



BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

01 | 2012

02 | 2012

03 | 2012

04 | 2012

05 | 2012

06 | 2012

07 | 2012

08 | 2012

09 | 2012

10 | 2012

11 | 2012

12 | 2012

**BOLETÍN MENSUAL
FEBRERO**





BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA



BOLETÍN MENSUAL FEBRERO 2012

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

© Banco Central Europeo, 2012

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

Dirección

Kaiserstrasse 29
60311 Fráncfort del Meno, Alemania

Apartado de Correos

Postfach 16 03 19
60066 Fráncfort del Meno, Alemania

Teléfono

+49 69 13440

Internet

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

Fax

+49 69 13446000

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

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

La recepción de información estadística para elaborar este Boletín se ha cerrado el 8 de febrero de 2012.

ISSN 1725-2970 (edición electrónica)

Depósito legal: M. 1235 - 1999



ÍNDICE

EDITORIAL	5
EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA	
Entorno exterior de la zona del euro	9
Evolución monetaria y financiera	16
Precios y costes	55
Producto, demanda y mercado de trabajo	71
Recuadros	
1 Resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro correspondiente al cuarto trimestre de 2011	21
2 Aplicación de nuevas normas sobre activos de garantía y reservas mínimas	33
3 Los desequilibrios de la zona del euro desde la perspectiva de las cuentas sectoriales	43
4 Cuentas integradas de la zona del euro del tercer trimestre de 2011	49
5 Efectos de base y su impacto en la inflación medida por el IAPC en 2012	56
6 Incrementos medios de los precios desde la introducción del euro	59
7 Resultados de la encuesta del BCE a expertos en previsión económica correspondientes al primer trimestre de 2012	65
ARTÍCULOS	
El crecimiento del dinero y del crédito después de crisis económicas y financieras: una perspectiva histórica mundial	77
El endeudamiento de las empresas en la zona del euro	97
Flujos financieros transfronterizos en la zona del euro	115
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 del 9 de febrero, el Consejo de Gobierno decidió, sobre la base de su análisis económico y monetario periódico, mantener sin variación los tipos de interés oficiales del BCE. La información disponible desde mediados de enero confirma, en líneas generales, la anterior valoración del Consejo de Gobierno. Es probable que la inflación se mantenga por encima del 2% en los próximos meses, antes de descender por debajo de dicha tasa. Los indicadores de las encuestas disponibles confirman unos primeros indicios de estabilización de la actividad económica a niveles bajos hacia el final del año, pero las perspectivas económicas siguen sujetas a una gran incertidumbre y a riesgos a la baja. El ritmo subyacente de expansión monetaria sigue siendo moderado. En los próximos meses es esencial que la política monetaria mantenga la estabilidad de precios en la zona del euro en su conjunto, garantizando así un firme anclaje de las expectativas de inflación en consonancia con el objetivo del Consejo de Gobierno de mantener la inflación en tasas inferiores, aunque próximas, al 2% a medio plazo. Este anclaje es un requisito indispensable para que la política monetaria contribuya al crecimiento económico y a la creación de empleo en la zona del euro. Durante los próximos meses, es necesario llevar a cabo un análisis muy detenido de todos los nuevos datos y factores de la coyuntura.

Por medio de sus medidas de política monetaria no convencionales, el Consejo de Gobierno continuará apoyando el funcionamiento del sector financiero de la zona del euro y, con ello, la financiación de la economía real. Desde que en diciembre de 2011 se efectuó la primera operación de financiación a plazo más largo (OFPML) a tres años, el Consejo de Gobierno ha aprobado medidas específicas sobre criterios nacionales de admisibilidad y medidas de control de riesgos para que en ciertos países puedan aceptarse temporalmente otros créditos como garantía en las operaciones de crédito del Eurosistema, lo que contribuirá a aumentar los activos de garantía disponibles¹. El coeficiente de reservas se redujo al comienzo del actual período de mantenimiento el 18 de enero de 2012, lo que liberó más activos de garantía. Como se ha manifestado en anteriores ocasiones, todas las medidas de política monetaria no convencionales son de naturaleza temporal.

En cuanto al análisis económico, es probable que el crecimiento del PIB real en el cuarto trimestre de 2011 haya sido muy débil. Los datos de las encuestas sobre los dos últimos meses muestran primeros indicios de estabilización de la actividad económica a niveles bajos. De cara al futuro, el Consejo de Gobierno espera que la economía de la zona del euro se recupere de forma muy gradual durante 2012. Dicha economía cuenta con el respaldo de unos tipos de interés a corto plazo muy bajos y de las diversas medidas adoptadas para promover el correcto funcionamiento del sector financiero de la zona del euro. Además, han disminuido las tensiones en los mercados financieros, no solo como resultado de las medidas de política monetaria del Consejo de Gobierno, sino también a consecuencia de los avances hacia un marco reforzado de gobernanza económica de la zona del euro y de la intensificación de las medidas de saneamiento de las finanzas públicas en varios países de la zona del euro. Sin embargo, el débil crecimiento de la demanda mundial, las tensiones que aún persisten en los mercados de deuda soberana de la zona del euro y sus efectos en las condiciones del crédito, así como el proceso de ajuste de los balances de los sectores financiero y no financiero, siguen debilitando el dinamismo subyacente del crecimiento de la zona del euro.

Estas perspectivas están sujetas a riesgos a la baja, relacionados principalmente con las tensiones existentes en los mercados de deuda de la zona del euro y su posible contagio a la economía real de la zona, y relacionados también con una posible evolución adversa de la economía mundial, incrementos de los precios de las materias primas mayores de lo esperado, presiones protectionistas y la posibilidad de una corrección desordenada de los desequilibrios mundiales.

Según la estimación preliminar de Eurostat, la tasa de inflación interanual de la zona del euro medida por el IAPC se situó en enero de 2012 en el 2,7%, sin variación respecto de diciembre. La tasa media de inflación en 2011 fue del 2,7%, impulsada

¹ Para más información, véase la nota de prensa de 9 de febrero de 2012: «El Consejo de Gobierno del BCE aprueba criterios de admisibilidad para otros créditos».

principalmente por el aumento de los precios de la energía y de otras materias primas. Es probable que la inflación se mantenga por encima del 2 % durante los próximos meses antes de descender por debajo de dicha tasa. Esta evolución refleja la expectativa de que, en un contexto de debilidad del crecimiento en la zona del euro y a escala mundial, las presiones subyacentes de los precios se mantengan moderadas en la zona del euro.

Los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios a medio plazo siguen estando, en general, equilibrados. Los riesgos al alza están relacionados con aumentos de los impuestos indirectos y los precios administrados mayores de lo esperado, así como con aumentos de los precios de las materias primas, mientras que 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.

El análisis monetario indica que el ritmo de expansión monetaria subyacente sigue siendo moderado. La tasa de crecimiento interanual de M3 descendió hasta el 1,6 % en diciembre de 2011, frente al 2,0 % registrado en noviembre, lo que refleja una moderación adicional de la dinámica monetaria hacia el final del año.

El crecimiento interanual de los préstamos concedidos a sociedades no financieras y a hogares, ajustado de ventas y titulaciones de préstamos, también volvió a reducirse en diciembre, situándose en tasas del 1,2 % y del 1,9 %, respectivamente. El volumen de los préstamos de instituciones financieras monetarias (IFM) a ambos sectores, muy especialmente al de las sociedades no financieras, descendió en diciembre. Además, hay indicios de que las condiciones de concesión de préstamos bancarios se endurecieron aún más, afectando a la oferta de crédito en varios países de la zona del euro a finales de 2011. Aún no es posible extraer conclusiones definitivas de estos datos, sobre todo porque la primera OFPML a tres años todavía está dejando sentir sus efectos en la financiación bancaria y puede que estos no se hayan reflejado plenamente en la encuesta sobre préstamos bancarios más reciente. Por otra parte, otras medidas de política monetaria

no convencionales anunciadas en diciembre aún no se han aplicado. En consecuencia, es esencial examinar atentamente la evolución del crédito en el futuro próximo.

La solidez de los balances de las entidades de crédito será determinante para facilitar una provisión adecuada de crédito a la economía a lo largo del tiempo. Es esencial que la aplicación de los planes de recapitalización de las entidades de crédito no tenga consecuencias negativas para la financiación de la actividad económica en la zona del euro.

En resumen, el análisis económico indica que las presiones subyacentes de los precios se mantendrán moderadas y que los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios a medio plazo son, en general, equilibrados. El contraste efectuado con las señales procedentes del análisis monetario confirma este panorama.

Combinar la disciplina fiscal con reformas estructurales es fundamental para reforzar la confianza y proporcionar un entorno favorable al crecimiento sostenible. En cuanto a las políticas fiscales, todos los Gobiernos de la zona del euro deben seguir haciendo todo lo posible por asegurar la sostenibilidad fiscal. Es esencial que todos los países cumplan sus objetivos fiscales anunciados para 2012. Ello contribuirá a anclar las expectativas de unas políticas fiscales adecuadas y a fortalecer la confianza. Tanto a nivel de la UE como de los ordenamientos jurídicos de diversos Estados miembros, se están reforzando las normas relativas a la definición y aplicación de las políticas fiscales nacionales. Estas normas son pasos importantes en la dirección correcta. Por lo que respecta a las reformas estructurales, son esenciales para mejorar la capacidad de ajuste y la competitividad de los países de la zona del euro y reforzar así las perspectivas de crecimiento y la creación de empleo. En especial, deben aplicarse reformas ambiciosas y de gran alcance que fomenten la competencia en los mercados de productos, sobre todo en los servicios, y, al mismo tiempo, reducirse las rigideces de los mercados de trabajo y mejorarse la flexibilidad salarial.

Esta edición del Boletín Mensual contiene tres artículos: el primero analiza los patrones de crecimiento del dinero y del crédito en torno a crisis económicas y financieras pasadas; el segundo describe la evolución de los ratios de endeudamiento de las sociedades no financieras de la zona del euro, y el tercero analiza la función de la zona del euro en la financiación transfronteriza a escala mundial antes y después de la crisis financiera mundial.

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

Los indicadores más recientes basados en las encuestas de opinión sugieren que siguen observándose señales incipientes de estabilización de la actividad económica mundial. La dinámica de la inflación sigue estando contenida en las economías avanzadas. En las economías emergentes, las tasas de inflación han seguido registrando un moderado descenso, aunque persisten las presiones inflacionistas.

I.1 EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

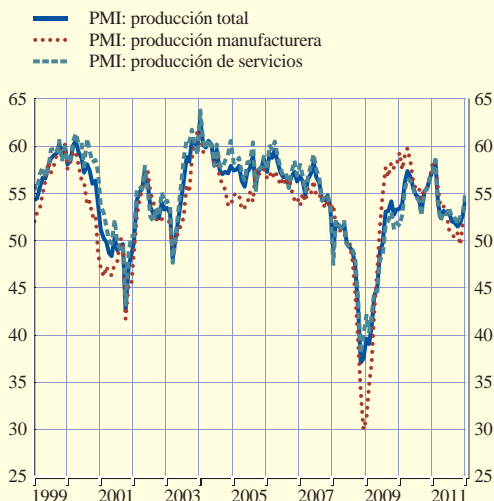
Aunque el ritmo de crecimiento de la economía mundial experimentó una desaceleración en el segundo semestre de 2011, continúan observándose señales incipientes de estabilización de la actividad económica mundial. No obstante, el necesario proceso de ajuste de los balances, actualmente en curso, y la debilidad de los mercados de trabajo y de la vivienda en algunas de las principales economías avanzadas siguen limitando las perspectivas de crecimiento. En las economías emergentes, el crecimiento sigue siendo sólido, aunque se está moderando como consecuencia del debilitamiento de la demanda, tanto externa como interna.

