,5	.	.	.	12,2	12,9	-5,6	-26,7	4,6	-18,7	9,7	0,9
Ago	39,5	49,3	-9,8	.	.	.	-6,5	-6,8	-67,1	-31,1	1,1	115,3	87,3	-3,2
Otros flujos														
2007	-332,3	-84,4	-247,9	-3,7	-0,9	-2,7	59,9	64,3	-180,8	25,1	-75,1	-152,6	-173,8	16,3
2008	-1.045,7	-856,7	-188,9	-11,3	-9,3	-2,0	-184,9	-79,5	-801,2	-827,7	-56,0	-27,2	50,5	23,7
2009	515,9	323,8	192,2	5,8	3,6	2,1	74,1	-76,7	412,4	449,7	21,7	-82,2	-49,3	89,9
2010	980,7	757,4	223,3	10,7	8,3	2,4	336,1	186,8	420,6	367,4	-44,3	150,4	203,1	117,9
Otros flujos debidos a variaciones de tipo de cambio														
2007	-522,0	-339,7	-182,3	-5,8	-3,8	-2,0	-104,2	-17,1	-217,4	-146,8	.	-186,6	-175,8	-13,7
2008	-49,8	27,9	-77,7	-0,5	0,3	-0,8	-25,0	-34,0	6,6	41,9	.	-40,7	20,1	9,3
2009	-49,6	-55,2	5,5	-0,6	-0,6	0,1	-4,6	5,7	-30,5	-32,9	.	-11,9	-28,0	-2,7
2010	535,0	323,6	211,3	5,8	3,5	2,3	160,3	57,4	179,4	101,6	.	182,2	164,6	13,0
Otros flujos debidos a variaciones de los precios														
2007	78,7	113,4	-34,6	0,9	1,3	-0,4	45,2	5,8	77,3	107,6	-75,1	.	.	31,3
2008	-1.002,7	-975,7	-27,1	-10,8	-10,5	-0,3	-159,2	-60,7	-809,5	-915,0	-56,0	.	.	22,0
2009	635,3	483,4	151,9	7,1	5,4	1,7	142,5	28,4	425,3	455,0	21,7	.	.	45,8
2010	295,0	153,7	141,3	3,2	1,7	1,5	50,1	2,2	187,3	151,5	-44,3	.	.	102,0
Otros flujos debidos a otros ajustes														
2007	110,9	142,0	-31,0	1,2	1,6	-0,3	118,8	75,6	-40,7	64,3	.	34,1	2,0	-1,3
2008	6,8	91,0	-84,1	0,1	1,0	-0,9	-0,7	15,2	1,8	45,4	.	13,4	30,4	-7,7
2009	-69,7	-104,4	34,7	-0,8	-1,2	0,4	-63,9	-110,8	17,6	27,7	.	-70,3	-21,3	46,8
2010	150,8	280,1	-129,3	1,6	3,1	-1,4	125,7	127,2	53,9	114,4	.	-31,8	38,5	2,9
Tasas de crecimiento de los saldos vivos														
2006	16,1	14,8	-	.	.	.	15,1	10,6	13,6	13,7	.	20,5	18,8	0,3
2007	15,6	14,3	-	.	.	.	15,8	15,1	10,0	9,4	.	20,2	20,2	1,6
2008	3,0	3,6	-	.	.	.	9,2	3,3	-0,2	4,2	.	0,0	3,3	1,0
2009	-1,0	-0,8	-	.	.	.	8,6	7,3	2,4	5,9	.	-10,1	-12,2	-1,2
2010 IV	3,5	3,4	-	.	.	.	3,9	3,5	3,2	4,2	.	3,7	2,3	2,0
2011 I	3,4	3,4	-	.	.	.	4,5	5,3	2,6	5,3	.	3,4	-0,4	2,9
II	3,8	3,8	-	.	.	.	3,8	4,6	3,1	6,4	.	4,9	-0,3	2,4

Fuente: BCE.

1) Los derivados financieros netos se incluyen en los activos.

7.3 Cuenta financiera

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

2. Inversiones directas

	Por residentes en el exterior							Por no residentes en la zona del euro						
	Total	Acciones y participaciones de capital y beneficios reinvertidos			Otro capital (princip. préstamos entre empresas relacionadas)			Total	Acciones y particip. de capital y beneficios reinvertidos			Otro capital (principalmente préstamos entre empresas relacionadas)		
		Total	IFM	No IFM	Total	IFM	No IFM		Total	En IFM	En no IFM	Total	A IFM	A no IFM
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Saldos vivos (posición de inversión internacional)														
2009	4.287,2	3.305,5	236,2	3.069,3	981,7	14,8	966,9	3.403,0	2.501,9	74,2	2.427,7	901,1	18,1	883,0
2010	4.798,2	3.667,1	277,9	3.389,2	1.131,1	17,8	1.113,3	3.714,8	2.820,2	83,2	2.737,0	894,6	12,7	881,9
2011 I	4.801,9	3.680,2	273,8	3.406,4	1.121,7	17,1	1.104,6	3.739,5	2.853,3	84,4	2.768,9	886,2	11,1	875,1
II	4.861,2	3.732,0	281,1	3.450,9	1.129,2	14,5	1.114,7	3.765,7	2.875,9	85,1	2.790,8	889,8	9,5	880,3
Transacciones														
2008	336,6	193,8	9,3	184,5	142,8	-0,3	143,1	105,5	64,3	-8,2	72,5	41,1	1,6	39,6
2009	334,7	257,5	20,1	237,3	77,2	2,6	74,6	231,9	236,7	7,5	229,2	-4,8	-0,6	-4,2
2010	174,9	51,1	12,6	38,5	123,8	1,2	122,6	125,0	176,7	7,2	169,5	-51,7	-7,5	-44,2
2010 IV	-19,6	-49,7	0,5	-50,2	30,1	0,2	29,9	59,9	9,9	1,7	8,2	50,0	-4,9	54,9
2011 I	89,3	77,8	3,8	74,0	11,6	0,1	11,5	79,5	69,6	0,8	68,8	9,9	-1,5	11,4
II	59,5	55,4	8,9	46,4	4,1	-2,6	6,7	31,0	26,8	1,6	25,2	4,2	-1,5	5,7
2011 Abr	52,7	47,1	4,8	42,3	5,6	0,7	4,9	22,3	16,9	0,5	16,4	5,4	-0,5	5,9
May	7,0	0,1	0,4	-0,3	6,9	0,4	6,5	1,1	3,2	0,7	2,5	-2,1	0,0	-2,0
Jun	-0,2	8,2	3,7	4,5	-8,3	-3,7	-4,6	7,6	6,8	0,5	6,3	0,8	-1,0	1,8
Jul	12,2	10,3	0,0	10,3	1,9	-1,6	3,5	12,9	16,4	0,8	15,6	-3,6	-0,2	-3,4
Ago	-6,5	-7,4	1,2	-8,6	0,9	0,1	0,8	-6,8	7,8	0,2	7,5	-14,6	0,1	-14,7
Tasas de crecimiento														
2008	9,2	6,6	4,0	6,9	19,1	-1,4	19,4	3,3	2,7	-10,8	3,2	5,0	8,4	4,9
2009	8,6	8,6	9,2	8,5	8,8	20,5	8,6	7,3	10,4	11,6	10,4	-0,5	-3,2	-0,5
2010 IV	3,9	1,5	5,3	1,2	12,5	7,8	12,6	3,5	6,8	9,4	6,8	-5,7	-41,3	-5,0
2011 I	4,5	2,9	2,1	3,0	9,9	6,4	10,0	5,3	6,3	8,7	6,2	2,0	-48,1	3,1
II	3,8	3,5	5,4	3,3	4,8	-12,7	5,1	4,6	5,1	8,0	5,0	3,1	-47,9	4,1

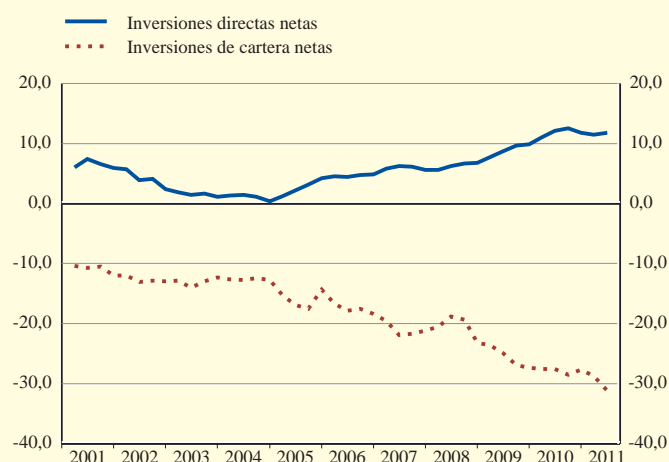
G36 Posición de inversión internacional de la zona del euro

(saldos vivos a fin de período; porcentaje del PIB)



G37 Posición de inversiones directas y de cartera de la zona del euro

(saldos vivos a fin de período; porcentaje del PIB)



Fuente: BCE.

7.3 Cuenta financiera

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

3. Inversiones de cartera: Activos

	Total	Acciones y participaciones					Valores distintos de acciones									
		Total	IFM	No IFM		Total	IFM	No IFM		Instrumentos del mercado monetario						
				Euro-sistema	AAPP			Euro-sistema	AAPP	Total	IFM	No IFM				
													Euro-sistema	AAPP		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
Saldos vivos (posición de inversión internacional)																
2009	4.341,3	1.514,5	80,8	3,4	1.433,6	36,6	2.426,6	924,6	17,1	1.502,0	36,6	400,2	330,2	44,9	69,9	2,0
2010	4.907,5	1.914,2	93,8	3,6	1.820,5	47,6	2.588,8	810,7	15,6	1.778,1	75,7	404,5	314,9	41,7	89,6	0,2
2011 I	4.811,3	1.858,4	89,8	3,1	1.768,6	44,8	2.537,2	772,0	17,1	1.765,2	95,9	415,8	323,9	40,0	91,8	0,9
II	4.768,0	1.835,0	94,8	3,5	1.740,2	41,6	2.561,6	762,2	17,7	1.799,4	93,4	371,3	278,1	45,7	93,2	0,4
Transacciones																
2008	5,0	-93,7	-34,3	0,7	-59,4	-0,1	72,1	37,7	3,2	34,4	2,7	26,5	49,6	13,1	-23,0	0,4
2009	94,0	53,4	-1,3	0,0	54,8	2,5	45,7	-93,2	-3,8	138,9	17,5	-5,2	1,0	-12,9	-6,2	0,9
2010	145,6	76,5	5,6	-0,2	70,9	1,7	109,3	-124,5	-0,8	233,8	52,8	-40,3	-55,5	-11,7	15,3	-1,9
2010 IV	46,1	40,7	3,2	0,0	37,6	-1,4	0,9	-96,6	-0,5	97,5	54,1	4,4	-11,2	-9,5	15,7	-0,3
2011 I	27,1	-1,0	0,0	-0,4	-1,0	-1,8	5,3	-12,7	1,7	18,0	0,4	22,8	16,8	1,5	6,1	0,7
II	33,5	17,0	3,2	0,1	13,9	-2,3	29,4	-4,4	0,4	33,9	-0,8	-13,0	-12,4	4,8	-0,6	-0,5
2011 Abr	17,8	11,0	4,1	0,0	6,9	.	5,0	-2,3	0,2	7,3	.	1,7	-6,7	-2,7	8,4	.
May	35,0	4,6	3,4	0,0	1,2	.	20,0	7,3	-0,2	12,7	.	10,3	3,9	4,5	6,4	.
Jun	-19,3	1,4	-4,3	0,0	5,7	.	4,4	-9,5	0,4	13,8	.	-25,0	-9,6	3,0	-15,5	.
Jul	-5,6	1,6	1,3	0,0	0,3	.	-4,8	-9,2	0,2	4,5	.	-2,5	-6,7	-3,9	4,2	.
Ago	-67,1	-38,8	-10,3	0,0	-28,5	.	-25,7	-17,5	-1,5	-8,2	.	-2,6	-2,9	8,3	0,2	.
Tasas de crecimiento																
2008	-0,2	-5,6	-26,5	25,0	-4,0	-0,3	3,2	3,9	20,4	2,6	15,6	6,9	16,8	36,3	-25,8	65,9
2009	2,4	3,9	-2,4	-0,6	4,3	8,5	1,9	-9,5	-19,0	10,7	93,4	-2,0	-0,8	-22,3	-7,9	67,2
2010 IV	3,2	4,8	7,0	-5,2	4,7	4,8	4,4	-13,5	-4,9	14,9	127,8	-9,5	-16,0	-25,4	21,1	-91,9
2011 I	2,6	2,6	1,7	-16,4	2,6	-3,2	2,9	-14,0	2,5	12,4	131,9	0,8	-6,5	-10,2	34,8	65,6
II	3,1	3,4	4,8	-9,8	3,3	-14,1	3,7	-12,4	9,7	12,3	126,5	-0,8	-4,4	9,2	13,7	93,4

4. Inversiones de cartera: Pasivos

	Total	Acciones y participaciones				Valores distintos de acciones						
		Total	IFM	No IFM		Bonos y obligaciones			Instrumentos del mercado monetario			
				Euro-sistema	AAPP	Euro-sistema	AAPP	Total	IFM	No IFM		
											Euro-sistema	AAPP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Saldos vivos (posición de inversión internacional)												
2009	6.781,9	2.781,9	686,2	2.095,7	3.493,1	1.093,2	2.399,9	1.481,2	506,9	66,2	440,7	409,3
2010	7.442,9	3.150,7	658,0	2.492,7	3.823,0	1.165,4	2.657,5	1.680,3	469,2	77,2	392,0	352,6
2011 I	7.469,7	3.206,3	651,6	2.554,8	3.760,6	1.113,4	2.647,2	1.698,3	502,8	109,0	393,7	360,0
II	7.681,2	3.127,4	636,2	2.491,3	4.010,3	1.169,6	2.840,7	1.827,9	543,4	140,1	403,3	354,9
Transacciones												
2008	266,4	-108,6	78,1	-186,7	175,5	-15,6	191,0	159,4	199,5	-25,0	224,6	191,0
2009	355,3	121,6	10,7	110,9	143,2	-15,6	158,8	103,7	90,5	-18,3	108,9	144,3
2010	293,6	128,9	-14,2	143,1	174,2	57,3	116,9	189,2	-9,5	28,9	-38,4	-34,8
2010 IV	65,6	47,4	-7,2	54,6	43,1	25,8	17,3	29,5	-24,9	-0,7	-24,2	-17,4
2011 I	155,6	88,2	6,9	81,4	22,1	28,8	-6,8	31,7	45,4	35,4	10,0	20,8
II	189,1	-12,3	-5,3	-7,0	174,8	46,0	128,9	98,3	26,5	21,9	4,6	-1,3
2011 Abr	36,5	0,2	3,8	-3,6	43,7	6,6	37,1	.	-7,4	8,0	-15,4	.
May	78,1	-14,3	-3,3	-11,0	63,4	14,6	48,8	.	29,1	13,0	16,0	.
Jun	74,4	1,8	-5,8	7,6	67,8	24,8	43,0	.	4,9	0,9	3,9	.
Jul	-26,7	8,6	-15,8	24,4	-30,7	2,3	-33,0	.	-4,6	-4,0	-0,6	.
Ago	-31,1	-15,1	19,5	-34,6	-5,9	5,6	-11,5	.	-10,1	-1,0	-9,2	.
Tasas de crecimiento												
2008	4,2	-4,5	13,7	-8,8	5,9	-1,3	10,4	14,1	84,4	-19,3	222,1	257,0
2009	5,9	5,2	1,6	6,6	4,2	-1,3	7,2	7,4	23,0	-28,7	33,0	53,5
2010 IV	4,2	4,5	-2,1	6,7	4,9	5,0	4,8	12,6	-1,9	42,9	-8,9	-8,7
2011 I	5,3	7,1	1,1	8,9	3,4	5,9	2,3	8,6	9,0	68,9	-1,5	0,9
II	6,4	6,1	1,5	7,5	5,5	10,1	3,5	7,5	16,7	151,2	-1,8	2,9

Fuente: BCE.

7.3 Cuenta financiera

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

5. Otras inversiones: Activos

	Total	Eurosistema			IFM (excluido Eurosistema)			AAPP				Otros sectores			
		Total	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros activos	Total	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros activos	Créditos comerciales	Préstamos/efectivo y depósitos	Efectivo y depósitos	Créditos comerciales	Préstamos/efectivo y depósitos	Efectivo y depósitos		
														1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Saldos vivos (posición de inversión internacional)															
2009	4.675,9	30,2	29,8	0,4	2.834,7	2.804,2	30,5	122,1	8,4	74,9	15,9	1.688,9	201,4	1.344,7	402,6
2010	5.002,9	32,6	32,0	0,7	2.972,3	2.939,9	32,4	166,3	7,6	117,6	21,0	1.831,8	214,4	1.468,5	428,6
2011 I	4.977,1	35,3	35,1	0,2	2.963,5	2.923,3	40,2	153,1	7,5	104,7	16,8	1.825,3	223,8	1.449,8	434,7
II	5.080,6	40,4	40,2	0,2	3.043,7	2.994,0	49,7	147,4	7,5	99,5	19,2	1.849,1	224,4	1.480,1	443,6
Transacciones															
2008	0,5	-9,5	-9,5	0,0	-42,6	-59,2	16,6	-5,7	-1,1	-5,9	-4,7	58,3	-1,1	48,0	-22,0
2009	-531,9	0,1	0,0	0,1	-420,5	-399,9	-20,5	10,7	-0,4	9,3	1,2	-122,2	7,5	-128,0	-34,6
2010	176,7	-2,9	-2,9	0,0	8,5	-0,4	8,9	40,0	-0,3	39,4	4,9	131,2	7,0	100,9	46,3
2010 IV	25,0	6,1	6,0	0,1	-28,6	-28,0	-0,6	34,9	0,0	35,0	4,8	12,6	1,4	24,9	19,5
2011 I	86,9	3,6	3,6	0,0	63,3	55,2	8,1	-7,8	-0,1	-8,2	-4,2	27,8	11,2	-0,7	2,6
II	118,7	4,6	4,6	0,0	61,3	54,7	6,6	1,0	0,0	0,6	2,4	51,8	0,6	49,5	22,6
2011 Abr	97,8	5,6	.	.	83,3	.	.	1,5	.	.	-0,1	7,5	.	.	7,2
May	97,3	-1,5	.	.	65,5	.	.	-1,9	.	.	-0,2	35,2	.	.	10,5
Jun	-76,4	0,6	.	.	-87,4	.	.	1,4	.	.	2,7	9,1	.	.	4,9
Jul	-18,7	-0,1	.	.	-19,5	.	.	-5,4	.	.	-1,7	6,2	.	.	4,3
Ago	115,3	0,5	.	.	103,8	.	.	-3,6	.	.	-3,0	14,7	.	.	1,5
Tasas de crecimiento															
2008	0,0	-26,4	-27,0	0,9	-1,3	-1,8	23,6	-5,9	-8,8	-11,8	-27,8	3,2	-0,6	3,2	-4,7
2009	-10,1	-0,4	-1,4	23,4	-12,8	-12,4	-36,9	9,8	-3,5	15,3	7,9	-6,7	3,8	-8,6	-8,1
2010 IV	3,7	-13,1	-13,0	-9,9	0,4	0,1	27,8	31,9	-3,1	50,8	30,6	7,6	3,4	7,3	11,1
2011 I	3,4	26,3	27,3	-10,9	0,5	0,1	44,7	32,3	-3,3	53,5	36,0	5,9	10,7	4,8	10,0
II	4,9	65,6	67,1	-1,3	2,8	2,4	37,8	18,2	-3,2	27,6	3,6	6,6	6,7	6,3	14,9

6. Otras inversiones: Pasivos

	Total	Eurosistema			IFM (excluido Eurosistema)			AAPP				Otros sectores			
		Total	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros pasivos	Total	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros pasivos	Total	Créditos comerciales	Préstamos	Otros pasivos	Total	Créditos comerciales	Préstamos	Otros pasivos
Saldos vivos (posición de inversión internacional)															
2009	4.985,4	251,7	251,3	0,4	3.399,7	3.360,7	39,0	85,2	0,0	80,8	4,4	1.248,8	177,8	929,3	141,7
2010	5.304,0	268,8	265,7	3,1	3.508,6	3.462,6	46,0	153,9	0,0	147,2	6,6	1.372,8	200,8	1.016,2	155,8
2011 I	5.168,1	272,3	271,8	0,5	3.365,9	3.310,5	55,4	174,1	0,0	168,6	5,4	1.355,8	207,5	984,5	163,8
II	5.144,9	277,7	274,9	2,8	3.326,5	3.270,6	55,9	186,2	0,0	180,9	5,3	1.354,5	207,2	990,5	156,8
Transacciones															
2008	179,4	280,9	280,9	0,0	-174,7	-186,0	11,3	9,5	0,0	10,9	-1,3	63,6	9,4	44,4	9,8
2009	-702,1	-233,2	-233,4	0,2	-352,7	-341,5	-11,2	17,8	0,0	17,8	0,0	-134,0	0,8	-126,1	-8,7
2010	115,5	8,9	6,3	2,6	-10,8	-16,8	6,0	64,6	0,0	63,8	0,8	52,8	15,5	13,5	23,8
2010 IV	-71,8	17,3	16,0	1,3	-100,2	-103,0	2,8	45,6	0,0	45,4	0,2	-34,5	9,6	-31,6	-12,5
2011 I	-2,2	9,6	12,1	-2,6	-62,9	-73,7	10,8	27,1	0,0	28,3	-1,2	24,0	6,3	-0,4	18,0
II	4,4	7,2	4,9	2,4	-17,9	-19,2	1,3	12,2	0,0	12,3	-0,1	2,8	-0,2	0,1	2,9
2011 Abr	98,8	0,6	.	.	95,8	.	.	-2,0	.	.	.	4,4	.	.	.
May	77,7	5,4	.	.	54,7	.	.	11,1	.	.	.	6,6	.	.	.
Jun	-172,1	1,3	.	.	-168,4	.	.	3,2	.	.	.	-8,2	.	.	.
Jul	9,7	14,2	.	.	-24,3	.	.	6,9	.	.	.	13,0	.	.	.
Ago	87,3	7,1	.	.	52,9	.	.	-2,5	.	.	.	29,7	.	.	.
Tasas de crecimiento															
2008	3,3	141,2	141,3	.	-4,4	-4,7	18,1	15,9	.	20,6	-23,9	4,8	5,4	4,3	7,5
2009	-12,2	-48,1	-48,2	.	-9,3	-9,2	-19,8	25,7	.	27,4	-0,9	-9,4	0,3	-11,5	-5,8
2010 IV	2,3	3,4	2,4	.	-0,2	-0,4	15,8	74,2	.	78,3	11,7	4,0	8,6	1,2	15,8
2011 I	-0,4	9,4	9,6	.	-4,9	-5,3	26,8	99,8	.	106,7	-2,7	3,5	14,2	-0,2	14,6
II	-0,3	12,6	11,8	.	-5,2	-5,6	23,3	93,6	.	101,8	-18,8	4,0	8,6	0,8	19,5

Fuente: BCE.