En enero de 2012, el índice PMI global de producción de manufacturas y servicios aumentó hasta 54,6, en comparación con el nivel de 52,7 observado en diciembre. La cifra de enero es la más alta registrada desde febrero de 2011. El índice de actividad en los servicios registró el valor máximo de los últimos once meses, mientras que el correspondiente a la producción del sector manufacturero se mantuvo por encima del umbral de 50 que separa la expansión de la contracción, aunque siguió situándose por debajo de la media de largo plazo (véase gráfico 1). El componente de nuevos pedidos del índice PMI también aumentó en enero, incrementándose el índice tanto en el sector manufacturero como en el sector servicios.

La dinámica de la inflación siguió estando relativamente contenida en las economías avanzadas. En los países de la OCDE, la tasa de inflación interanual, medida por los precios de consumo, se situó en el 2,9 % en diciembre, frente al 3,1 % de noviembre. Excluidos la energía y los alimentos, la tasa

Gráfico 1 PMI: producción mundial

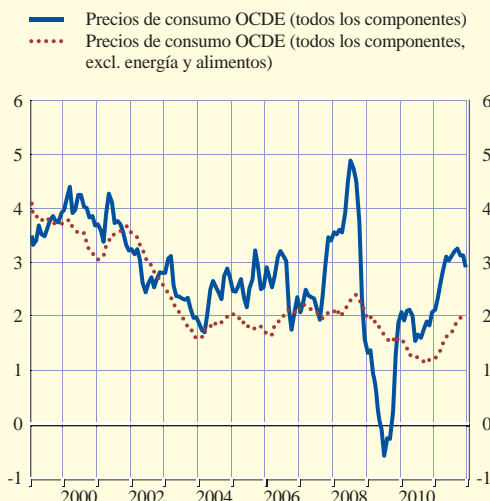
(índice de difusión; datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Markit.

Gráfico 2 Evolución internacional de los precios

(datos mensuales; tasas de variación interanual)



Fuente: OCDE.

interanual se mantuvo sin variación en el 2 % en diciembre (véase gráfico 2). En las economías emergentes, las tasas de inflación han descendido últimamente con respecto a los altos niveles registrados anteriormente.

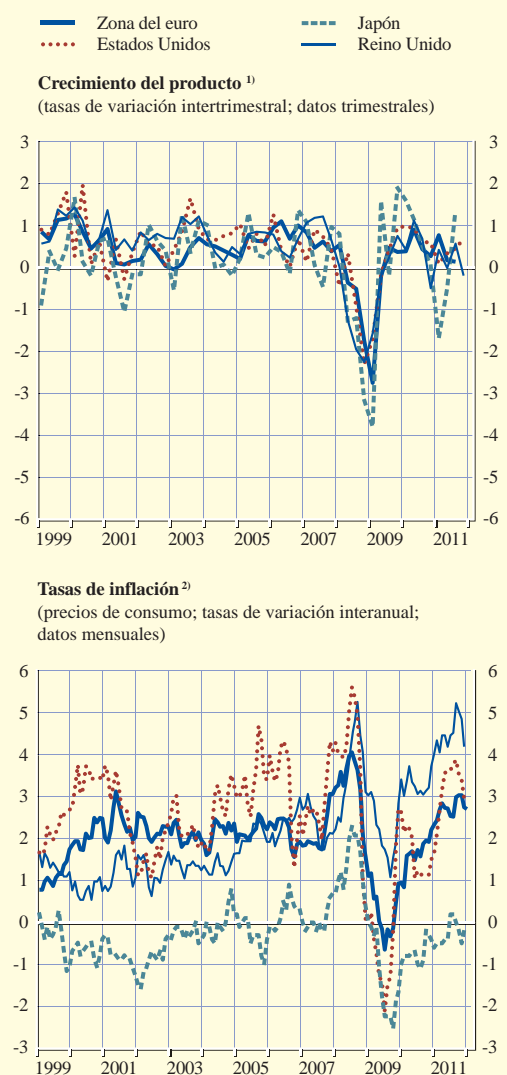
ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos, la actividad económica siguió cobrando impulso gradualmente en el cuarto trimestre de 2011, tras crecer a un ritmo lento en el primer semestre del año (véase gráfico 3). Según la estimación de avance del Bureau of Economic Analysis, el PIB real de Estados Unidos creció un 2,8 % en tasa anualizada en el cuarto trimestre de 2011, frente al 1,8 % del trimestre anterior. La expansión en el cuarto trimestre estuvo determinada, principalmente, por el gasto en consumo y la variación de las existencias privadas. La inversión residencial experimentó un fuerte repunte, mientras que la demanda exterior neta contribuyó negativamente al crecimiento. El crecimiento de la renta personal disponible real registró una recuperación, pero se mantuvo todavía muy por debajo de la tasa de crecimiento del consumo real. Los datos mensuales disponibles sugieren que continuará la expansión económica en el primer trimestre de 2012, pero a una tasa más lenta que en el último trimestre de 2011.

Por lo que respecta a la evolución de los precios, la inflación interanual medida por el IPC se redujo hasta el 3 % en diciembre de 2011, desde el 3,4 % del mes anterior. Este ha sido el tercer descenso consecutivo tras el máximo alcanzado en septiembre (3,9 %), principalmente como consecuencia de la moderación de los precios de la energía. Excluidos la energía y los alimentos, la inflación subyacente, medida por el IPC, no experimentó variación con respecto al mes anterior, manteniéndose en un 2,2 % en tasa interanual. La evolución reciente de la inflación subyacente refleja, en parte, cierta estabilización de las tasas de crecimiento de los costes de la vivienda y del transporte.

El 25 de enero de 2012, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal indicó que, pese a registrarse cierta desaceleración del crecimiento mundial, los indicadores recientes apuntan a una moderada expansión de la economía estadounidense y a cierta mejora en las condiciones generales del mercado de trabajo. El Comité decidió mantener en una banda del 0 % al 0,25 % el objetivo fijado para el tipo de interés de los fondos

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



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

federales y anunció que la situación económica probablemente justificará que dicho tipo se mantenga en niveles excepcionalmente bajos como mínimo hasta finales de 2014.

JAPÓN

En Japón, tras el repunte observado en el tercer trimestre, la actividad económica fue algo más débil durante el último trimestre de 2011, debido, en gran medida, a una desaceleración de la demanda mundial, a la apreciación del yen y a las distorsiones de oferta provocadas por las inundaciones en Tailandia. La producción industrial se redujo un 0,4 %, en tasa intertrimestral, en el último trimestre de 2011, pese a un incremento mayor de lo esperado en diciembre (4 % en tasa intermensual). Las exportaciones de bienes en términos reales también repuntaron en diciembre (un 1,1 % en tasa intermensual), pero este repunte no bastó para revertir las pérdidas de los meses anteriores, y las exportaciones registraron una caída de casi un 4 % en el último trimestre de 2011. Sin embargo, en términos nominales, el déficit comercial mensual aumentó aún más en diciembre (en cifras desestacionalizadas), con lo que la balanza comercial anual se situó en -2,5 billones de yenes en 2011, la primera vez que registra un déficit anual desde 1980 (en función del comercio de aduanas). Los últimos datos publicados apuntan, en gran medida, a un fortalecimiento de la actividad a comienzos de 2012. El índice PMI de producción del sector manufacturero correspondiente a enero de 2012 señala un retorno al crecimiento en la producción manufacturera por primera vez en tres meses, aunque a un ritmo moderado.

Por lo que respecta a la evolución de los precios, la inflación general, medida por el IPC, aumentó en diciembre hasta el -0,2 %, desde el -0,5 % registrado en el mes anterior. Excluidos los alimentos frescos, la inflación interanual medida por el IPC fue del -0,1 % en diciembre, frente al -0,2 % de noviembre, mientras que, excluyendo la energía y los alimentos, la tasa interanual se mantuvo en el -1,1 %. En su reunión más reciente sobre política monetaria, celebrada el 24 de enero, el Banco de Japón decidió mantener el objetivo fijado para el tipo de interés de los préstamos a un día sin garantía entre el 0,0 % y el 0,1 %.

REINO UNIDO

En el Reino Unido, la actividad económica ha seguido siendo moderada. En el cuarto trimestre de 2011, el PIB real se redujo un 0,2 %, en tasa intertrimestral, debido principalmente a la debilidad de la producción industrial y de la actividad en la construcción. Los indicadores procedentes de las encuestas de opinión de las empresas y los hogares mejoraron ligeramente a comienzos de 2012. No obstante, siguen siendo coherentes con una recuperación muy lenta de la actividad económica en el corto plazo, aunque los estímulos monetarios deberían proporcionar cierto respaldo en el futuro. No se aprecian señales de mejora de la situación del mercado de trabajo, y los indicadores del crecimiento monetario y crediticio han seguido siendo débiles. Se prevé que el crecimiento de la demanda interna seguirá estando limitado por las restrictivas condiciones de concesión de crédito, el ajuste en curso de los balances de los hogares y las sustanciales restricciones presupuestarias, mientras que las débiles perspectivas de la demanda externa probablemente limitarán el crecimiento de las exportaciones.

La inflación ha seguido descendiendo, pero continúa siendo elevada. La inflación interanual medida por el IPC se redujo hasta el 4,2 % en diciembre, desde el 4,8 % registrado en noviembre, mientras que la inflación medida por el IPC excluidos la energía y los alimentos no elaborados descendió 0,2 puntos porcentuales, hasta el 3,4 %. La gradual disminución de algunos factores temporales (los precios más elevados de las materias primas en el pasado, los fuertes incrementos del precio de la electricidad en el otoño de 2011 y el aumento del tipo impositivo del IVA en enero de 2011), así como la existencia de capacidad productiva sin utilizar, deberían contribuir a atenuar las presiones inflacionistas. El Comité de Política Monetaria del Bank of England mantuvo en el 0,5 % el tipo de interés oficial al que se

remuneran las reservas de las entidades de crédito, pero decidió incrementar en 50 mm de libras esterlinas el volumen de compras de activos financiadas mediante la emisión de reservas del banco central hasta un total de 325 mm de libras esterlinas en febrero.

CHINA

En China, el crecimiento del PIB real se redujo hasta el 8,9%, en tasa interanual, en el cuarto trimestre de 2011, desde el 9,1% registrado en el tercer trimestre. Esta desaceleración se debió, principalmente, a la mayor debilidad de la demanda externa y a las restrictivas medidas de política internas encaminadas a refrenar la inversión en el sector inmobiliario. Los desequilibrios externos se redujeron aún más a finales de 2011, impulsados por la caída del superávit comercial y las salidas netas de capital, que se intensificaron en un contexto de menores expectativas de una apreciación del renminbi y de cierta inquietud respecto a las perspectivas de crecimiento y estabilidad financiera. Como resultado, en el cuarto trimestre de 2011, las reservas internacionales se redujeron por primera vez desde 1998. La inflación interanual medida por el IPC descendió hasta el 4,1% en diciembre, nivel próximo al objetivo anual del 4% fijado por las autoridades. El descenso de la inflación medida por el IPC en el cuarto trimestre de 2011 estuvo determinado, principalmente, por la evolución de los precios de los alimentos, pero también, últimamente, por los precios de los componentes no alimenticios. Los precios industriales también bajaron en tasa interanual de forma acusada, hasta el 1,7% en diciembre. La orientación de la política monetaria ha comenzado a relajarse. Después de que, a finales de noviembre, el Banco Central de la República Popular China redujera en 50 puntos básicos el coeficiente de reservas obligatorias, los nuevos préstamos internos y el agregado M2 experimentaron una ligera aceleración en diciembre.

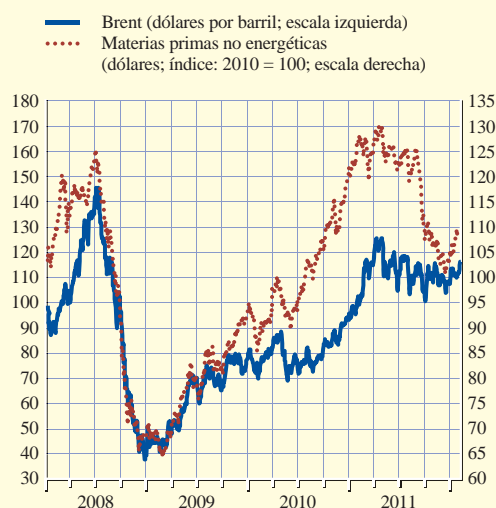
1.2 MERCADOS DE MATERIAS PRIMAS

Los precios del petróleo aumentaron en enero y en los primeros días de febrero. El precio del barril de Brent se situaba, el 8 de febrero, en 116,3 dólares estadounidenses, es decir, un 8,1% por encima del nivel de comienzos de enero de 2012 y un 24,8% por encima del registrado a principios de 2011 (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 plazo, y los futuros con entrega en diciembre de 2013 se negocian actualmente a 107,7 dólares estadounidenses el barril.

Se han observado algunas señales de debilidad por el lado de la demanda, asociadas a la inquietud respecto al entorno macroeconómico mundial. Es el caso, especialmente, de la demanda en las economías desarrolladas, mientras que, en las economías emergentes, la demanda se ha mostrado más resistente.

En este contexto, la Agencia Internacional de la Energía ha rebajado en varias ocasiones sus proyecciones de demanda para 2012. Al mismo tiempo, la inquietud respecto a la oferta ha mantenido los precios en niveles elevados. La UE ha impuesto un embargo sobre las exportaciones de petróleo iraní a partir del 1 de julio de 2012, de modo que, a partir de esa fecha, cabe esperar que se produzcan tensiones en los mercados.

Gráfico 4 Evolución de los precios de las materias primas



Fuentes: Bloomberg y HWWI.

En conjunto, los precios de las materias primas no energéticas aumentaron ligeramente durante el mes de enero. Más concretamente, los precios de los alimentos se mantuvieron, en general, estables, mientras que la fortaleza de las importaciones de las economías emergentes sostuvo los precios de los metales. En cifras agregadas en dólares estadounidenses, el índice de precios de las materias primas no energéticas se situaba, hacia finales de enero, en torno a un 14 % por debajo del nivel registrado a comienzos de 2011.

1.3 TIPOS DE CAMBIO

Entre finales de octubre de 2011 y principios de febrero de 2012, el tipo de cambio efectivo nominal del euro, medido frente a las monedas de 20 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro, se depreció, en general, en un entorno de significativa reducción de la volatilidad. Esta depreciación se produjo hasta mediados de enero de 2012, cuando la moneda única revirtió su tendencia a la baja. El 8 de febrero de 2012, el tipo de cambio efectivo nominal del euro se situaba un 4,2 % por debajo del nivel registrado a finales de octubre de 2011 y un 3 % por debajo de la media de 2011 (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 octubre de 2011 y el 8 de febrero de 2012, el euro se depreció un 5,2 % frente al dólar estadounidense, un 4,4 % frente a la libra esterlina, un 6,5 % frente al yen japonés y un 6,1 % frente al renminbi chino. La moneda única también se depreció frente a otras monedas asiáticas, en particular frente al won coreano, el dólar de Hong Kong y el dólar de Singapur un 4,6 %, un

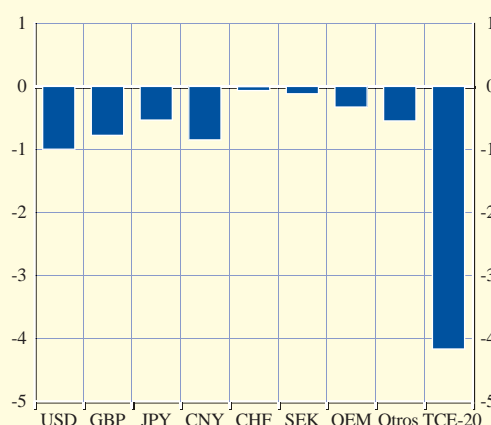
Gráfico 5 Tipo de cambio efectivo del euro (TCE-20) y sus componentes¹⁾

(datos diarios)

Índice: I 1999 = 100



Contribuciones a las variaciones del TCE-20²⁾
Del 31 de octubre de 2011 al 8 de febrero de 2012
(en puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

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

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

Cuadro I Evolución del tipo de cambio del euro¹⁾

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

	Ponderación en el TCE-20	Nivel a 8 de febrero de 2012	Apreciación (+)/depreciación (-) del euro a 8 de febrero de 2012		
			desde: 31 de octubre de 2011	desde: 3 de enero de 2011	en comparación con: media de 2011
Dólar estadounidense	19,4	1,327	-5,2	-0,6	-0,4
Libra esterlina	17,8	0,835	-4,4	-3,1	-2,5
Renminbi chino	13,6	8,361	-6,1	-4,9	-5,0
Yen japonés	8,3	102,1	-6,5	-6,1	-6,5
Franco suizo	6,4	1,211	-0,6	-2,8	-3,7
Zloty polaco	4,9	4,177	-3,9	5,5	6,2
Corona sueca	4,9	8,829	-2,0	-1,2	-1,3
Corona checa	4,1	24,81	0,0	-1,1	-0,6
Won coreano	3,9	1,481	-4,6	-1,3	-1,1
Forint húngaro	3,1	289,7	-4,6	4,0	4,5
TCEN ²⁾		99,6	-4,2	-2,0	-3,0

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).

5,3% y un 5,6%, respectivamente, y también frente a las monedas de algunos países exportadores de materias primas. El euro se depreció, además, frente a algunas otras monedas europeas, especialmente frente al forint húngaro (un 4,6%) y frente al zloty polaco (un 3,9%), así como frente al franco suizo (un 0,6%) (véase cuadro 1). La volatilidad de los mercados, medida a partir de los precios de las opciones sobre tipos de cambio, se redujo significativamente durante el período considerado en la mayoría de los pares de monedas, y actualmente se sitúa en niveles próximos a las medias de largo plazo.

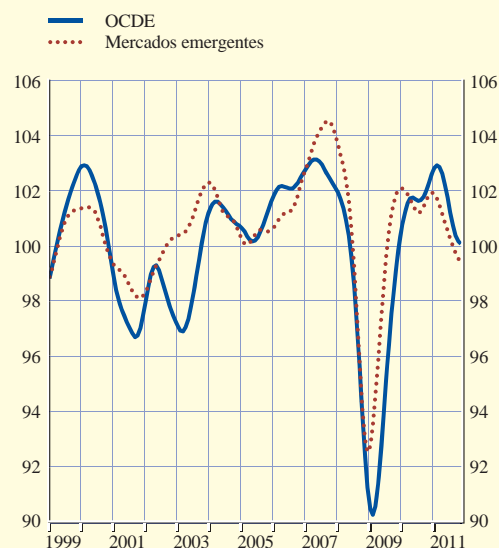
Entre el 31 de octubre de 2011 y el 8 de febrero de 2012, las monedas que participan en el MTC II se mantuvieron, en general, estables frente al euro, cotizando al tipo de cambio correspondiente a las respectivas paridades centrales o en torno a dichas paridades. El lats letón cotizó, la mayor parte del tiempo, en la zona más fuerte de su paridad central, dentro de la banda de fluctuación de $\pm 1\%$ establecida unilateralmente.

I.4 PERSPECTIVAS DEL ENTORNO EXTERIOR

De cara al futuro, se prevé que el crecimiento de la economía mundial siga siendo contenido como consecuencia del aumento de la incertidumbre, de las tensiones en los mercados financieros mundiales y del proceso de ajuste económico en curso en las principales economías avanzadas. En noviembre de 2011, el indicador sintético adelantado de la OCDE seguía apuntando a una desaceleración en los países de la OCDE y en otras principales

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.

economías. No obstante, a nivel de países se aprecian algunas variaciones y los datos más recientes indican un positivo cambio de ritmo en Estados Unidos y Japón.

En un entorno de fuerte incertidumbre, se mantienen los riesgos a la baja para la actividad. Estos riesgos guardan relación, principalmente, con la posibilidad de que los incrementos de los precios de las materias primas sean mayores de lo previsto, con las presiones proteccionistas y con una posible corrección desordenada de los desequilibrios mundiales.

2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

2.1 DINERO Y CRÉDITO DE LAS IFM

La tasa de crecimiento interanual de M3 volvió a disminuir en diciembre de 2011. Este descenso fue visible en todos los componentes principales de M3 y en todos los sectores. La débil evolución monetaria observada en diciembre tuvo su reflejo en una moderación adicional del crecimiento interanual de los préstamos de las IFM al sector privado, especialmente a las sociedades no financieras y a otros intermediarios financieros (OIF). Los datos monetarios de diciembre se vieron afectados por diversos factores especiales, como las operaciones de fin de año de las entidades de crédito y la persistencia de la elevada incertidumbre reinante en la economía y en los mercados financieros, cuyos efectos serán probablemente de carácter temporal, aunque son difíciles de valorar. Por tanto, los datos más recientes deberían interpretarse con particular cautela. No obstante, los datos apuntan, en general, a una atonía del crecimiento monetario y crediticio en la zona del euro en el último trimestre de 2011.

EL AGREGADO MONETARIO AMPLIO M3

La tasa de crecimiento interanual de M3 volvió a disminuir en diciembre de 2011 y se situó en el 1,6%, frente al 2% de noviembre (véase gráfico 7). Esta evolución fue consecuencia del considerable aumento adicional de las salidas mensuales registradas en este agregado amplio, cuya tasa de crecimiento intermensual fue del -0,5% en diciembre. El resultado de diciembre volvió a estar determinado, en gran medida, por la contracción de las cesiones temporales (*repos*), lo que, a su vez, reflejó un marcado descenso adicional de las operaciones de préstamo realizadas en el mercado interbancario con garantías a través de entidades de contrapartida central ubicadas en la zona del euro. Si se ajustan por el impacto de las cesiones temporales realizadas a través de entidades de contrapartida central, las tendencias de M3 solo se redujeron ligeramente con respecto al mes anterior, y la tasa de crecimiento interanual del agregado M3 ajustado se mantuvo sin variación en el 1,6% en diciembre.

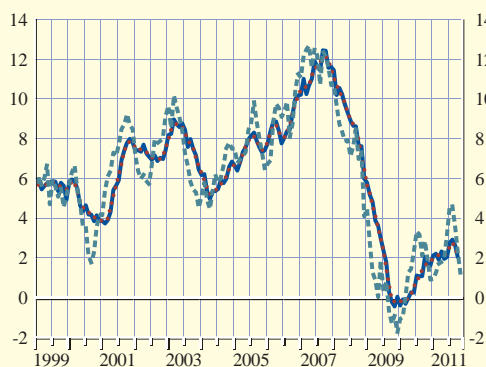
Por lo que respecta a los componentes, todos los componentes de agregado monetario amplio registraron cuantiosas salidas mensuales en diciembre, que fueron particularmente significativas en el caso de las cesiones temporales, la mayoría de las cuales se llevaron a cabo a través de entidades de contrapartida central. En todos los sectores se observó un descenso de los depósitos de M3. Como en meses anteriores, esta disminución fue especialmente acusada en el caso de los depósitos de OIF, pero, en esta ocasión, también fue pronunciada en el caso de los hogares, con retiradas, sobre todo, de depósitos a la vista. Esta evolución se concentró, en gran medida, en algunos de los países más duramente afectados por la crisis de la deuda soberana.

En cuanto a las contrapartidas, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado (ajustados por el impacto de las ventas y titulizaciones) disminuyó nuevamente en diciembre y se situó en el 1,2%, frente al 1,9% de noviembre, tras haber rondado el 3% entre enero

Gráfico 7 Crecimiento de M3

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

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



Fuente: BCE.

y octubre de 2011. El descenso de diciembre fue consecuencia de los fuertes flujos de salida mensuales registrados en todos los sectores, pero particularmente en los préstamos a sociedades no financieras y a OIF (debido, en parte, a la contracción de las operaciones llevadas a cabo a través de entidades de contrapartida central). Esta evolución estuvo impulsada, en gran medida, por la contribución negativa de algunos países, especialmente de aquellos cuyos sistemas bancarios se encontraban bajo presión. A este respecto, diversos factores especiales pueden haber determinado las cifras de préstamos de diciembre, como las operaciones de fin de año destinadas a ajustar los balances de las entidades de crédito.