7.3 Cuenta financiera

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

7. Activos de reserva ¹⁾

	Activos de reserva													Pro memoria			
	Total	Oro monetario		Tenencias de DEG	Posición de reserva en el FMI	Divisas convertibles								Otros activos	Otros activos en moneda extranjera	Drenajes netos de liquidez a corto plazo en moneda extranjera. Predeterminados	Asignación de DEG
		En mm de euros	En onzas troy de oro fino (millones)			Total	Efectivo y depósitos		Valores				Derivados financieros				
							En las autoridades monetarias y el BPI	En bancos	Total	Acc. y particip.	Bonos y obligaciones	Instrumentos del mercado monetario					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	
Saldos vivos (posición de inversión internacional)																	
2007	347,2	201,0	353,688	4,6	3,6	138,0	7,2	22,0	108,5	0,4	87,8	20,3	0,3	0,0	44,3	-38,5	5,3
2008	374,2	217,0	349,207	4,7	7,3	145,1	7,6	8,1	129,5	0,6	111,3	17,6	0,0	0,0	262,8	-245,7	5,5
2009	462,4	266,1	347,180	50,8	10,5	134,9	11,7	8,1	115,2	0,5	92,0	22,7	-0,1	0,0	32,1	-24,2	51,2
2010 IV	591,2	366,2	346,962	54,2	15,8	155,0	7,7	16,1	131,3	0,5	111,2	19,5	0,0	0,0	26,3	-24,4	54,5
2011 I	576,6	351,5	346,988	51,1	21,6	152,4	5,6	18,2	128,2	0,5	108,6	19,0	0,4	0,0	21,3	-24,5	52,6
II	580,8	361,4	346,989	50,4	22,4	146,5	5,1	13,0	128,2	0,5	108,3	19,3	0,2	0,0	20,4	-18,1	52,2
2011 Ago	656,4	435,5	346,989	51,0	24,0	146,0	5,1	11,0	129,7	-	-	-	0,1	0,0	25,9	-21,1	52,5
Sep	646,7	416,3	346,990	52,9	26,0	151,4	5,5	11,2	135,2	-	-	-	-0,4	0,0	31,4	-24,5	54,5
Transacciones																	
2007	5,1	-3,2	-	0,3	-0,9	8,8	1,0	1,6	6,2	0,0	14,5	-8,3	0,0	0,0	-	-	-
2008	3,4	-2,7	-	-0,1	3,8	2,4	5,0	-15,7	11,8	0,1	15,8	-4,1	1,3	0,0	-	-	-
2009	-4,6	-2,0	-	0,5	3,4	-6,4	3,1	-1,2	-9,5	0,0	-14,1	4,6	1,2	0,0	-	-	-
2010 IV	1,6	0,0	-	0,1	0,1	1,3	-0,4	-0,5	2,1	0,0	3,2	-1,1	0,1	0,0	-	-	-
2011 I	11,6	0,0	-	-1,2	6,7	6,1	-1,8	3,1	4,8	0,0	4,0	0,7	0,0	0,0	-	-	-
II	-4,3	0,0	-	-0,2	0,9	-5,1	-0,5	-5,4	0,9	0,0	0,4	0,5	-0,1	0,0	-	-	-
Tasas de crecimiento																	
2007	1,6	-1,7	-	7,3	-18,3	6,3	15,0	6,4	5,7	1,1	18,6	-27,6	-	-	-	-	-
2008	1,0	-1,3	-	-2,5	105,5	1,7	67,8	-68,9	10,8	28,0	17,9	-20,6	-	-	-	-	-
2009	-1,2	-0,9	-	-2,6	45,5	-4,4	41,1	-21,3	-7,3	1,0	-12,8	25,3	-	-	-	-	-
2010 IV	2,0	0,0	-	-0,1	46,4	3,6	-43,3	76,2	3,4	-5,2	10,3	-25,5	-	-	-	-	-
2011 I	2,9	0,0	-	-1,9	77,7	5,3	-44,7	68,6	4,0	-4,3	12,0	-27,9	-	-	-	-	-
II	2,4	0,0	-	-2,4	49,8	4,6	-36,6	5,3	7,4	1,9	12,4	-15,3	-	-	-	-	-

8. Deuda externa bruta

	Total	Por instrumentos					Por sectores (excluidas inversiones directas)				
		Préstamos, efectivo y depósitos	Instrumentos del mercado monetario	Bonos y obligaciones	Créditos comerciales	Otros pasivos en forma de deuda	Inversiones directas: préstamos entre empresas relacionadas	AAPP	Eurosistema	IFM (excluido Eurosistema)	Otros sectores
Saldos vivos (posición de inversión internacional)											
2007	9.991,0	5.144,6	240,5	2.996,3	172,6	189,6	1.247,3	1.235,4	202,1	5.228,6	2.077,6
2008	10.914,5	5.340,8	398,1	3.377,9	184,1	211,8	1.401,7	1.747,0	482,7	5.006,5	2.276,5
2009	10.391,3	4.622,0	506,9	3.493,1	177,8	185,6	1.405,9	1.975,7	251,7	4.559,1	2.198,9
2010 IV	11.016,4	4.891,7	469,2	3.823,0	200,8	211,5	1.420,2	2.186,8	268,8	4.751,3	2.389,4
2011 I	10.855,2	4.735,4	502,8	3.760,6	207,6	225,1	1.423,7	2.232,3	272,3	4.588,4	2.338,5
II	11.126,4	4.716,9	543,4	4.010,3	207,3	220,8	1.427,7	2.369,0	277,7	4.636,2	2.415,7
Saldos vivos en porcentaje del PIB											
2007	110,5	56,9	2,7	33,1	1,9	2,1	13,8	13,7	2,2	57,8	23,0
2008	118,1	57,8	4,3	36,5	2,0	2,3	15,2	18,9	5,2	54,2	24,6
2009	116,3	51,7	5,7	39,1	2,0	2,1	15,7	22,1	2,8	51,0	24,6
2010 IV	120,2	53,4	5,1	41,7	2,2	2,3	15,5	23,9	2,9	51,8	26,1
2011 I	117,3	51,2	5,4	40,6	2,2	2,4	15,4	24,1	2,9	49,6	25,3
II	119,4	50,6	5,8	43,0	2,2	2,4	15,3	25,4	3,0	49,7	25,9

Fuente: BCE.

1) Los datos se refieren a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas, de conformidad con el enfoque adoptado para los activos de reserva del Eurosistema. Para más información, véanse las Notas Generales.