Los principales activos mantenidos por las IFM de la zona del euro (excluido el Eurosistema) aumentaron moderadamente en diciembre, tras haber descendido en los dos meses anteriores. Este incremento fue especialmente patente en las significativas adquisiciones de valores distintos de acciones emitidos por las IFM y las Administraciones Públicas, que compensaron la considerable reducción de los préstamos al sector privado y a otras IFM. Es probable que la inversión de las tendencias observadas en meses anteriores en relación con las tenencias de valores distintos de acciones emitidos por las IFM y las Administraciones Públicas sea consecuencia, en parte, de la liquidez inyectada en la operación de financiación a plazo más largo (OFPML) a tres años. No obstante, el período de tiempo transcurrido entre la adjudicación de la OFPML a tres años y la comunicación de los datos monetarios fue demasiado corto como para determinar si se habían generado efectos significativos en los flujos crediticios.

PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

La desaceleración de la tasa de crecimiento interanual de M3 observada en diciembre fue reflejo, principalmente, del considerable descenso adicional de la tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables. Mientras que la tasa de crecimiento interanual del agregado monetario estrecho M1 también disminuyó visiblemente en comparación con noviembre, la de otros depósitos a corto plazo se mantuvo sin variación.

La tasa de crecimiento interanual de M1 descendió hasta el 1,6% en diciembre, frente al 2,1% del mes anterior, por lo que siguió fluctuando en una banda relativamente estrecha (entre el 1,6% y el 2,1%), como ha ocurrido desde agosto de 2011. Los depósitos a la vista y el efectivo en circulación experimentaron flujos mensuales negativos que provocaron una disminución de sus respectivas tasas de crecimiento interanual. Los depósitos a la vista registraron retiradas, especialmente en el caso de los hogares. Este patrón apunta, en cierto modo, a que continúan las reestructuraciones de cartera de los hogares en favor de otros instrumentos, tanto incluidos como no incluidos en M3. En cambio, los OIF y las sociedades no financieras incrementaron sus tenencias de depósitos a la vista. En el caso de los primeros, es probable que este resultado siga reflejando la acumulación por parte de los inversores institucionales, incluidos los fondos de inversión, de la liquidez procedente de las ventas de valores, y la necesidad de mantener instrumentos líquidos para atender posibles reembolsos, como también se manifestó en las sustanciales retiradas, sobre todo de fondos de inversión, observadas antes de agosto.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista se mantuvo sin variación en el 2,1% en diciembre. Sin embargo, este resultado oculta una evolución dispar de las tasas de crecimiento interanual de los dos subcomponentes. La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a plazo hasta dos años se fortaleció, a pesar de que el flujo mensual permaneció bastante estancado. La tasa de crecimiento interanual de los depósitos de ahorro a corto plazo (es decir, depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses) descendió, ya que las retiradas realizadas por los OIF, las sociedades no financieras y los hogares dieron como resultado un flujo mensual total negativo.

La tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables disminuyó nuevamente y se situó en el -0,2% en diciembre, un nivel significativamente inferior al 1,1% registrado en noviembre. Este descenso

estuvo totalmente determinado por el extraordinario flujo mensual negativo de cesiones temporales, que reflejó principalmente una contracción de las operaciones realizadas en el mercado interbancario a través de entidades de contrapartida central. La reducción de la tasa de crecimiento interanual de M3 en diciembre fue atribuible en su práctica totalidad a las cesiones temporales llevadas a cabo a través de entidades de contrapartida central. En cambio, el sector tenedor de dinero adquirió volúmenes significativos de participaciones en fondos del mercado monetario, y en particular de valores distintos de acciones a corto plazo de las IFM. Esta evolución podría indicar nuevos desplazamientos hacia las participaciones en fondos del mercado monetario, en detrimento de las participaciones en fondos de inversión, ya que estas operaciones pueden realizarse sin comisiones.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3, que incluyen los depósitos a corto plazo y las cesiones temporales, y que constituyen el agregado monetario más amplio para el que se dispone de un detalle puntual por sectores, disminuyó hasta el 1,4 % en diciembre, un nivel considerablemente inferior al 2,1 % registrado el mes anterior. Como en noviembre, esta evolución fue reflejo, sobre todo, de otra significativa salida mensual negativa registrada en los depósitos del sector de OIF. Sin embargo, a diferencia de lo ocurrido el mes pasado, en diciembre también se observaron flujos mensuales negativos en los depósitos de M3 del resto de sectores.

PRINCIPALES CONTRAPARTIDAS DE M3

En cuanto a las contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual del crédito concedido por las IFM a residentes en la zona del euro aumentó hasta el 1 % en diciembre, desde el 0,8 % del mes anterior (véase cuadro 2). Esta evolución enmascara una notable intensificación del crecimiento del crédito concedido a las Administraciones Públicas y una moderación adicional del crecimiento del crédito otorgado al sector privado.

Cuadro 2 Cuadro resumen de variables monetarias

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

	Saldo vivo en porcentaje de M3 ¹⁾	Tasas de crecimiento interanual					
		2011 I	2011 II	2011 III	2011 IV	2011 Nov	2011 Dic
M1	49,2	3,2	1,7	1,4	1,9	2,1	1,6
Efectivo en circulación	8,7	4,9	4,2	4,5	6,2	6,5	6,1
Depósitos a la vista	40,5	2,9	1,2	0,8	1,0	1,2	0,6
M2 - M1 (= otros depósitos a corto plazo)	39,0	1,3	3,4	3,4	2,3	2,1	2,1
Depósitos a plazo hasta dos años	18,8	-2,7	2,3	3,2	2,1	1,6	2,1
Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses	20,2	5,4	4,5	3,7	2,6	2,6	2,0
M2	88,2	2,4	2,4	2,3	2,1	2,1	1,8
M3 - M2 (= instrumentos negociables)	11,8	-1,7	-0,3	3,0	3,8	1,1	-0,2
M3	100,0	1,9	2,1	2,4	2,3	2,0	1,6
Crédito a residentes en la zona del euro		3,7	3,1	2,4	1,3	0,8	1,0
Crédito a las Administraciones Públicas		10,9	6,5	5,1	1,4	0,3	3,6
Préstamos a las Administraciones Públicas		17,7	10,7	7,0	-2,2	-5,7	-4,7
Crédito al sector privado		2,1	2,3	1,7	1,3	1,0	0,4
Préstamos al sector privado		2,4	2,6	2,5	2,1	1,7	1,0
Préstamos al sector privado ajustados de ventas y titulaciones ²⁾		2,9	2,8	2,7	2,3	1,9	1,2
Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas)		2,8	3,4	3,6	2,6	2,3	1,3

Fuente: BCE.

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

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

Cuadro 3 Préstamos de las IFM al sector privado

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

	Saldo vivo en porcentaje del total ¹⁾	Tasas de crecimiento interanual					
		2011 I	2011 II	2011 III	2011 IV	2011 Nov	2011 Dic
Sociedades no financieras	42,2	0,6	1,0	1,5	1,6	1,6	1,1
<i>Ajustados de ventas y titulaciones ²⁾</i>	-	1,5	1,9	2,2	1,9	1,9	1,2
Hasta un año	24,4	-1,2	1,6	4,1	3,9	3,9	2,5
De uno a cinco años	18,2	-2,4	-2,9	-3,6	-3,4	-3,2	-3,6
Más de cinco años	57,4	2,4	2,2	2,1	2,3	2,2	2,1
Hogares³⁾	46,8	3,1	3,4	3,0	2,2	2,1	1,5
<i>Ajustados de ventas y titulaciones ²⁾</i>	-	3,1	3,0	2,7	2,3	2,3	1,9
Crédito al consumo ⁴⁾	11,7	-0,9	-1,0	-2,0	-2,0	-2,2	-2,2
Préstamos para adquisición de vivienda ⁴⁾	72,2	4,0	4,4	4,0	3,0	3,0	2,1
Otras finalidades	16,2	2,4	2,0	2,4	1,9	1,6	1,4
Empresas de seguros y fondos de pensiones	0,8	7,5	2,8	6,8	4,2	1,4	1,3
Otros intermediarios financieros no monetarios	10,2	7,1	6,0	4,0	3,3	0,5	-2,0

Fuente: BCE.

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

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

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

3) Según la definición del SEC 95.

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

La intensificación del crecimiento del crédito concedido a las Administraciones Públicas estuvo impulsada por las adquisiciones de valores de deuda pública (incluidas las compras realizadas por el Eurosistema), que se vieron contrarrestadas parcialmente por un descenso de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos otorgados a este sector.

La tasa de crecimiento interanual del crédito otorgado al sector privado cayó hasta el 0,4% en diciembre, desde el 1% registrado el mes anterior. Esta evolución es consecuencia de la contracción de las tenencias de acciones y valores distintos de acciones por parte de las IFM, así como de la disminución de los préstamos concedidos por este sector. El flujo mensual negativo de préstamos de las IFM al sector privado (ajustados de ventas y titulaciones) no se debió a grandes ventas de préstamos ni a operaciones de titulación en diciembre, sino que obedeció a salidas (sin ajustar) de préstamos al sector privado, que fueron resultado, a su vez, de la reducción de los préstamos concedidos por las IFM a las sociedades no financieras y a OIF. Las operaciones de préstamo realizadas a través de entidades de contrapartida central experimentaron un acusado descenso en diciembre, debido a una disminución más general de las cesiones temporales realizadas a través de entidades de contrapartida central en determinados países de la zona del euro.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras (ajustados de ventas y titulaciones) disminuyó hasta el 1,2%, desde el 1,9% del mes anterior. Esta evolución fue consecuencia de un gran flujo mensual negativo. El flujo negativo de crédito a las sociedades no financieras se registró tras tres meses de actividad relativamente intensa de concesión de préstamos a este sector entre agosto y octubre y unas salidas moderadas en noviembre. El descenso del crédito se observó en todos los plazos, y las salidas mensuales fueron atribuibles, en su mayor parte, a los préstamos a corto plazo (es decir, préstamos hasta un año), mientras que los préstamos a largo plazo (es decir, préstamos a más de cinco años) registraron salidas más moderadas. Las condiciones de concesión de préstamos bancarios volvieron a endurecerse y la oferta de crédito se deterioró en algunos países de la zona del euro a finales de 2011 (véase el recuadro). Al mismo

tiempo, la reducción del crédito en diciembre debería interpretarse con cautela, ya que refleja complejas operaciones de balance al final del año. La heterogeneidad entre los distintos países de la zona del euro en la evolución de los préstamos siguió siendo notable, reflejando una evolución desigual de la actividad económica, y diferencias en las necesidades de financiación externa de los diversos sectores industriales, en los grados de tensión en relación con la financiación de las entidades de crédito y en los niveles de endeudamiento de las sociedades no financieras de cada país. En el recuadro 3 se presentan los desequilibrios de la zona del euro desde una perspectiva de las cuentas sectoriales, partiendo de la información de cada país que se utiliza de base para elaborar las cuentas sectoriales de la zona del euro. En el recuadro 4 figura un análisis del ahorro, la inversión y la financiación, desglosado por sector (véase sección 2.6).