7.3 Cuenta financiera

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

9. Desagregación geográfica

	Total	Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro						Canadá	China	Japón	Suiza	Estados Unidos	Centros financieros extra-territoriales	Organizaciones internacionales	Otros países
		Total	Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE	Instituciones de la UE								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2010	Saldos vivos (posición de inversión internacional)														
Inversiones directas	1.083,3	116,9	3,8	-6,6	-170,8	291,8	-1,3	50,4	57,1	-3,9	178,9	-23,2	42,7	-0,3	664,8
En el exterior	4.798,2	1.490,8	36,2	141,7	994,2	318,7	0,0	154,7	61,5	87,2	479,5	899,7	586,7	0,0	1.037,9
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	3.667,1	1.114,0	32,2	88,8	733,5	259,4	0,0	121,4	49,5	65,8	374,0	637,1	501,8	0,0	803,6
Otro capital	1.131,1	376,8	4,0	52,9	260,7	59,2	0,0	33,3	12,0	21,4	105,6	262,7	85,0	0,0	234,3
En la zona del euro	3.714,8	1.374,0	32,5	148,4	1.165,0	26,9	1,3	104,3	4,4	91,1	300,6	922,9	544,1	0,4	373,1
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	2.820,2	1.121,1	22,5	133,9	958,4	4,9	1,3	91,7	3,4	73,5	201,8	702,5	387,3	0,1	238,8
Otro capital	894,6	252,9	10,0	14,4	206,6	21,9	0,0	12,6	1,0	17,6	98,8	220,4	156,7	0,2	134,3
Inversiones de cartera: Activos	4.907,5	1.550,5	84,0	189,3	1.054,9	103,5	118,9	110,8	59,5	203,6	134,6	1.557,4	460,8	30,8	799,6
Acc. y participaciones	1.914,2	379,4	13,7	46,0	300,5	18,1	1,1	44,6	57,2	106,3	117,5	574,9	243,0	1,4	390,1
Valores distintos de acciones	2.993,3	1.171,1	70,3	143,3	754,4	85,3	117,8	66,3	2,2	97,3	17,1	982,5	217,8	29,4	409,6
Bonos y obligaciones	2.588,8	1.031,4	63,0	121,3	646,1	83,8	117,2	61,8	1,4	44,3	11,7	836,1	208,6	29,0	364,5
Instrum. mercado monetario	404,5	139,7	7,3	21,9	108,3	1,6	0,6	4,5	0,8	53,0	5,5	146,4	9,2	0,4	45,1
Otras inversiones	-301,1	-241,1	54,8	1,5	-202,0	85,9	-181,2	-7,3	-8,0	19,9	-34,4	-94,6	-5,0	-25,2	94,7
Activos	5.002,9	2.295,1	112,6	96,9	1.869,7	198,5	17,4	28,5	38,7	103,7	275,2	713,1	588,7	48,8	911,2
AAPP	166,3	55,0	0,8	6,5	34,6	2,1	11,0	1,9	3,2	2,6	1,2	13,7	3,6	31,8	53,2
IFM	3.004,9	1.576,0	90,7	52,9	1.268,2	160,9	3,3	15,6	12,1	72,6	136,3	375,8	367,6	16,5	432,4
Otros sectores	1.831,8	664,0	21,1	37,5	566,9	35,5	3,1	11,0	23,4	28,5	137,7	323,6	217,4	0,6	425,5
Pasivos	5.304,0	2.536,1	57,9	95,4	2.071,7	112,6	198,6	35,8	46,7	83,8	309,6	807,8	593,6	74,0	816,5
AAPP	153,9	92,1	0,2	0,5	57,1	0,2	34,1	0,1	0,1	0,1	0,8	27,3	1,7	27,6	4,1
IFM	3.777,4	1.855,6	45,5	63,8	1.555,6	84,5	106,1	27,6	22,1	50,4	233,4	491,5	475,5	43,4	577,9
Otros sectores	1.372,8	588,4	12,2	31,1	458,9	27,9	58,3	8,2	24,6	33,2	75,4	289,0	116,5	3,0	234,5
III 2010 a II 2011	Transacciones acumuladas														
Inversiones directas	11,1	22,6	0,6	-8,6	15,7	14,9	0,0	-29,0	6,7	1,6	-24,9	-15,3	8,0	-0,1	41,5
En el exterior	179,9	47,7	1,6	2,1	25,2	18,7	0,0	1,8	6,6	1,4	-3,2	21,3	26,8	0,0	77,4
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	127,3	38,3	1,7	3,5	14,6	18,5	0,0	1,9	3,7	2,1	-4,8	20,1	7,0	0,0	59,0
Otro capital	52,6	9,4	0,0	-1,4	10,6	0,2	0,0	0,0	2,9	-0,6	1,6	1,3	19,7	0,0	18,4
En la zona del euro	168,9	25,1	1,0	10,7	9,5	3,8	0,0	30,9	-0,1	-0,1	21,7	36,6	18,8	0,1	36,0
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	142,2	34,2	-0,2	8,1	26,1	0,2	0,0	31,7	0,4	0,4	1,3	29,1	17,5	0,0	27,6
Otro capital	26,6	-9,2	1,2	2,6	-16,5	3,6	0,0	-0,8	-0,5	-0,6	20,4	7,5	1,3	0,1	8,4
Inversiones de cartera: Activos	148,8	31,3	-2,8	16,8	-0,7	6,0	11,9	-2,5	12,1	3,3	1,3	48,9	-24,8	0,6	78,6
Acc. y participaciones	8,4	12,7	0,7	4,7	6,5	0,8	0,1	5,4	11,3	1,2	-3,3	20,2	-7,2	-0,4	18,5
Valores distintos de acciones	90,3	18,5	-3,5	12,1	-7,2	5,3	11,9	-8,0	0,8	2,1	4,7	28,7	-17,6	1,0	60,1
Bonos y obligaciones	94,1	42,1	-1,9	12,4	14,7	4,9	12,0	-9,0	0,7	0,8	3,3	20,2	-19,8	1,2	54,5
Instrum. mercado monetario	-3,7	-23,5	-1,6	-0,3	-21,9	0,4	-0,1	1,0	0,0	1,2	1,4	8,6	2,2	-0,2	5,6
Otras inversiones	253,4	148,4	1,3	8,7	168,8	2,4	-32,7	-1,0	1,8	4,2	44,0	-4,7	126,0	-43,7	-21,6
Activos	2,2	119,0	1,6	20,4	89,8	6,3	0,9	-0,2	9,3	15,0	13,9	20,6	49,4	-11,1	26,4
AAPP	24,1	9,7	0,8	0,9	6,8	1,4	-0,3	1,0	0,0	2,3	0,7	7,4	0,4	0,8	1,9
IFM	8,6	30,9	-1,8	13,7	15,0	4,0	-0,1	-1,8	7,9	11,4	0,1	9,4	38,7	-11,9	14,1
Otros sectores	119,5	78,5	2,6	5,8	68,0	0,9	1,3	0,6	1,4	1,3	13,1	3,8	10,3	0,1	10,5
Pasivos	-11,2	-29,3	0,3	11,8	-79,0	3,9	33,7	0,8	7,4	10,8	-30,1	25,3	-76,6	32,6	48,0
AAPP	90,1	51,9	0,0	0,0	32,6	0,0	19,3	0,0	0,0	-0,2	-0,9	16,2	1,2	22,7	-0,7
IFM	-157,0	-110,9	0,4	5,2	-125,5	1,8	7,3	-2,0	4,6	12,0	-35,7	20,8	-79,4	9,9	23,6
Otros sectores	55,7	29,7	0,0	6,5	13,9	2,1	7,1	2,7	2,9	-1,0	6,5	-11,8	1,6	0,0	25,1

Fuente: BCE.

7.4 Presentación monetaria de la balanza de pagos ¹⁾

(mm de euros; transacciones)

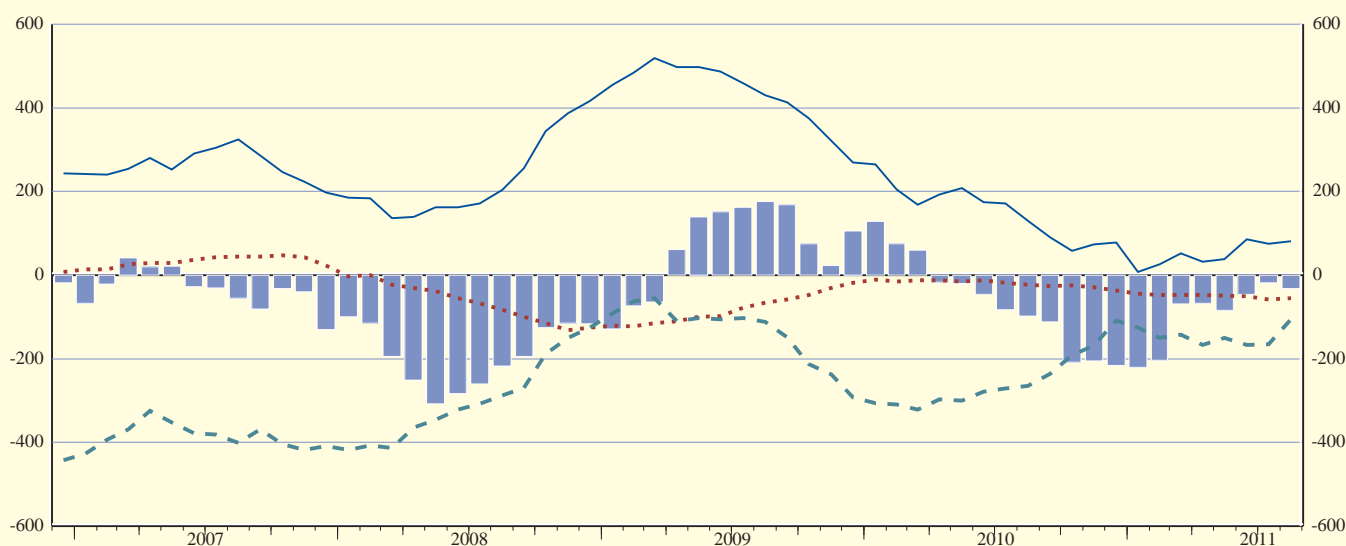
Balanza de pagos: Contrapartidas de las operaciones exteriores netas de las IFM

	Total	Cuenta corriente y cuenta de capital	Operaciones de instituciones distintas de IFM								Derivados financieros	Errores y omisiones
			Inversiones directas		Inversiones de cartera				Otras inversiones			
			Por residentes en el exterior	Por no residentes en la zona del euro	Activos		Pasivos		Activos	Pasivos		
					Acciones y participaciones	Valores distintos de acciones	Acciones y participaciones	Valores distintos de acciones				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2008	-116,9	-125,2	-327,9	112,0	59,2	-11,0	-186,9	416,4	-53,1	73,5	-84,4	10,6
2009	105,7	-19,1	-311,9	224,8	-54,8	-132,8	111,0	268,8	111,5	-115,9	21,1	3,0
2010	-216,3	-37,3	-161,3	125,2	-70,7	-249,1	143,2	77,8	-170,3	117,2	17,4	-8,4
2010 II	-21,5	-17,0	-86,3	51,1	-1,7	-44,2	23,1	99,6	-52,5	4,9	0,3	1,2
III	-59,5	-6,4	-49,0	-3,8	-3,8	-44,6	41,0	-43,9	-23,2	68,6	6,3	-0,6
IV	-57,3	4,2	20,2	63,1	-37,6	-113,2	54,6	-7,4	-46,9	11,1	8,9	-14,4
2011 I	69,3	-27,8	-85,5	80,2	1,0	-24,0	81,4	3,2	-20,0	51,1	-2,2	12,1
II	2,1	-20,1	-53,2	30,8	-13,9	-33,2	-7,0	133,4	-52,8	15,0	3,4	-0,4
2010 Ago	1,5	-7,3	-12,9	-18,2	-3,6	0,3	25,9	-26,9	8,5	23,4	5,9	6,5
Sep	-26,0	-5,5	-12,3	3,7	-4,1	-15,6	15,1	6,6	-27,7	14,2	0,3	-0,8
Oct	-84,2	2,5	5,2	-16,2	-17,2	-87,7	44,7	7,3	-26,8	9,2	-0,2	-4,9
Nov	-7,0	-3,0	7,8	39,5	-9,4	-23,4	-15,1	30,4	-23,3	-2,9	3,1	-10,6
Dic	33,8	4,7	7,1	39,9	-11,0	-2,0	25,1	-45,1	3,1	4,8	6,1	1,0
2011 Ene	-23,6	-19,6	-29,4	37,4	0,2	-12,3	10,3	-37,0	-21,4	43,2	-1,0	6,0
Feb	3,2	-7,1	-25,6	0,5	-1,1	-12,2	43,8	10,6	0,8	-12,3	0,8	5,0
Mar	89,7	-1,1	-30,4	42,2	1,9	0,5	27,2	29,6	0,6	20,2	-2,1	1,1
Abr	-31,3	-5,0	-47,1	22,3	-6,9	-15,7	-3,6	21,7	-9,0	2,4	2,9	6,8
May	-2,4	-15,7	-6,2	0,5	-1,2	-19,1	-11,0	64,8	-33,3	17,7	-1,5	2,5
Jun	35,8	0,6	0,1	8,1	-5,7	1,6	7,6	46,9	-10,5	-5,0	1,9	-9,8
Jul	-7,9	-1,6	-13,8	12,2	-0,3	-8,6	24,4	-33,7	-0,9	19,9	-4,6	-0,9
Ago	-12,7	-4,2	7,8	-7,1	28,5	8,0	-34,6	-20,6	-11,0	27,3	-1,1	-5,6
<i>transacciones acumuladas de 12 meses</i>												
2011 Ago	-32,6	-55,0	-136,7	183,0	-26,3	-186,7	133,9	81,5	-159,3	138,6	4,7	-10,1

G38 Balanza de pagos: Principales contrapartidas de las operaciones exteriores netas de las IFM ¹⁾

(mm de euros; transacciones acumuladas de 12 meses)

- Operaciones exteriores netas de las IFM
- Cuenta corriente y cuenta de capital
- Inversiones directas y de cartera en acciones y participaciones de instituciones distintas de IFM
- Pasivos de las inversiones de cartera en forma de distintos de acciones de instituciones distintas de IFM



Fuente: BCE.