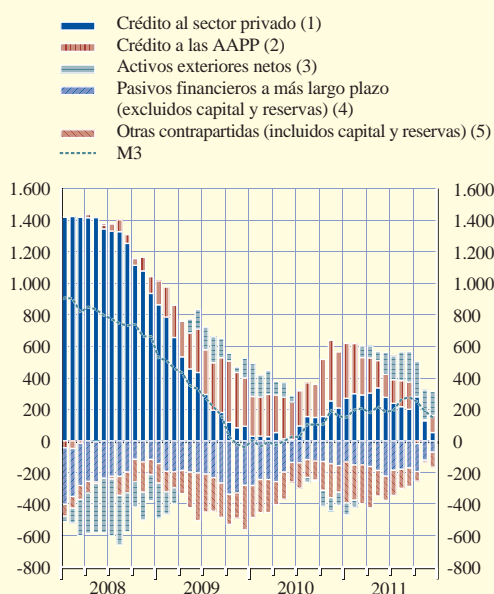
La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM a los hogares (ajustados de ventas y titulaciones) volvió a descender, hasta situarse en el 1,9% en diciembre, frente al 2,3% de noviembre, continuando así la desaceleración paulatina experimentada por estos préstamos desde mayo de 2011. Los préstamos a hogares estuvieron dominados por los préstamos para adquisición de vivienda, cuya tasa de crecimiento interanual disminuyó del 3% al 2,1%. Se espera que los planes públicos para apoyar a los mercados inmobiliarios de determinados países de la zona del euro tengan un impacto menor en esta actividad crediticia en el futuro. Al mismo tiempo, las tasas de crecimiento interanual del crédito al consumo y de los préstamos para otras finalidades fueron del -2,2% y el 1,4%, respectivamente, en diciembre, ya que los hogares continuaron refrenando su recurso a estas fuentes de financiación.

En cuanto a las demás contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM (excluidos capital y reservas) descendió hasta el 1,3% en diciembre, frente al 2,3% de noviembre, como consecuencia de la disminución de la tasa de crecimiento interanual de todos los componentes. Aunque todos los componentes registraron flujos negativos en noviembre, los valores distintos de acciones a largo plazo se contrajeron significativamente en base consolidada en diciembre. Este resultado se deriva de considerables emisiones negativas, en base no consolidada, y del aumento de las tenencias de estos instrumentos por parte de las IFM. Además, en diciembre se observó una notable reducción de los depósitos a plazo a más de dos años de OIF, debida, en parte, a la reversión de una operación de titulación y a una caída de los depósitos de las empresas de seguros y los fondos de pensiones. En diciembre se registró un nuevo incremento de los flujos de capital y reservas, que se tradujo en un aumento de la correspondiente tasa de crecimiento interanual hasta situarla en el 6,9%, frente al 6,2% del mes anterior.

Los flujos interanuales de entrada registrados en la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM disminuyeron hasta situarse en 153 mm de euros en diciembre, frente a los 190 mm de euros de noviembre (véase gráfico 8). Sin embargo, las ligeras entradas (4 mm de euros) de diciembre invirtieron la

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.

trayectoria de significativas salidas observada entre agosto y noviembre. En términos brutos, las IFM volvieron a acumular activos y pasivos exteriores.

En conjunto, los datos monetarios de diciembre indican una atonía de la expansión monetaria y crediticia frente a residentes en la zona del euro, que estuvo impulsada, en parte, por la reducción de los préstamos interbancarios realizados a través de entidades de contrapartida central. La desaceleración queda mitigada por el hecho de que las IFM de la zona del euro han prestado importes significativos a las Administraciones Públicas de la zona. La expansión del crédito al sector privado de la zona del euro se contrajo debido a la disminución de las tenencias de valores y a la ralentización de la actividad crediticia. En diciembre, la moderación del crecimiento interanual de los préstamos de las IFM al sector privado fue especialmente marcada en el caso de los préstamos a sociedades no financieras y a OIF. Los criterios de concesión de préstamos bancarios se endurecieron de nuevo y la oferta de préstamos de deterioró en algunos países de la zona del euro a finales de 2011. Sin embargo, las complejas operaciones de balance realizadas a finales del año pueden llevar a sobrestimar la caída de la actividad crediticia en diciembre. En conjunto, es fundamental seguir atentamente la evolución del crédito en los próximos meses para detectar signos de contracción del crédito.

Recuadro I

RESULTADOS DE LA ENCUESTA SOBRE PRÉSTAMOS BANCARIOS EN LA ZONA DEL EURO CORRESPONDIENTE AL CUARTO TRIMESTRE DE 2011

En este recuadro se presentan los principales resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro correspondiente al cuarto trimestre de 2011 que realiza el Eurosistema y que se llevó a cabo entre el 19 de diciembre de 2011 y el 9 de enero de 2012¹. En conjunto, las entidades de crédito de la zona del euro señalaron que el endurecimiento neto de los criterios de concesión de los préstamos había aumentado de manera acusada en comparación con el tercer trimestre de 2011, más de lo esperado por las entidades encuestadas tres meses antes. Este incremento fue especialmente pronunciado en el caso de los préstamos a las sociedades no financieras y de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda, y en gran medida reflejó la percepción de las entidades de aumento de los riesgos en torno a las perspectivas económicas, así como de recrudecimiento de las tensiones observadas en relación con el acceso a la financiación y con el nivel de capital de las entidades de crédito. En cuanto a la demanda de préstamos, las entidades indicaron que la demanda neta de préstamos por parte de empresas y de préstamos a hogares para adquisición de vivienda había disminuido. Las expectativas de las entidades participantes en la encuesta apuntan a que los citados criterios y la demanda neta de préstamos por parte de empresas y de hogares seguirán deteriorándose en el primer trimestre de 2012.

Préstamos y líneas de crédito a empresas

Criterios de aprobación del crédito: En el cuarto trimestre de 2011, el porcentaje neto² de entidades que señalaron que los criterios de concesión de préstamos y líneas de crédito a empresas habían registrado

- 1 La fecha límite para la recepción de los datos de las entidades participantes fue el 9 de enero de 2012. El 1 de febrero de 2012 se publicó una valoración exhaustiva de los resultados, que se puede consultar en la dirección del BCE en Internet.
- 2 El porcentaje neto se refiere a la diferencia entre el porcentaje de entidades que han indicado que los criterios de concesión de los préstamos se han endurecido y el de las que han señalado que se han relajado. Un porcentaje neto positivo indica que las entidades participantes han tendido a endurecer los criterios de aprobación («se han endurecido en términos netos»), mientras que un porcentaje neto negativo es indicativo de que las entidades han tendido a relajar los citados criterios («se han relajado en términos netos»).

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

(porcentaje neto)



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

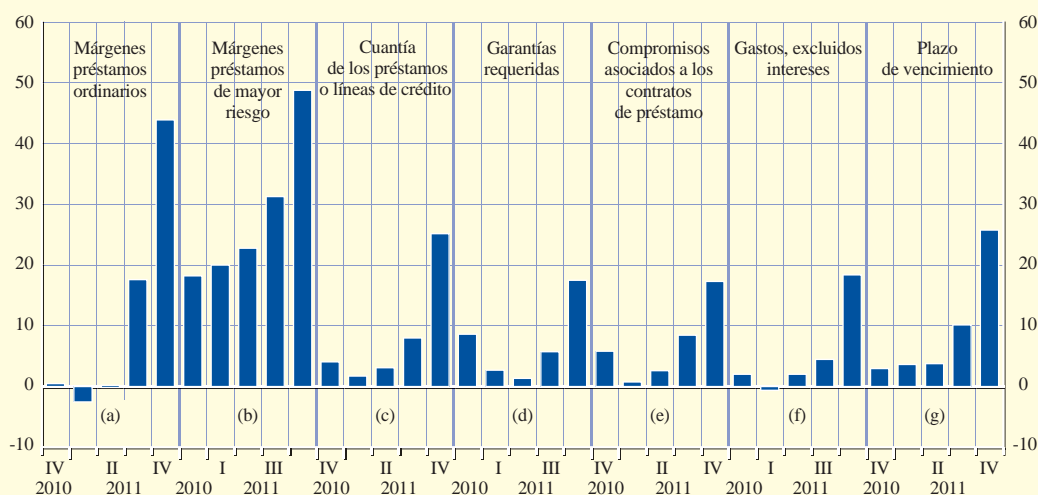
un endurecimiento aumentó hasta el 35 %, desde el 16 % del trimestre anterior (véase gráfico A). El endurecimiento neto observado fue mayor de lo esperado por las entidades encuestadas tres meses antes (22 %). Los citados criterios se endurecieron en términos netos tanto para los préstamos a corto plazo (24 %, frente al 11 % del trimestre precedente) como para los préstamos a largo plazo (42 %, frente al 20 %). Además, el endurecimiento neto de los criterios de concesión aumentó en mayor medida en el caso de los préstamos a grandes empresas (44 %, frente al 19 %) que en el de los préstamos a pequeñas y medianas empresas (pymes; 28 %, frente al 14 %).

Si se consideran los factores determinantes del endurecimiento neto general de los criterios de aprobación del crédito, las entidades encuestadas indicaron que los relacionados con la percepción de riesgos en torno a las expectativas sobre la actividad económica general y las perspectivas relativas al sector o a sociedades concretas contribuyeron considerablemente al aumento del endurecimiento neto (40 % y 30 %, respectivamente, frente al 16 % y el 22 % del tercer trimestre). Además, en un contexto de intensificación de las tensiones en los mercados financieros y de dificultades en el acceso a la financiación para las entidades, los encuestados señalaron que los costes de financiación y la disponibilidad de fondos contribuyeron en mayor medida al endurecimiento neto de los criterios de aprobación del crédito que en el tercer trimestre. Este fue el caso de los tres componentes de este factor, a saber, los costes relacionados con el nivel de capital de las entidades (20 %, frente al 12 %), su capacidad para acceder a la financiación en los mercados (28 %, frente al 20 %) y su situación de liquidez (27 %, frente al 14 %). En cambio, otros factores, como la presión de la competencia de otras entidades y de instituciones no bancarias, prácticamente no se modificaron por segundo trimestre consecutivo.

Según señalaron las entidades de crédito de la zona del euro encuestadas, el endurecimiento de las condiciones de los nuevos préstamos y créditos marcó la evolución de los criterios de concesión en el cuarto trimestre de 2011 (véase gráfico B). La ampliación de los márgenes afectó de forma visible a los préstamos ordinarios (44 %, frente al 18 %) y a los préstamos de mayor riesgo (49 %, frente al 31 %).

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

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



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

Otras condiciones no relacionadas con el precio (por ejemplo, los gastos excluidos intereses, la cuantía y el plazo de vencimiento, así como las garantías requeridas) también registraron un endurecimiento adicional en el cuarto trimestre de 2011.

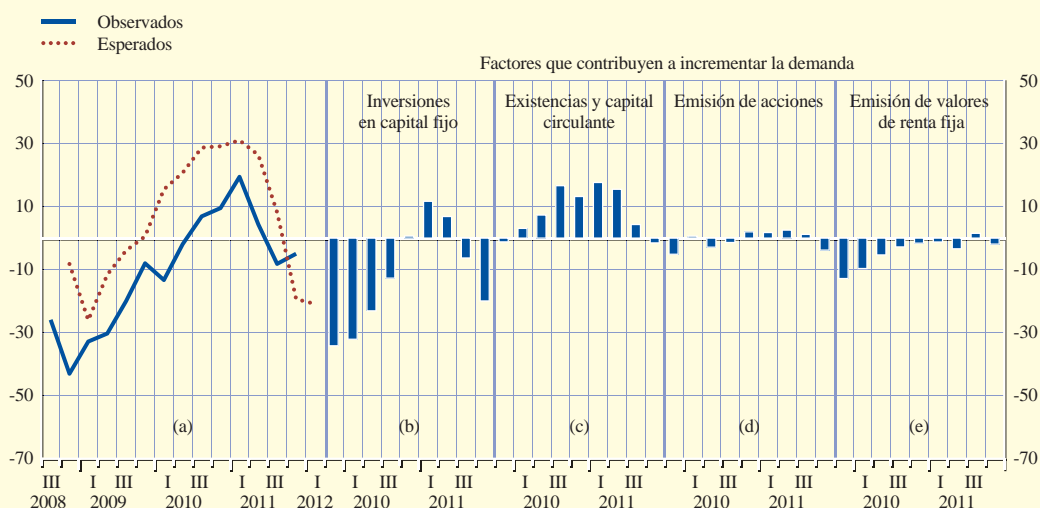
De cara al futuro, las entidades de crédito de la zona del euro esperan, en general, un nuevo aumento, aunque moderado, del endurecimiento neto de los criterios aplicados para la aprobación de préstamos a empresas en el primer trimestre de 2012 (hasta el 25%), y que este afecte principalmente a las grandes empresas, así como a los préstamos a largo plazo.

Demanda de préstamos: En el cuarto trimestre de 2011, la demanda neta de préstamos por parte de las empresas permaneció en niveles negativos por segundo trimestre consecutivo (véase gráfico C), aunque el ritmo de descenso fue menor (-5%, frente al -8%). Además, la demanda neta de préstamos a pymes fue menor que la de préstamos a grandes empresas en el cuarto trimestre (-7% y -2%, respectivamente), mientras que la disminución de la demanda neta fue similar en los distintos tamaños de empresas en el tercer trimestre (-3% en ambos casos). Según las entidades encuestadas, aunque la demanda neta de préstamos a largo plazo se estabilizó en torno a 0, la de préstamos a corto plazo se redujo al mismo ritmo que en el trimestre precedente (-4%).

Según indicaron las entidades encuestadas, la disminución de la demanda neta pareció estar principalmente impulsada por las menores necesidades de financiación de inversiones en capital fijo (-20%, frente al -6% del trimestre anterior), así como de operaciones de fusión y adquisición (-18%, frente al -4%), y, por tanto, fue acorde con las expectativas de contracción general del crecimiento económico. Además, las necesidades de financiación de existencias y capital circulante pasaron a ser negativas por primera vez desde finales de 2009 (-1%, frente al 4%). Las entidades participantes en la encuesta también señalaron que es posible que las sociedades no financieras hayan recurrido en cierta medida a fuentes de financiación alternativas, como la financiación interna.

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

(porcentaje neto)



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

De cara al futuro, las entidades de crédito esperan que la demanda de préstamos por parte de empresas continúe disminuyendo en el primer trimestre de 2012 (-21 %, en términos netos). Esto sería aplicable en mayor medida a las grandes empresas (-21 %) que a las pymes (-14 %). En cuanto a los plazos de vencimiento, se espera que este descenso afecte en mayor medida a los préstamos a largo plazo (-27 %) que a los de corto plazo (-10 %).

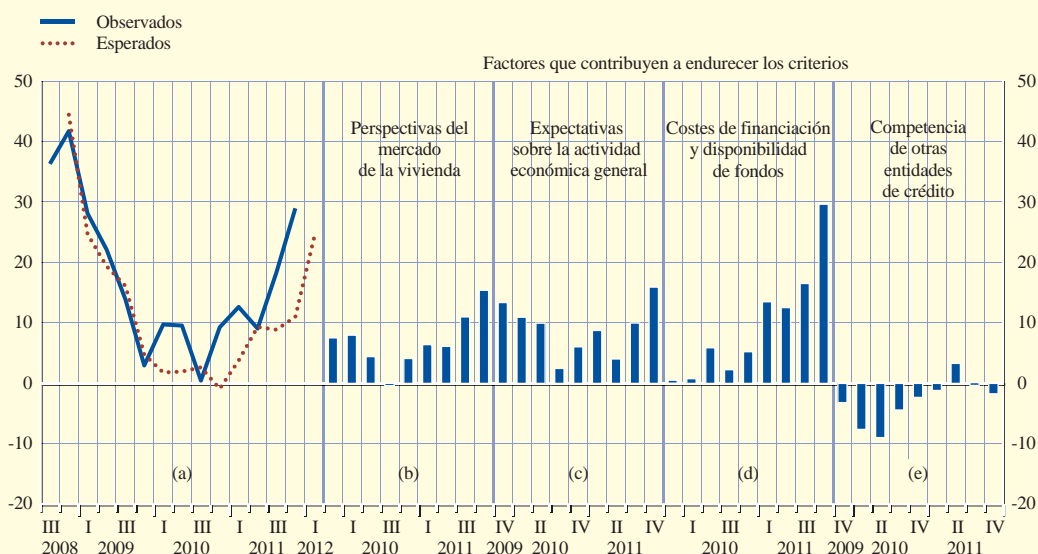
Préstamos a hogares para adquisición de vivienda

Criterios de aprobación del crédito: Al igual que en el caso de los préstamos a empresas, el porcentaje neto de entidades que señaló que se había producido un endurecimiento de los criterios de concesión de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda aumentó de manera significativa, hasta el 29 % en el cuarto trimestre de 2011, desde el 18 % del trimestre anterior (véase gráfico D), y más de lo esperado en ese trimestre (11 %). Según las entidades encuestadas, el mayor grado de endurecimiento neto observado en el cuarto trimestre volvió a estar impulsado principalmente por los costes de financiación y la disponibilidad de fondos de las entidades (en términos netos, el 30 % indicó que este factor había contribuido al endurecimiento de los criterios, frente al 17 % del trimestre precedente). Además, la percepción de riesgos de las entidades con respecto a la actividad económica general (16 %, frente al 10 %) y a las perspectivas del mercado de la vivienda (15 %, frente al 11 %) contribuyó al endurecimiento neto adicional de los criterios de aprobación de los préstamos para adquisición de vivienda.

El sustancial aumento del endurecimiento neto de los criterios de aprobación de los préstamos para adquisición de vivienda condujo, asimismo, a un pronunciado aumento de los márgenes aplicados por las entidades a los préstamos ordinarios (29 %, frente al 10 %, en términos netos) y a los de mayor

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

(porcentaje neto)



Nota: Véanse las notas del gráfico A.

riesgo (33 %, frente al 14 %), así como a un endurecimiento neto adicional de la mayor parte de las condiciones no relacionadas con el precio, en comparación con el tercer trimestre.

De cara al futuro, las entidades esperan que el grado de endurecimiento neto de los criterios de concesión de préstamos para adquisición de vivienda disminuya ligeramente (24 %) en el primer trimestre de 2012.

Demanda de préstamos: De forma paralela a la disminución de la demanda neta de préstamos por parte de las empresas y como consecuencia de la moderación del crecimiento económico, las entidades participantes en la encuesta señalaron que la demanda neta de préstamos para adquisición de vivienda había registrado un nuevo descenso, aunque moderado (-27 %, desde el -24 %; véase gráfico E). Esta reducción pareció estar impulsada, fundamentalmente, por el deterioro de las perspectivas relativas al mercado de la vivienda (-27 %, desde el -23 %) y de la confianza de los consumidores (-34 %, desde el -24 %).

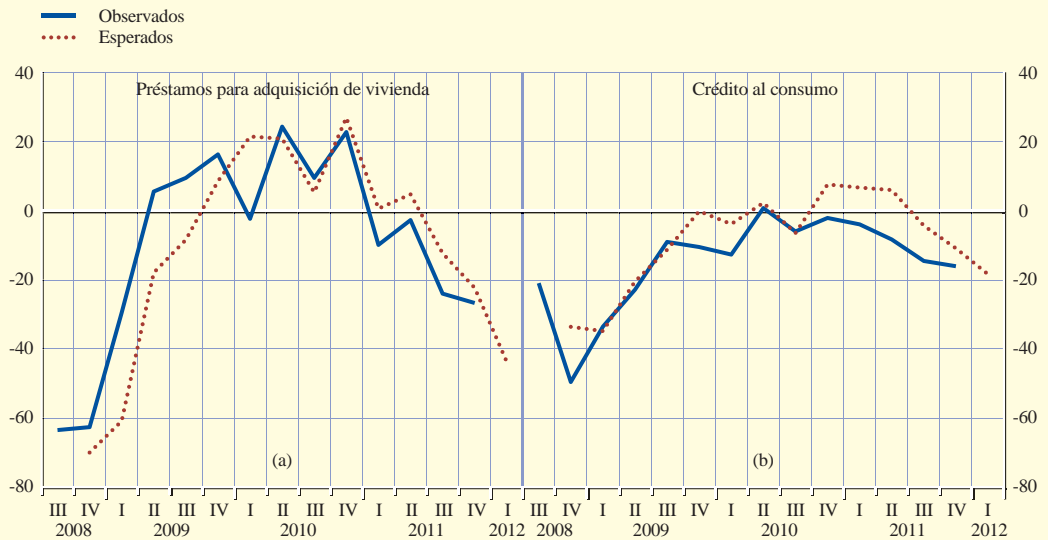
De cara al futuro, las entidades esperan un acusado descenso de la demanda de préstamos para adquisición de vivienda (-44 %, en términos netos) en el primer trimestre de 2012.

Crédito al consumo y otros préstamos a hogares

Criterios de aprobación del crédito: Para el cuarto trimestre de 2011, las entidades de crédito de la zona del euro indicaron que el grado de endurecimiento neto de los criterios de aprobación del crédito al consumo y otros préstamos a hogares había aumentado moderadamente (13 %, frente al 10 %; véase gráfico F), siendo este incremento menor que en otras categorías de préstamo. Los principales factores determinantes del endurecimiento neto fueron los costes de financiación y la disponibilidad de fondos, mientras que la percepción de riesgos relacionados con las perspectivas económicas y la

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

(porcentaje neto)

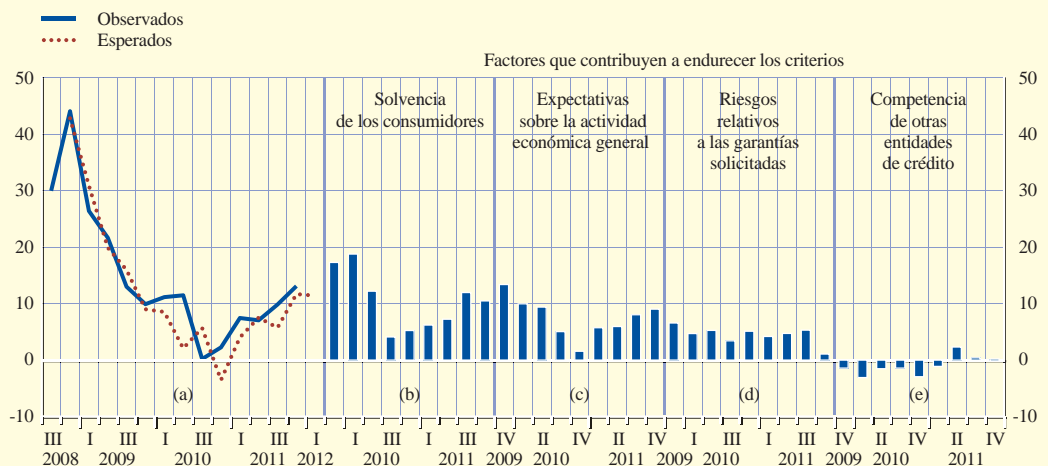


Notas: El porcentaje neto se refiere a la diferencia entre la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se ha incrementado considerablemente» y «se ha incrementado en cierta medida» y la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se ha reducido en cierta medida» y «se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

solvencia de los consumidores prácticamente no se modificó. El mayor endurecimiento neto de los criterios de aprobación se tradujo en un endurecimiento de las condiciones relacionadas con el precio. El porcentaje neto de entidades que señaló una ampliación de sus márgenes se incrementó ligeramente en el cuarto trimestre, mientras que la contribución de las condiciones no relacionadas con el precio apenas se modificó en comparación con la encuesta anterior.

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

(porcentaje neto)



Nota: Véanse las notas del gráfico A.

De cara al futuro, en términos netos, el 11 % de las entidades esperan que los criterios de aprobación del crédito al consumo y otros préstamos a hogares vuelvan a endurecerse en el primer trimestre de 2012.

Demanda de préstamos: En el cuarto trimestre de 2011, las entidades encuestadas manifestaron que la demanda neta de crédito al consumo había vuelto a disminuir ligeramente (-16 %, en términos netos, desde el -15 % del trimestre anterior; véase gráfico E), principalmente como consecuencia de la menor confianza de los consumidores y de la reducción del gasto en bienes de consumo duradero.