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

7.5 Comercio exterior de bienes

1. Comercio en términos nominales y reales por grupos de productos ¹⁾

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

	Total (s.d.)		Exportaciones (FOB)					Importaciones (CIF)					
	Expor- taciones	Impor- taciones	Total			Pro memoria: Manufacturas	Total			Pro memoria: Manufacturas	Petróleo		
			Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo		Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
En términos nominales (mm de euros; tasas de variación interanual para las columnas 1 y 2)													
2009	-18,0	-21,8	1.279,8	628,0	264,3	355,5	1.063,2	1.266,4	734,3	193,8	316,8	840,8	182,1
2010	19,9	22,7	1.531,3	765,0	310,8	419,8	1.267,4	1.548,0	946,9	228,4	348,1	1.015,7	247,3
2010 III	22,5	27,2	396,9	197,7	80,8	108,2	329,3	401,6	245,9	59,9	89,6	266,5	63,0
IV	22,2	25,9	404,2	201,9	84,1	109,5	332,6	407,2	253,8	58,9	89,5	264,7	66,4
2011 I	21,8	24,1	427,3	214,5	86,1	116,0	350,1	435,2	275,5	59,6	91,8	277,0	74,3
II	13,1	12,5	429,1	215,6	86,6	116,3	350,7	436,1	279,9	58,3	89,9	275,3	77,1
2011 Mar	16,5	17,1	144,2	72,8	29,6	39,2	118,6	145,8	93,2	19,4	30,9	93,6	26,2
Abr	14,6	17,5	144,4	72,3	28,3	39,4	116,1	147,0	94,1	20,2	29,8	91,8	26,9
May	22,4	17,3	146,0	73,2	30,3	40,0	121,3	147,5	94,5	19,5	30,6	94,0	25,3
Jun	3,5	3,6	138,7	70,1	28,0	36,9	113,3	141,6	91,3	18,6	29,6	89,5	24,8
Jul	5,5	6,9	141,7	71,4	28,1	38,1	115,9	145,3	92,5	19,3	29,9	91,1	27,2
Ago	14,3	11,3	148,3	.	.	.	122,5	149,3	.	.	.	94,9	.
En términos reales (2000 = 100; tasas de variación interanual para las columnas 1 y 2)													
2009	-16,5	-13,7	119,5	114,8	118,9	127,9	116,0	109,6	101,0	115,7	136,3	110,9	101,7
2010	14,8	10,7	136,6	132,4	138,2	143,4	133,7	120,9	113,1	130,4	143,0	127,5	100,7
2010 III	16,0	12,6	139,8	134,9	143,4	145,3	137,2	122,3	114,5	133,2	143,7	130,5	101,1
IV	15,2	10,3	142,5	137,4	149,2	148,0	139,2	123,7	116,6	133,8	144,9	131,2	102,8
2011 I	13,6	7,8	146,1	141,2	149,5	152,3	143,1	125,1	117,7	132,5	144,8	133,4	96,9
II	8,3	2,7	146,6	140,5	151,4	154,0	143,9	123,8	116,5	132,9	143,4	134,2	92,4
2011 Feb	14,5	10,2	146,1	140,9	150,9	152,3	143,8	125,9	118,0	131,6	145,2	134,3	91,7
Mar	8,9	1,4	147,5	142,8	153,4	154,5	145,3	124,0	117,0	129,2	146,7	135,1	95,6
Abr	8,2	4,6	147,8	141,0	149,3	156,0	142,9	124,5	116,6	138,6	142,5	134,2	95,1
May	17,4	8,2	149,8	143,3	149,8	159,1	149,3	126,9	119,2	134,9	147,2	138,5	90,7
Jun	0,1	-4,2	142,2	137,4	146,2	147,0	139,5	120,1	113,8	125,2	140,4	130,0	91,2
Jul	1,8	1,1	144,4	139,0	146,6	149,3	141,7	124,3	116,5	133,5	140,9	133,0	100,1

2. Precios ²⁾

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Precios industriales de exportación (FOB) ³⁾							Precios industriales de importación (CIF)						
	Total (índice: 2005 = 100)	Total				Pro me- moria: Manufac- turas	Total (índice: 2005 = 100)	Total				Pro me- moria: Manufac- turas		
		Bienes intermedios	Bienes de capital	Bienes de consumo	Energía			Bienes intermedios	Bienes de capital	Bienes de consumo	Energía			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
% del total	100,0	100,0	33,1	44,5	17,9	4,5	99,2	100,0	100,0	28,4	27,9	22,1	21,6	81,1
2009	101,5	-2,7	-4,0	0,5	0,5	-23,7	-2,6	100,1	-8,7	-4,8	1,8	1,0	-28,3	-2,6
2010	105,4	3,9	4,8	1,1	2,2	26,3	3,8	109,8	9,8	9,7	1,4	2,9	27,5	5,8
2011 I	109,1	5,9	8,5	2,0	2,9	25,8	5,8	118,3	12,2	11,3	0,7	6,0	31,8	7,0
II	110,2	4,1	6,0	0,8	1,8	22,0	4,0	118,8	7,5	3,9	-3,0	3,2	27,8	2,0
III	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-2,8	.	.	.	2,3
2011 Abr	110,3	5,0	7,1	1,1	2,6	25,1	4,9	120,0	9,7	6,9	-1,9	4,7	30,4	4,1
May	110,2	4,0	5,9	0,8	1,6	22,0	3,9	118,5	7,1	2,4	-3,0	3,0	28,3	1,2
Jun	110,1	3,4	5,1	0,6	1,2	18,9	3,3	117,8	5,9	2,6	-4,2	2,0	24,8	0,7
Jul	110,5	4,0	5,3	0,8	1,7	25,9	4,0	119,0	7,5	3,5	-4,0	2,7	29,5	1,5
Ago	110,3	3,8	4,8	0,8	1,8	23,5	3,7	120,3	8,2	4,2	-2,5	2,9	25,5	2,6
Sep	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-2,0	.	.	.	2,7

Fuente: Eurostat.

- 1) Grupos de productos según la clasificación por destino económico de los bienes. A diferencia de los grupos de productos que figuran en el cuadro 2, los bienes intermedios y los bienes de consumo incluyen productos agrícolas y energéticos.
- 2) Grupos de productos según la clasificación por grandes sectores industriales. A diferencia de los grupos de productos que figuran en el cuadro 1, los bienes intermedios y los bienes de consumo no incluyen los productos agrícolas y energéticos. Las manufacturas tienen una composición distinta de la que figura en las columnas 7 y 12 del cuadro 1. Los datos corresponden a índices de precios que recogen la variación del precio de una cesta de productos y no son simples ratios de las cifras relativas al comercio en términos nominales y reales del cuadro 1, que se ven afectadas por cambios en la composición y la calidad de los bienes comerciables. Estos índices difieren de los deflatores del PIB para las exportaciones y las importaciones, que figuran en el cuadro 3 de la sección 5.1, debido principalmente a que estos deflatores se refieren a todos los bienes y servicios, incluido el comercio transfronterizo dentro de la zona del euro.
- 3) Los precios industriales de exportación se refieren a las transacciones directas entre productores de la zona del euro y clientes de fuera de la zona. A diferencia de las cifras relativas al comercio en términos nominales y reales que figuran en el cuadro 1, aquí no están incluidas las exportaciones de los mayoristas ni las reexportaciones.

7.5 Comercio exterior de bienes

(mm de euros; salvo indicación en contrario; datos desestacionalizados)

3. Detalle por área geográfica

	Total	Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro				Rusia	Suiza	Turquía	Estados Unidos	Asia		África	América Latina	Otros países	
		Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE					China	Japón				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Exportaciones (fob)															
2009	1.279,8	27,3	41,5	175,3	174,6	50,1	78,9	34,8	152,4	284,3	68,9	28,6	92,0	54,3	29,4
2010	1.531,3	30,1	52,5	194,6	208,0	63,4	93,0	47,4	180,4	355,7	94,8	34,6	104,8	73,3	17,2
2010 I	351,8	7,0	11,9	46,1	47,5	13,5	21,3	10,5	41,3	81,7	21,7	8,0	24,9	16,7	5,2
II	378,4	7,3	13,2	47,8	50,9	15,3	22,9	11,5	45,2	88,7	23,6	8,7	25,6	18,6	4,6
III	396,9	7,6	13,4	50,3	53,9	17,2	24,1	12,2	47,6	92,0	23,9	8,9	26,8	18,9	3,6
IV	404,2	8,1	14,0	50,3	55,8	17,3	24,8	13,2	46,2	93,3	25,6	9,0	27,5	19,1	3,9
2011 I	427,3	8,0	15,0	53,3	59,0	18,7	25,8	15,3	49,9	99,6	28,9	9,3	28,1	20,2	0,6
II	429,1	8,2	15,4	51,9	60,2	20,0	26,5	14,3	48,1	98,4	27,3	9,5	27,1	21,0	3,6
2011 Mar	144,2	2,7	5,2	18,1	20,1	6,4	9,0	5,4	16,7	33,7	9,8	3,1	9,4	6,9	-1,2
Abr	144,4	2,7	5,0	16,9	19,7	6,4	8,9	4,9	16,2	32,4	8,9	3,2	9,2	7,0	3,6
May	146,0	2,8	5,3	18,0	20,5	7,1	9,3	4,8	16,4	33,9	9,5	3,2	9,1	7,4	-0,6
Jun	138,7	2,7	5,0	17,1	20,0	6,5	8,3	4,5	15,5	32,1	8,9	3,1	8,8	6,6	0,6
Jul	141,7	2,7	5,2	17,1	19,9	6,6	8,6	4,5	15,6	33,0	9,2	3,2	8,9	6,9	1,5
Ago	148,3	.	.	.	.	7,0	10,1	4,6	17,0	34,4	9,8	3,5	9,1	7,3	.
Porcentaje del total de exportaciones															
2010	100,0	2,0	3,4	12,7	13,6	4,1	6,1	3,1	11,8	23,2	6,2	2,3	6,9	4,8	1,1
Importaciones (cif)															
2009	1.266,4	27,1	38,2	127,1	161,9	84,3	65,2	26,5	116,2	380,1	157,7	43,9	94,8	59,5	-25,3
2010	1.548,0	27,3	47,3	148,9	194,6	111,1	74,5	30,9	129,5	494,5	208,6	51,3	118,7	75,0	-46,3
2010 I	352,7	6,6	10,3	35,0	44,4	25,7	17,1	7,3	29,3	110,7	45,8	11,9	26,9	16,6	-10,2
II	386,5	6,8	11,9	36,7	48,1	28,3	19,6	7,7	31,9	125,5	53,2	13,1	29,9	18,2	-14,0
III	401,6	6,9	12,5	38,1	49,9	27,6	19,2	7,7	34,3	130,6	55,7	13,2	29,5	19,3	-9,4
IV	407,2	7,0	12,6	39,1	52,1	29,6	18,6	8,2	34,0	127,7	53,8	13,0	32,3	20,8	-12,7
2011 I	435,2	7,3	13,2	41,8	55,5	34,5	19,4	9,0	35,4	135,6	54,8	13,7	35,7	21,4	-17,1
II	436,1	7,4	13,3	41,5	56,2	34,4	20,0	8,9	34,1	139,1	56,2	12,7	30,9	21,9	-14,9
2011 Mar	145,8	2,5	4,6	14,0	18,9	13,0	6,5	3,0	11,7	46,4	18,8	4,7	11,2	7,2	-9,3
Abr	147,0	2,4	4,3	13,9	18,5	12,1	6,5	3,0	11,6	46,8	18,7	4,4	10,3	7,3	-4,9
May	147,5	2,7	4,7	13,9	19,0	12,6	6,8	3,0	11,4	46,5	18,9	4,2	9,8	7,5	-5,9
Jun	141,6	2,4	4,3	13,6	18,6	9,8	6,7	2,9	11,1	45,8	18,6	4,1	10,8	7,1	-4,1
Jul	145,3	2,4	4,5	14,1	18,7	11,8	6,7	2,9	11,0	46,8	18,3	4,5	9,7	7,7	-5,5
Ago	149,3	.	.	.	.	9,7	8,1	3,0	11,4	46,9	19,2	4,6	10,7	8,1	.
Porcentaje del total de importaciones															
2010	100,0	1,8	3,0	9,6	12,6	7,2	4,8	2,0	8,4	31,9	13,5	3,3	7,7	4,8	-3,0
Saldo															
2009	13,4	0,2	3,3	48,2	12,7	-34,2	13,7	8,3	36,2	-95,7	-88,7	-15,2	-2,8	-5,2	54,7
2010	-16,7	2,8	5,2	45,7	13,5	-47,7	18,6	16,5	50,9	-138,8	-113,8	-16,8	-13,9	-1,7	63,5
2010 I	-0,9	0,4	1,6	11,2	3,1	-12,1	4,2	3,3	12,0	-29,0	-24,1	-4,0	-2,1	0,1	15,4
II	-8,0	0,5	1,3	11,1	2,7	-13,0	3,3	3,8	13,3	-36,7	-29,6	-4,4	-4,3	0,4	18,6
III	-4,7	0,7	0,9	12,2	4,0	-10,4	4,9	4,4	13,3	-38,6	-31,8	-4,4	-2,7	-0,4	12,9
IV	-3,0	1,2	1,4	11,2	3,7	-12,2	6,2	5,0	12,2	-34,4	-28,3	-4,0	-4,8	-1,7	16,6
2011 I	-7,9	0,8	1,8	11,4	3,4	-15,8	6,4	6,3	14,5	-36,0	-25,9	-4,4	-7,6	-1,3	17,7
II	-6,9	0,7	2,1	10,4	4,0	-14,4	6,6	5,4	14,1	-40,6	-28,9	-3,2	-3,8	-0,9	18,5
2011 Mar	-1,6	0,3	0,6	4,1	1,2	-6,6	2,5	2,4	5,0	-12,7	-9,0	-1,6	-1,8	-0,3	8,0
Abr	-2,6	0,4	0,7	3,0	1,2	-5,6	2,4	1,9	4,6	-14,3	-9,9	-1,2	-1,1	-0,3	8,5
May	-1,5	0,1	0,6	4,0	1,5	-5,5	2,6	1,9	5,0	-12,6	-9,3	-1,0	-0,7	-0,1	5,4
Jun	-2,9	0,3	0,7	3,4	1,3	-3,3	1,6	1,6	4,5	-13,7	-9,7	-1,0	-2,0	-0,5	4,7
Jul	-3,7	0,3	0,7	3,0	1,2	-5,2	1,9	1,6	4,6	-13,8	-9,2	-1,3	-0,8	-0,7	7,0
Ago	-1,0	.	.	.	.	-2,7	1,9	1,6	5,6	-12,5	-9,3	-1,1	-1,6	-0,9	.

Fuente: Eurostat.



TIPOS DE CAMBIO

8.1 Tipos de cambio efectivos ¹⁾

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

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

G39 Tipos de cambio efectivos

(medias mensuales; índice: I 1999 = 100)

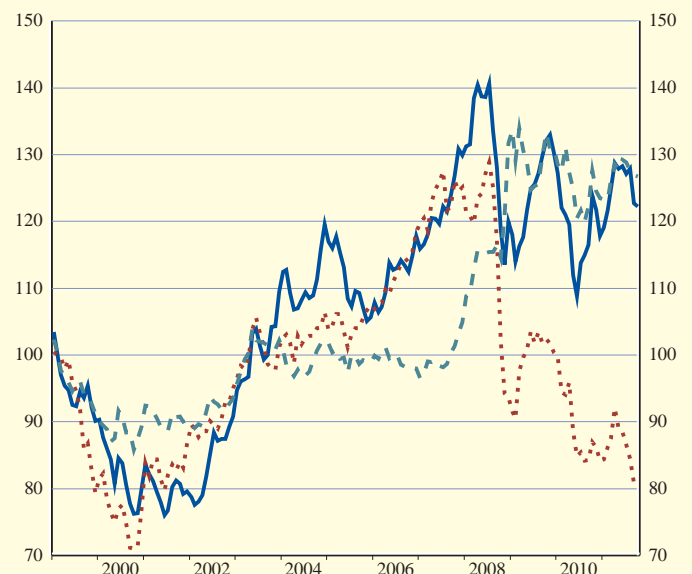
- TCE-20 nominal
- ... TCE-20 real deflactado por el IPC



G40 Tipos de cambio bilaterales

(medias mensuales; índice: I 1999 = 100)

- USD/EUR
- ... JPY/EUR
- - - GBP/EUR



Fuente: BCE.

1) Véanse las Notas Generales para una definición de los grupos de socios comerciales y otras informaciones.

8.2 Tipos de cambio bilaterales

(medias del período; unidades de moneda nacional por euro)

	Lev búlgaro	Corona checa	Corona danesa	Lats letón	Litas lituano	Forint húngaro	Zloty polaco	Nuevo leu rumano	Corona sueca	Libra esterlina	Kuna croata	Nueva lira turca
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2008	1,9558	24,946	7,4560	0,7027	3,4528	251,51	3,5121	3,6826	9,6152	0,79628	7,2239	1,9064
2009	1,9558	26,435	7,4462	0,7057	3,4528	280,33	4,3276	4,2399	10,6191	0,89094	7,3400	2,1631
2010	1,9558	25,284	7,4473	0,7087	3,4528	275,48	3,9947	4,2122	9,5373	0,85784	7,2891	1,9965
2011 I	1,9558	24,375	7,4550	0,7049	3,4528	272,43	3,9460	4,2212	8,8642	0,85386	7,4018	2,1591
II	1,9558	24,324	7,4573	0,7092	3,4528	266,42	3,9596	4,1378	9,0153	0,88274	7,3932	2,2579
III	1,9558	24,387	7,4506	0,7093	3,4528	275,10	4,1527	4,2587	9,1451	0,87760	7,4629	2,4535
2011 Abr	1,9558	24,301	7,4574	0,7092	3,4528	265,29	3,9694	4,1004	8,9702	0,88291	7,3639	2,1975
May	1,9558	24,381	7,4566	0,7093	3,4528	266,96	3,9404	4,1142	8,9571	0,87788	7,4052	2,2603
Jun	1,9558	24,286	7,4579	0,7091	3,4528	266,87	3,9702	4,1937	9,1125	0,88745	7,4065	2,3077
Jul	1,9558	24,335	7,4560	0,7092	3,4528	267,68	3,9951	4,2413	9,1340	0,88476	7,4316	2,3654
Ago	1,9558	24,273	7,4498	0,7093	3,4528	272,37	4,1195	4,2505	9,1655	0,87668	7,4620	2,5147
Sep	1,9558	24,556	7,4462	0,7093	3,4528	285,05	4,3379	4,2838	9,1343	0,87172	7,4936	2,4736
Oct	1,9558	24,841	7,4442	0,7061	3,4528	296,79	4,3516	4,3244	9,1138	0,87036	7,4849	2,5089
<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>												
2011 Oct	0,0	1,2	0,0	-0,5	0,0	4,1	0,3	0,9	-0,2	-0,2	-0,1	1,4
<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>												
2011 Oct	0,0	1,3	-0,2	-0,5	0,0	8,3	10,2	1,1	-1,8	-0,7	2,1	26,7

	Dólar australiano	Real brasileño	Dólar canadiense	Yuan renminbi chino	Dólar de Hong Kong	Corona islandesa ¹⁾	Rupia india ²⁾	Rupia indonesia	Shequel israelí	Yen japonés	Ringgit malasio
	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23
2008	1,7416	2,6737	1,5594	10,2236	11,4541	143,83	63,6143	14,165,16	5,2561	152,45	4,8893
2009	1,7727	2,7674	1,5850	9,5277	10,8114	-	67,3611	14,443,74	5,4668	130,34	4,9079
2010	1,4423	2,3314	1,3651	8,9712	10,2994	-	60,5878	12,041,70	4,9457	116,24	4,2668
2011 I	1,3614	2,2799	1,3484	9,0028	10,6535	-	61,9255	12,171,85	4,9247	112,57	4,1668
II	1,3550	2,2960	1,3932	9,3509	11,1932	-	64,3809	12,364,41	4,9490	117,41	4,3451
III	1,3459	2,3063	1,3841	9,0653	11,0105	-	64,7000	12,181,09	5,0174	109,77	4,2666
2011 Abr	1,3662	2,2889	1,3834	9,4274	11,2269	-	64,1128	12,493,48	4,9573	120,42	4,3502
May	1,3437	2,3131	1,3885	9,3198	11,1551	-	64,4735	12,290,33	4,9740	116,47	4,3272
Jun	1,3567	2,2850	1,4063	9,3161	11,2021	-	64,5200	12,327,02	4,9169	115,75	4,3585
Jul	1,3249	2,2329	1,3638	9,2121	11,1104	-	63,3537	12,171,27	4,8801	113,26	4,2716
Ago	1,3651	2,2888	1,4071	9,1857	11,1846	-	65,0717	12,249,95	5,0841	110,43	4,2822
Sep	1,3458	2,3946	1,3794	8,7994	10,7333	-	65,5964	12,118,49	5,0788	105,75	4,2456
Oct	1,3525	2,4336	1,3981	8,7308	10,6616	-	67,5519	12,150,54	5,0253	105,06	4,2963
<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>											
2011 Oct	0,5	1,6	1,4	-0,8	-0,7	-	3,0	0,3	-1,1	-0,7	1,2
<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>											
2011 Oct	-4,5	4,1	-1,2	-5,8	-1,1	-	9,4	-2,1	0,1	-7,6	-0,3