De cara al futuro, las entidades esperan que la demanda de crédito al consumo continúe descendiendo en el primer trimestre de 2012 (-18 %, en términos netos).

Preguntas ad hoc sobre el acceso a la financiación

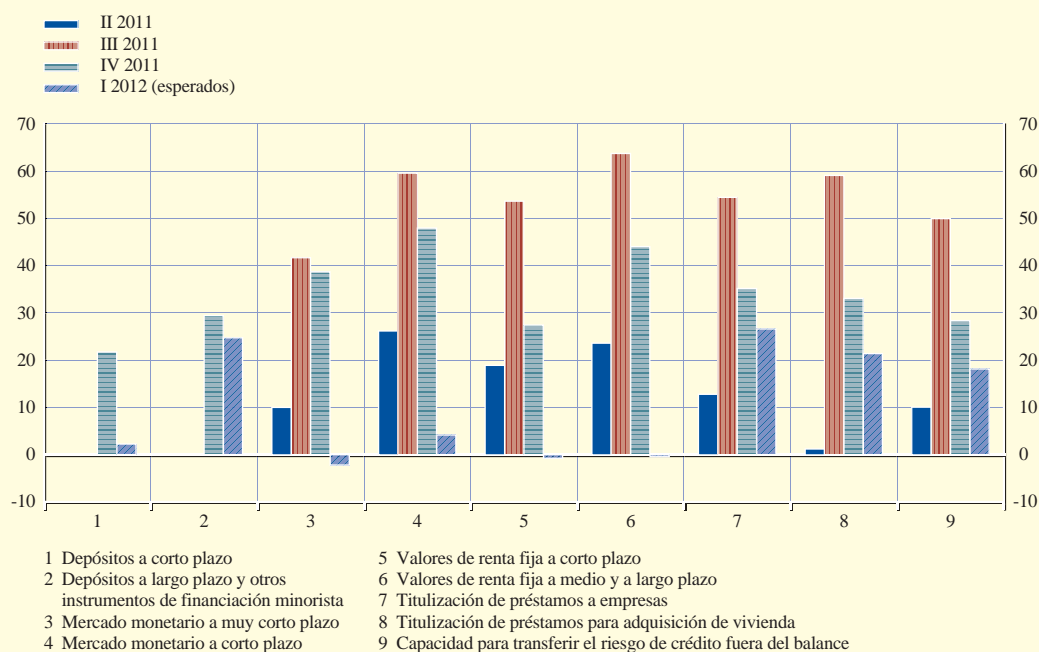
Al igual que en encuestas anteriores, en la de enero de 2012 se planteó una pregunta ad hoc con el objeto de valorar la medida en que las tensiones registradas en los mercados financieros habían afectado al acceso de las entidades de crédito a la financiación en los mercados mayoristas en el cuarto trimestre de 2011, así como hasta qué punto podrían seguir influyendo en el primer trimestre de 2012. Por primera vez, en la pregunta también se contemplaba el acceso a la financiación minorista.

En términos netos, las entidades de la zona del euro participantes en la encuesta señalaron una ligera mejora del acceso a los mercados monetarios, tanto a los de muy corto plazo³ como a aquellos con

³ Menos de una semana.

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

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



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

plazos de vencimiento superiores a una semana, así como de la emisión de valores de renta fija para todos los plazos de vencimiento (véase gráfico G). Además, las condiciones de acceso a la titulización parecieron haber mejorado considerablemente en el cuarto trimestre de 2011, tanto en lo que respecta a la titulización fuera de balance o real como a la capacidad de las entidades para transferir riesgos fuera del balance (titulización sintética). En cuanto al acceso a la financiación minorista, las entidades indicaron la existencia de dificultades en este sentido en el cuarto trimestre de 2011, aunque, en promedio, menores que para acceder a la financiación en los mercados mayoristas.

De cara al futuro, las entidades de crédito de la zona del euro esperan que las condiciones de acceso a la financiación en los mercados mayoristas se establezcan en el primer trimestre de 2012 y que, en cambio, el acceso a la titulización de préstamos siga siendo limitado. Además, las entidades prevén que las condiciones de acceso a la financiación minorista mejoren solo ligeramente.

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

En la encuesta de enero de 2012 se incluyó también una nueva pregunta ad hoc con el objeto de valorar el impacto de la crisis de la deuda soberana en las condiciones de financiación de las entidades de crédito y en los criterios de aprobación del crédito. Las entidades encuestadas señalaron que las tensiones registradas en los mercados de deuda soberana provocaron un deterioro considerable de las condiciones de financiación debido a problemas de disponibilidad de fondos y de gestión de la liquidez, así como a través de otros canales más indirectos. En términos netos, aproximadamente el 30% de las entidades consideraron que el deterioro de las condiciones de financiación era consecuencia de la crisis de la deuda soberana a través de su exposición directa a este instrumento, la reducción del valor de las garantías materializadas en deuda pública u otros efectos.

Las entidades participantes en la encuesta también manifestaron que las vulnerabilidades relacionadas con la crisis de la deuda soberana han contribuido sustancialmente al endurecimiento de los criterios de aprobación del crédito, aunque parte del sistema bancario estaba en posición de proteger su política crediticia del impacto de la crisis. De hecho, un porcentaje neto más reducido de entidades reconoció que habían influido en el endurecimiento de los citados criterios, situándose en torno al 27%, en promedio, en el caso de los préstamos a las sociedades no financieras y al 15% en el de los préstamos a hogares.

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

En la encuesta de enero de 2012 también se incluyeron dos preguntas ad hoc con el objeto de valorar la medida en que los nuevos requerimientos de capital regulatorio fijados en «Basilea III»⁴ o en cualquier otra normativa nacional específica relativa al capital de las entidades de crédito pueden afectar a las políticas crediticias de las entidades de crédito.

Según las respuestas de las entidades encuestadas, en términos netos⁵, el 34% indicó que sus activos ponderados por el riesgo habían disminuido en los seis meses precedentes y el 43% espera una nueva reducción en los seis meses siguientes, como consecuencia del cumplimiento de los requerimientos de capital establecidos en «Basilea III» (o en cualquier otra normativa nacional específica relativa al

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

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

capital de las entidades de crédito que se haya aprobado recientemente o que esté previsto aprobar en un futuro próximo). Se esperaba y se espera que esta reducción siga centrada en los préstamos de mayor riesgo, en contraposición a los préstamos ordinarios. En cuanto al efecto en su nivel de capital, en términos netos, el 42 % de las entidades señaló que su nivel de capital había aumentado en los seis meses anteriores, mientras que el 34 % espera un incremento en el primer semestre de 2012. En los seis meses anteriores, el aumento de los niveles de capital de las entidades se consiguió fundamentalmente a través de la emisión de nuevas acciones, en lugar de a través de los beneficios no distribuidos. La comparación de las respuestas con las de la encuesta de julio de 2011 muestra una clara aceleración del proceso de ajuste a las nuevas exigencias regulatorias a través de una reducción de los activos ponderados por el riesgo en la segunda mitad de 2011.

Aproximadamente un tercio de las entidades encuestadas indicaron que habían endurecido los criterios de aprobación de los préstamos a grandes empresas como consecuencia de los ajustes aplicados para cumplir la nueva normativa nacional y/o los requerimientos de capital fijados en Basilea III. Los criterios de aprobación de los préstamos a pymes y a hogares para vivienda o con fines de consumo se vieron afectados en menor medida, aunque más de lo esperado en la encuesta de julio de 2011. Para el primer semestre de 2012, las entidades esperan un mayor endurecimiento neto de los criterios debido a las presiones regulatorias, que deberían afectar principalmente a los préstamos a las grandes empresas y a los préstamos para adquisición de vivienda.

2.2 EMISIONES DE VALORES

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro cayó hasta el 2,5 % en noviembre de 2011. El descenso de la actividad emisora por parte de las Administraciones Públicas y de las instituciones financieras distintas de las IFM no se vio compensado por el crecimiento interanual más intenso de los valores distintos de acciones emitidos por las sociedades no financieras y, en menor medida, por las IFM. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones cotizadas disminuyó ligeramente, hasta el 1,5 %, como consecuencia, principalmente, de la contracción de la actividad emisora del sector financiero, mientras que las emisiones de las sociedades no financieras se mantuvieron casi sin variación.

VALORES DISTINTOS DE ACCIONES

En noviembre de 2011, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro cayó hasta el 2,5 %, desde el 3,4 % registrado el mes anterior (véase cuadro 4). Esta evolución general estuvo impulsada, sobre todo, por la mayor contracción interanual de la emisión de valores a corto plazo, mientras que el crecimiento de la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo a tipo de interés fijo fue más lento que en octubre. Si se analizan las tendencias a corto plazo, la tasa de crecimiento semestral anualizada y desestacionalizada de las emisiones de valores distintos de acciones disminuyó hasta situarse en el 3,1 % en noviembre de 2011, frente al 3,5 % del mes precedente (véase gráfico 9). Este descenso fue generalizado en todos los sectores, excepto el de IFM.

La contracción interanual de la emisión de valores a corto plazo, que comenzó a principios de 2010, se vio compensada con creces en noviembre de 2011 por el crecimiento de las emisiones de valores distintos de acciones a largo plazo a tipo de interés fijo. Al mismo tiempo, las emisiones de valores distintos de acciones a largo plazo a tipo de interés variable experimentaron un retroceso adicional, continuando con la tendencia que se inició a mediados de 2011.

Cuadro 4 Valores emitidos por residentes en la zona del euro

Sector emisor	Saldo vivo (mm de euros) Noviembre 2011	Tasas de crecimiento interanual ¹⁾					
		2010 IV	2011 I	2011 II	2011 III	2011 Oct	2011 Nov
Valores distintos de acciones	16.456	3,6	3,8	3,5	3,5	3,4	2,5
IFM	5.453	-0,1	0,6	1,1	1,9	2,9	3,1
Instituciones financieras no monetarias	3.283	1,5	1,9	0,8	-0,3	0,0	-1,9
Sociedades no financieras	870	8,3	6,2	4,1	4,9	4,7	5,0
Administraciones Públicas	6.850	7,5	7,3	6,9	6,6	5,3	3,9
<i>De las cuales:</i>							
Administración Central	6.229	7,1	6,7	6,1	5,9	4,7	3,0
Otras Administraciones Públicas	621	12,4	13,0	15,8	14,6	12,8	13,6
Acciones cotizadas	3.893	1,7	1,4	1,5	1,9	1,7	1,5
IFM	331	6,6	6,4	7,5	12,4	10,2	9,1
Instituciones financieras no monetarias	271	4,2	3,4	4,2	5,0	5,8	4,6
Sociedades no financieras	3.291	0,8	0,6	0,5	0,4	0,3	0,3

Fuente: BCE.

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

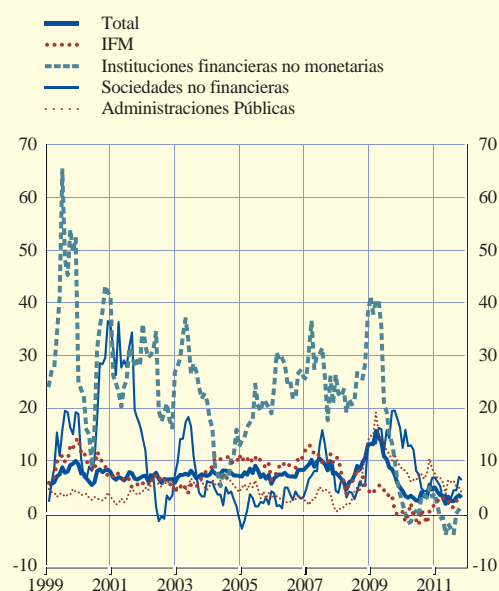
La tasa de crecimiento total de las emisiones de valores distintos de acciones registrada en noviembre ocultó una evolución dispar en los distintos sectores. La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las sociedades no financieras repuntó hasta situarse en el 5% en dicho mes, frente al 4,7% de octubre. Este ligero aumento debería valorarse en un entorno de disminución de los rendimientos, particularmente en el caso de las empresas con una calificación crediticia intermedia o elevada. Como consecuencia de las tensiones relacionadas con la crisis de la deuda soberana en la zona del euro, algunos valores de renta fija privada de la zona tenían una rentabilidad más baja que la deuda pública emitida por los países donde se encuentran ubicadas las empresas emisoras.