	Peso mexicano	Dólar neozelandés	Corona noruega	Peso filipino	Rublo ruso	Dólar singapurense	Rand sudafricano	Won surcoreano	Franco suizo	Baht tailandés	Dólar estadounidense
	24	25	26	27	28	29	30	31	32	33	34
2008	16,2911	2,0770	8,2237	65,172	36,4207	2,0762	12,0590	1,606,09	1,5874	48,475	1,4708
2009	18,7989	2,2121	8,7278	66,338	44,1376	2,0241	11,6737	1,772,90	1,5100	47,804	1,3948
2010	16,7373	1,8377	8,0043	59,739	40,2629	1,8055	9,6984	1,531,82	1,3803	42,014	1,3257
2011 I	16,5007	1,8107	7,8236	59,876	39,9976	1,7467	9,5875	1,530,79	1,2871	41,771	1,3680
II	16,8752	1,7992	7,8259	62,256	40,2750	1,7842	9,7852	1,559,23	1,2514	43,592	1,4391
III	17,3908	1,6976	7,7652	60,371	41,1734	1,7309	10,0898	1,532,60	1,1649	42,574	1,4127
2011 Abr	16,9211	1,8331	7,8065	62,361	40,5363	1,8024	9,7200	1,567,52	1,2977	43,434	1,4442
May	16,7177	1,8024	7,8384	61,953	40,0573	1,7763	9,8461	1,555,99	1,2537	43,398	1,4349
Jun	16,9931	1,7666	7,8302	62,468	40,2670	1,7763	9,7807	1,555,32	1,2092	43,923	1,4388
Jul	16,6491	1,6877	7,7829	60,961	39,8343	1,7359	9,7000	1,510,29	1,1766	42,949	1,4264
Ago	17,5456	1,7108	7,7882	60,836	41,2954	1,7340	10,1532	1,542,01	1,1203	42,875	1,4343
Sep	17,9370	1,6932	7,7243	59,322	42,3239	1,7229	10,3956	1,544,04	1,2005	41,902	1,3770
Oct	18,4315	1,7361	7,7474	59,412	42,8569	1,7493	10,9188	1,578,17	1,2295	42,297	1,3706
<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>											
2011 Oct	2,8	2,5	0,3	0,2	1,3	1,5	5,0	2,2	2,4	0,9	-0,5
<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>											
2011 Oct	6,6	-6,1	-4,5	-1,4	1,7	-3,4	13,5	1,1	-8,6	1,6	-1,4

Fuente: BCE.

1) El último tipo de cambio de la corona islandesa se refiere al 3 de diciembre de 2008.

2) Desde el 1 de enero de 2009, el BCE calcula y publica los tipos de cambio de referencia de esta moneda frente al euro. Los datos anteriores son indicativos.



EVOLUCIÓN FUERA DE LA ZONA DEL EURO

9.1 Evolución económica y financiera en otros Estados miembros de la UE

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Bulgaria	República Checa	Dinamarca	Letonia	Lituania	Hungría	Polonia	Rumanía	Suecia	Reino Unido
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
IAPC										
2009	2,5	0,6	1,1	3,3	4,2	4,0	4,0	5,6	1,9	2,2
2010	3,0	1,2	2,2	-1,2	1,2	4,7	2,7	6,1	1,9	3,3
2011 II	3,4	1,8	2,9	4,6	4,7	3,9	4,0	8,3	1,7	4,4
III	3,1	2,0	2,6	4,4	4,6	3,4	3,7	4,2	1,6	4,7
2011 Jul	3,4	1,9	3,0	4,2	4,6	3,1	3,6	4,9	1,6	4,4
Ago	3,1	2,1	2,4	4,6	4,4	3,5	4,0	4,3	1,6	4,5
Sep	2,9	2,1	2,4	4,5	4,7	3,7	3,5	3,5	1,5	5,2
Déficit (-)/superávit (+) de las AAPP en porcentaje del PIB										
2008	1,7	-2,2	3,2	-4,2	-3,3	-3,7	-3,7	-5,7	2,2	-5,0
2009	-4,3	-5,8	-2,7	-9,7	-9,5	-4,6	-7,3	-9,0	-0,7	-11,5
2010	-3,1	-4,8	-2,6	-8,3	-7,0	-4,2	-7,8	-6,9	0,2	-10,3
Deuda bruta de las AAPP en porcentaje del PIB										
2008	13,7	28,7	34,5	19,8	15,5	72,9	47,1	13,4	38,8	54,8
2009	14,6	34,4	41,8	36,7	29,4	79,7	50,9	23,6	42,7	69,6
2010	16,3	37,6	43,7	44,7	38,0	81,3	54,9	31,0	39,7	79,9
Rendimientos de la deuda pública a largo plazo en porcentaje; media del período										
2011 Abr	5,33	4,05	3,42	6,47	5,12	7,05	6,14	7,30	3,30	3,78
May	5,39	3,89	3,13	6,36	5,05	7,11	6,06	7,26	3,01	3,49
Jun	5,39	3,77	2,96	5,87	5,05	7,22	5,88	7,09	2,89	3,09
Jul	5,36	3,79	3,02	5,67	5,05	7,35	5,81	7,30	2,75	2,88
Ago	5,32	3,40	2,49	5,60	5,05	7,49	5,70	7,38	2,17	2,37
Sep	5,30	3,00	2,07	5,60	5,05	7,64	5,74	7,43	1,83	2,41
Tipo de interés a tres meses en porcentaje; media del período										
2011 Abr	3,79	1,21	1,41	0,79	1,52	6,08	4,27	5,47	2,41	0,82
May	3,77	1,22	1,46	0,78	1,65	6,88	4,40	5,26	2,46	0,82
Jun	3,74	1,20	1,51	0,74	1,69	6,27	4,61	5,25	2,46	0,83
Jul	3,75	1,19	1,66	0,82	1,81	6,74	4,70	5,11	2,56	0,83
Ago	3,74	1,19	1,60	0,83	1,86	7,12	4,72	5,60	2,58	0,86
Sep	3,67	1,17	1,44	0,87	1,85	6,19	4,75	5,77	2,53	0,92
PIB real										
2009	-5,5	-4,1	-5,2	-17,7	-14,8	-6,7	1,6	-7,1	-5,2	-4,4
2010	0,2	2,3	1,7	-0,3	1,4	1,2	3,8	-1,3	5,6	1,8
2011 I	3,3	2,8	1,5	2,9	5,4	1,7	4,4	0,8	6,1	1,6
II	2,0	2,2	1,7	5,0	6,5	1,2	4,5	0,8	4,9	0,6
III	.	.	.	.	7,2	.	.	.	.	.
Cuenta corriente y de capital en porcentaje del PIB										
2009	-7,6	-1,0	3,3	11,1	7,8	1,0	-2,2	-3,6	6,9	-1,5
2010	-0,5	-2,3	5,6	4,9	4,2	2,9	-2,8	-3,8	6,5	-3,0
2010 IV	-7,2	-1,0	6,1	0,3	6,7	1,4	-3,4	-1,5	5,9	-2,8
2011 I	2,0	2,5	5,4	1,2	2,1	3,7	-1,7	-2,6	7,9	-2,9
II	1,5	-5,2	7,2	1,3	-2,2	4,1	-2,2	-6,3	6,7	.
Deuda externa bruta en porcentaje del PIB										
2008	105,1	50,6	177,6	130,0	70,9	122,2	56,8	56,0	205,7	445,0
2009	108,3	53,2	189,9	156,5	87,0	142,3	59,4	69,0	210,8	416,9
2010 IV	102,8	57,4	192,0	165,4	87,4	141,4	66,0	77,2	190,2	418,6
2011 I	98,5	56,9	187,0	158,1	85,6	135,1	68,3	74,6	188,3	417,6
II	96,0	56,9	182,9	154,7	86,0	134,7	68,6	78,1	189,1	416,6
Costes laborales unitarios										
2009	12,7	3,5	4,7	-7,9	-1,4	1,9	2,2	-1,3	4,6	5,7
2010	0,8	0,6	-1,1	-10,2	-7,3	-1,1	4,9	0,8	-1,7	1,7
2010 IV	-1,9	1,3	-0,9	1,8	-3,4	-2,0	5,7	-3,9	-1,7	0,1
2011 I	1,7	0,1	0,1	2,6	-3,0	0,9	2,7	-1,3	-2,9	-0,9
II	5,3	0,2	-1,1	2,3	-0,7	.	0,9	9,4	-0,7	0,3
Tasa de paro normalizada en porcentaje de la población activa (d.)										
2009	6,8	6,7	6,0	17,1	13,7	10,0	8,2	6,9	8,3	7,6
2010	10,2	7,3	7,4	18,6	17,8	11,1	9,6	7,3	8,4	7,8
2011 II	11,3	6,9	7,3	16,1	15,5	10,9	9,5	7,4	7,5	7,9
III	11,7	6,7	7,1	.	.	10,3	9,4	7,4	7,3	.
2011 Jul	11,5	6,8	7,1	.	.	10,6	9,4	7,3	7,3	8,1
Ago	11,7	6,7	7,1	.	.	10,3	9,4	7,3	7,4	.
Sep	11,9	6,6	7,1	.	.	9,9	9,4	7,5	7,2	.

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

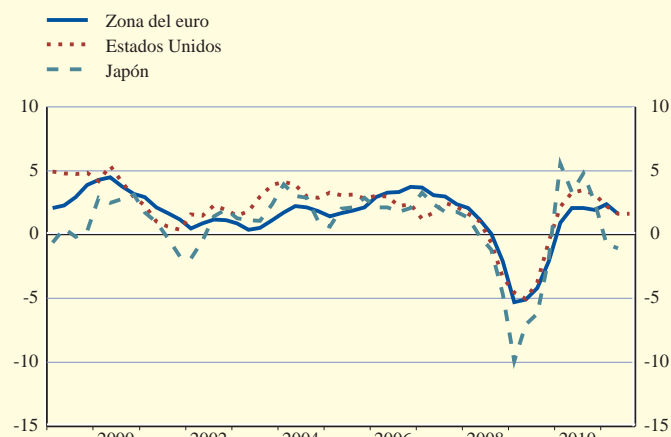
9.2 Evolución económica y financiera en Estados Unidos y Japón

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Índice de precios de consumo	Costes laborales unitarios ¹⁾	PIB a precios constantes	Índice de producción industrial (manufacturas)	Tasa de desempleo en % de la población activa (d.)	Agregado monetario amplio ²⁾	Tipos de depósitos interbancarios a 3 meses ³⁾	Rendimiento de la deuda pública a 10 años (cupón cero); ³⁾ fin de período	Tipo de cambio en moneda nacional por euro ⁴⁾	Déficit (-)/superávit (+) presupuestario en % del PIB	Deuda pública bruta en % del PIB ⁵⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Estados Unidos											
2007	2,9	2,5	1,9	3,1	4,6	6,3	5,30	4,81	1,3705	-2,9	48,5
2008	3,8	2,8	-0,3	-4,7	5,8	7,1	2,93	2,70	1,4708	-6,6	57,0
2009	-0,4	-0,6	-3,5	-13,5	9,3	7,9	0,69	4,17	1,3948	-11,6	69,4
2010	1,6	-2,0	3,0	5,9	9,6	2,3	0,34	3,57	1,3257	-10,7	78,2
2010 III	1,2	-1,5	3,5	7,2	9,6	2,5	0,39	2,69	1,2910	-10,3	76,2
IV	1,3	-0,9	3,1	6,6	9,6	3,2	0,29	3,57	1,3583	-10,5	78,2
2011 I	2,1	1,3	2,2	6,6	8,9	4,5	0,31	3,76	1,3680	-9,9	79,1
II	3,4	1,9	1,6	4,4	9,1	5,4	0,26	3,46	1,4391	-10,2	79,0
III	3,8	.	1,6	4,1	9,1	9,4	0,30	2,18	1,4127	.	.
2011 Jun	3,6	-	-	4,1	9,2	5,9	0,25	3,46	1,4388	-	-
Jul	3,6	-	-	3,9	9,1	8,0	0,25	3,08	1,4264	-	-
Ago	3,8	-	-	4,1	9,1	10,2	0,29	2,51	1,4343	-	-
Sep	3,9	-	-	4,3	9,1	10,1	0,35	2,18	1,3770	-	-
Oct	.	-	-	.	.	.	0,41	2,37	1,3706	-	-
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	1,4	-1,2	-3,4	4,0	2,1	0,93	1,21	152,45	-2,2	162,0
2009	-1,3	2,7	-6,3	-21,9	5,1	2,7	0,47	1,42	130,34	-8,7	180,4
2010	-0,7	-2,7	4,0	16,6	5,1	2,8	0,23	1,18	116,24	.	.
2010 III	-1,0	-3,4	4,8	14,0	5,0	2,7	0,24	1,03	110,68	.	.
IV	-0,3	-1,3	2,5	6,0	5,0	2,5	0,19	1,18	112,10	.	.
2011 I	-0,5	1,1	-0,7	-2,6	4,7	2,5	0,19	1,33	112,57	.	.
II	-0,4	.	-1,1	-6,9	4,6	2,8	0,20	1,18	117,41	.	.
III	0,1	.	.	-2,3	.	2,8	0,19	1,04	109,77	.	.
2011 Jun	-0,4	-	-	-1,8	4,6	2,8	0,20	1,18	115,75	-	-
Jul	0,2	-	-	-3,0	4,7	3,0	0,20	1,09	113,26	-	-
Ago	0,2	-	-	0,4	4,3	2,7	0,19	1,05	110,43	-	-
Sep	0,0	-	-	-4,0	.	2,7	0,19	1,04	105,75	-	-
Oct	.	-	-	.	.	.	0,19	1,04	105,06	-	-

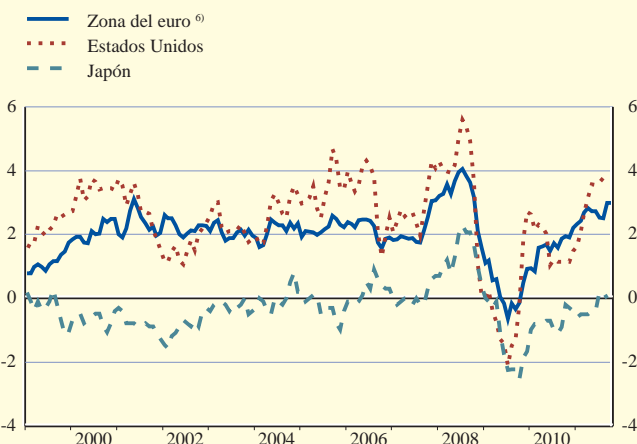
G41 Producto interior bruto a precios constantes

(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:

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

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

CUADRO 1 DE LA SECCIÓN 5.1

DESESTACIONALIZACIÓN DEL IAPC⁴

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

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

CUADRO 2 DE LA SECCIÓN 7.1

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

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

SECCIÓN 7.3

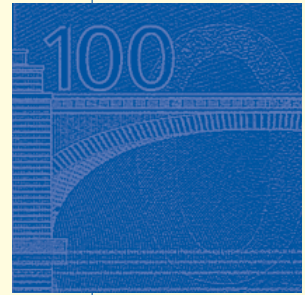
CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LAS SERIES TRIMESTRALES Y ANUALES

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

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

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

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



NOTAS GENERALES

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

Como norma general, la fecha de cierre de las estadísticas incluidas en el Boletín Mensual es el día anterior a la primera reunión mantenida en el mes por el Consejo de Gobierno del BCE. Para esta edición, la fecha de cierre ha sido el 2 de noviembre 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 (euríbor); hasta esa fecha se aplicaban los tipos de interés de oferta en el mercado interbancario de Londres (LIBOR). En el caso de Estados Unidos y Japón, los tipos de interés de los depósitos a tres meses están representados por el LIBOR.

En la sección 4.7 se presentan los tipos de interés a fin de período estimados a partir de las curvas de tipos nominales al contado basadas en la deuda pública denominada en euros, con calificación AAA, emitida por las Administraciones Centrales de la zona del euro. Las curvas se han estimado utilizando el modelo de Svensson⁵. Se incluyen también los diferenciales entre los tipos de los bonos con vencimiento a diez años y los de los bonos con vencimiento a tres meses y a dos años. En la dirección <http://www.ecb.europa.eu/stats/money/yc/html/index.en.html> pueden consultarse otras curvas de tipos (publicación diaria, incluidos gráficos y cuadros) y la información metodológica correspondiente. También pueden descargarse datos diarios.

En la sección 4.8 figuran los índices bursátiles de la zona del euro, Estados Unidos y Japón.

PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

La mayoría de los datos presentados en esta sección son elaborados por la Comisión Europea (principalmente, Eurostat) y las autoridades estadísticas nacionales. Los resultados de la zona del euro se obtienen por agregación de los datos de los distintos países. En la medida de lo posible, los datos se han

armonizado y son comparables. Las estadísticas relativas a los índices de costes laborales, al PIB y a los componentes del gasto, al valor añadido por ramas de actividad, a la producción industrial, a las ventas del comercio al por menor, a las matriculaciones de automóviles y al empleo en términos de horas trabajadas están ajustadas por días laborables.

El Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) de la zona del euro (cuadro 1 de la sección 5.1), disponible a partir de 1995, se basa en los IAPC nacionales, que siguen la misma metodología en todos los países de la zona del euro. El detalle por componentes de bienes y servicios se obtiene de la Clasificación del Consumo Individual por Finalidad (COICOP/IAPC). El IAPC abarca el gasto monetario en consumo final de los hogares en el territorio económico de la zona del euro. El cuadro incluye los datos desestacionalizados del IAPC y estimaciones experimentales de los precios administrados basadas en el IAPC, elaboradas por el BCE.

Los datos relativos a los precios industriales (cuadro 2 de la sección 5.1), la producción industrial, los nuevos pedidos, la cifra de negocios y las ventas del comercio al por menor (sección 5.2) siguen el Reglamento (CE) n° 1165/98 del Consejo, de 19 de mayo de 1998, sobre las estadísticas coyunturales⁶. Desde enero de 2009, se ha aplicado en la elaboración de las estadísticas coyunturales la nomenclatura de actividades económicas revisada (NACE Revisión 2) incluida en el Reglamento (CE) n° 1893/2006, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de diciembre de 2006, por el que se establece la nomenclatura estadística de actividades económicas NACE Revisión 2, y por el que se modifican el Reglamento del Consejo (CEE) n° 3037/90 y determinados Reglamentos de la CE sobre aspectos estadísticos específicos⁷. El detalle por destino final de los productos en el caso de los precios industriales y de la producción industrial corresponde a la subdivisión armonizada de la 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 acuérda, 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

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.

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, 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.

8 DE SEPTIEMBRE DE 2011

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1,5 %, 2,25 % y 0,75 %, respectivamente.

6 DE OCTUBRE DE 2011

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1,5 %, 2,25 % y 0,75 %, respectivamente. También ha acordado los detalles de las operaciones de financiación que se realizarán entre octubre de 2011 y julio de 2012, concretamente ejecutará dos operaciones de financiación a plazo más largo —una en octubre de 2011, con un vencimiento aproximado de 12 meses, y otra en diciembre de 2011, con un vencimiento aproximado de 13 meses— y continuará aplicando un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena a todas sus operaciones de financiación. Además, el Consejo de Gobierno ha decidido iniciar un nuevo programa de bonos garantizados en noviembre de 2011.

3 DE NOVIEMBRE DE 2011

El Consejo de Gobierno del BCE decide reducir el tipo de interés aplicable a las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 1,25 %, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 9 de noviembre de 2011. Asimismo, decide reducir los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 2 % y el 0,5 %, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 9 de noviembre de 2011.



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.

Euríbor (tipo de interés de oferta en el mercado interbancario del euro): Tipo de interés de oferta al que una entidad de crédito importante está dispuesta a prestar fondos en euros a otra. El euríbor se calcula diariamente, basándose en los tipos de interés de una muestra de bancos, para distintos vencimientos hasta doce meses.

Eurosistema: Sistema de bancos centrales compuesto por el BCE y los BCN de los Estados miembros cuya moneda es el euro.

Exigencia de reservas: Exigencia de que una entidad mantenga reservas mínimas en el banco central durante un período de mantenimiento. Su cumplimiento se determina sobre la base de la media de los saldos diarios en las cuentas de reservas durante el período de mantenimiento.

Facilidad de depósito: Facilidad permanente del Eurosistema que permite a las entidades de contrapartida realizar depósitos a un día en el BCN de su jurisdicción, por iniciativa propia. Los depósitos están remunerados a un tipo de interés especificado previamente que representa normalmente un límite inferior para los tipos de interés del mercado a un día.

Facilidad marginal de crédito: Facilidad permanente del Eurosistema que permite a las entidades de contrapartida recibir créditos a un día del BCN de su jurisdicción a un tipo de interés especificado previamente en forma de operación temporal, por iniciativa propia. El tipo de interés de los préstamos concedidos en el ámbito de la facilidad marginal de crédito representa normalmente un límite superior para los tipos de interés del mercado a un día.

Factores autónomos de liquidez: Factores de liquidez que habitualmente no tienen su origen en el uso de los instrumentos de política monetaria. Incluyen, por ejemplo, los billetes en circulación, los depósitos de las Administraciones Públicas en el banco central y los activos exteriores netos del banco central.

Fondos de inversión (excluidos fondos del mercado monetario): Instituciones financieras que agrupan el capital captado del público y lo invierten en activos financieros y no financieros. Véase también IFM.

IFM (instituciones financieras monetarias): Instituciones financieras que constituyen el sector emisor de dinero de la zona del euro. Incluyen 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.