Según los datos facilitados por los participantes en los mercados, en noviembre la actividad emisora se distribuyó por igual entre los principales sectores, como los de automoción, energía y telecomunicaciones. En el sector financiero, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las IFM se incrementó ligeramente,

0,2 puntos porcentuales, hasta situarse en el 3,1% en noviembre, en un entorno de necesidades de capitalización adicionales, y pese al coste nominal relativamente elevado de la financiación mediante valores de renta fija para las instituciones financieras. En cambio, las emisiones de valores de las instituciones financieras distintas de las IFM se contrajeron un 1,9% en términos interanuales en noviembre, frente al 0% del mes anterior. Por último, la tasa de crecimiento interanual de la deuda emitida por el sector de Administraciones Públicas continuó descendiendo, situándose en el 3,9% en noviembre, frente al 5,3% de octubre, en un contexto de esfuerzos renovados para mejorar la situación presupuestaria de los países.

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.

ACCIONES COTIZADAS

La tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones cotizadas por parte de residentes en la zona del euro disminuyó levemente, hasta situarse en el 1,5% en noviembre, debido sobre todo al descenso de la actividad emisora del sector financiero. La tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones por parte de las IFM cayó hasta el 9,1% en noviembre, desde el 10,2% de octubre (véase gráfico 10). El menor dinamismo de las emisiones de acciones por parte de las IFM de la zona del euro fue reflejo, en parte, de las continuas tensiones en los mercados financieros. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por las instituciones financieras distintas de las IFM se redujo en 1,2 puntos porcentuales, hasta situarse en el 4,6%, mientras que la de las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras se mantuvo prácticamente sin variación en el 0,3%.

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 redujeron entre principios de enero y comienzos de febrero de 2012. En el primer período de mantenimiento de 2012, que comenzó el 18 de enero, el eonia se mantuvo en un nivel reducido, siendo reflejo del abundante exceso de liquidez, asociado, en parte, al recorte del coeficiente de reservas obligatorias que entró en vigor en dicho período.

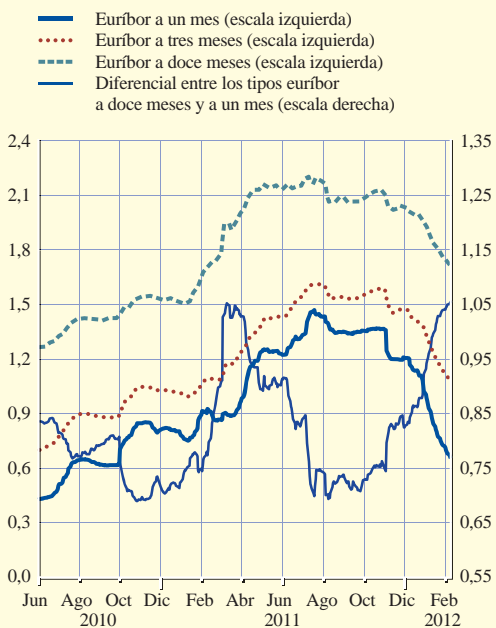
Los tipos de interés del mercado monetario sin garantías se redujeron entre principios de enero y comienzos de febrero de 2012. El 8 de febrero, los tipos euríbor a un mes, a tres meses, a seis meses y a doce meses se situaron en el 0,66%, el 1,08%, el 1,38% y el 1,71%, respectivamente, es decir, 22, 18, 16 y 16 puntos básicos, respectivamente, por debajo de los niveles observados el 11 de enero. Además, el diferencial entre el euríbor a doce meses y a un mes —un indicador de la pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario— aumentó ligeramente, hasta situarse en 105 puntos básicos el 8 de febrero (véase gráfico 11).

El tipo *swap* del eonia a tres meses se situó en el 0,34% el 8 de febrero, 1 punto básico por debajo del nivel observado el 11 de enero. El tipo sin garantías correspondiente se redujo 18 puntos básicos, hasta el 1,08%, por lo que el diferencial entre el euríbor a tres meses sin garantías y el tipo *swap* del eonia al mismo plazo disminuyó 17 puntos básicos y se situó en 74 puntos básicos el 8 de febrero.

El 8 de febrero, los tipos de interés implícitos en los precios de los futuros del euríbor a tres meses con vencimiento en marzo, junio, septiembre y diciembre de 2012 se situaron en el 0,89%, el 0,78%, el 0,76% y el 0,78%, respectivamente, lo que representa descensos de 12, 13, 10 y 8 puntos básicos, respectivamente, en comparación con los niveles observados el 11 de enero.

Gráfico 11 Tipos de interés del mercado monetario

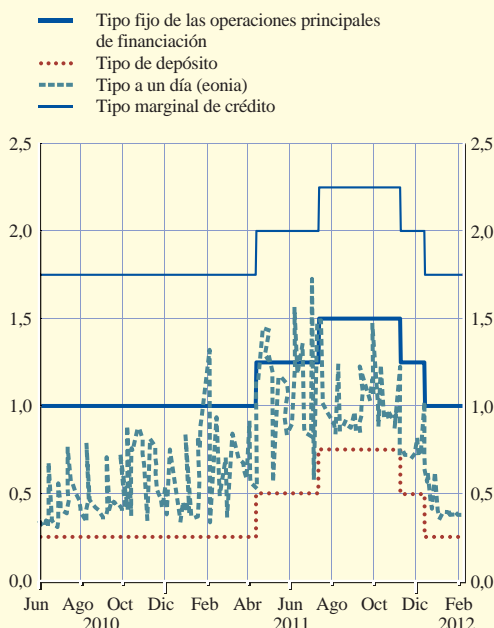
(porcentajes; diferencial en puntos porcentuales; datos diarios)



Fuentes: BCE y Thomson Reuters.

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

(porcentajes; datos diarios)



Fuentes: BCE y Thomson Reuters.

Entre el 11 y el 17 de enero, último día del duodécimo período de mantenimiento de 2011, el eonia permaneció estable en torno al 0,37 %, en un contexto de mayores niveles de exceso de liquidez, y, a diferencia de lo ocurrido en los últimos meses, no repuntó el último día del período de mantenimiento y se situó en el 0,39 %. Durante el resto de enero y principios de febrero, el eonia se mantuvo igualmente estable y siguió rondando el 0,37 %. En conjunto, el diferencial negativo entre el eonia y el tipo de interés de las operaciones principales de financiación (OPF) fue reflejo del volumen total de exceso de liquidez. El 8 de febrero, el eonia se situó en el 0,36 %.

El Eurosistema llevó a cabo varias operaciones de financiación entre el 11 de enero y el 8 de febrero. El 17 de enero efectuó una operación de ajuste en la que se absorbieron 217 mm de euros, con el fin de contrarrestar el superávit de liquidez que se originó al final del duodécimo período de mantenimiento de 2011. En consonancia con una decisión adoptada por el Consejo de Gobierno el 8 de diciembre, estas operaciones de ajuste han quedado interrumpidas hasta nuevo aviso. En las operaciones principales de financiación del primer período de mantenimiento de 2012, realizadas los días 17, 24 y 31 de enero y 7 de febrero, el Eurosistema adjudicó 126,9 mm de euros, 130,3 mm de euros, 115,6 mm de euros y 109,5 mm de euros, respectivamente.

El Eurosistema también llevó a cabo dos OFPML en enero, 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 17 de enero con plazo de vencimiento de un período de mantenimiento (en la que se adjudicaron 38,7 mm de euros), y una OFPML a tres meses realizada el 25 de enero (en la que se adjudicaron 19,6 mm de euros). El descenso observado en los volúmenes de adjudicación de las operaciones principales de financiación y de las OFPML fue reflejo del hecho de que el sector bancario había recibido abundante

liquidez en la OFPML a tres años llevada a cabo el 21 de diciembre, y de la reducción del coeficiente de reservas obligatorias del 2 % al 1 %, que entró en vigor con el primer período de mantenimiento de reservas de 2012. El objetivo de las operaciones a tres años y del recorte del citado coeficiente era apoyar la provisión de crédito a la economía, al permitir a las entidades de crédito gestionar su riesgo de liquidez a plazos más largos, lo que también generó el efecto automático de contraer la demanda de liquidez a plazos cortos por parte de las entidades bancarias (véase también el recuadro 2).

El Eurosistema también ejecutó cuatro operaciones de absorción de liquidez a una semana los días 17, 24 y 31 de enero y 7 de febrero, aplicando un procedimiento de subasta a tipo de interés variable con un tipo máximo de puja del 1 %. Con estas operaciones, el Eurosistema absorbió totalmente la liquidez proporcionada mediante las adquisiciones efectuadas en el marco del Programa para los Mercados de Valores.

El primer período de mantenimiento de 2012, que comenzó el 18 de enero, se caracterizó por unos niveles elevados de exceso de liquidez, situándose el recurso medio diario a la facilidad de depósito en 483,6 mm de euros el 8 de febrero.

Recuadro 2

APLICACIÓN DE NUEVAS NORMAS SOBRE ACTIVOS DE GARANTÍA Y RESERVAS MÍNIMAS

Continuando sus esfuerzos de apoyo al crédito bancario y a la liquidez en el mercado monetario de la zona del euro a fin de asegurar una transmisión efectiva de la política monetaria del BCE a la economía real en toda la zona del euro, el Consejo de Gobierno anunció tras su reunión de 8 de diciembre de 2011 otras medidas no convencionales¹. Además de ampliar la oferta de operaciones de financiación, el Consejo de Gobierno decidió, con objeto de asegurar la correcta transmisión de la política monetaria, ampliar temporalmente la lista de activos de garantía admisibles en las operaciones del Eurosistema, pues algunas entidades de crédito podían ver restringido su acceso a las operaciones de financiación por falta de activos admisibles². Para reducir la necesidad de liquidez del sistema bancario y apoyar la actividad del mercado monetario de la zona del euro, el Consejo de Gobierno decidió reducir temporalmente el coeficiente de reservas mínimas del 2 % al 1 %.

La ampliación de la lista de activos de garantía admisibles facilita el acceso a la financiación

La ampliación temporal de la lista de activos de garantía admisibles anunciada el 8 de diciembre de 2011 consta de dos elementos. En primer lugar, el Consejo de Gobierno decidió reducir el umbral de calidad crediticia de ciertos tipos de bonos de titulización de activos admisibles³. En segundo lugar, se aceptará como activos de garantía en las operaciones del Eurosistema una mayor proporción de préstamos no titulizados (es decir, créditos). En concreto, como solución temporal, cada BCN podrá autorizar la utilización de créditos sobre la base de criterios de admisibilidad y normas pertinentes de control de riesgos que habrá de aprobar el Consejo de Gobierno. La dimensión nacional de

1 Véase además, en el Boletín Mensual de enero de 2012, el recuadro «Efecto de la primera operación de financiación a plazo más largo con vencimiento a tres años» y, en el Boletín Mensual de diciembre de 2011, el recuadro «Otras medidas de política monetaria no convencionales adoptadas por el Consejo de Gobierno el 8 de diciembre de 2011».

2 Los criterios de admisibilidad generales del Eurosistema aplicables a los créditos y establecidos en la publicación titulada «La aplicación de la política monetaria en la zona del euro – Documentación General sobre los instrumentos y procedimientos de la política monetaria del Eurosistema» se mantienen inalterados.

3 Para más información, véase la nota de prensa de 8 de diciembre de 2011 titulada «El BCE anuncia medidas para apoyar el crédito bancario y la actividad en el mercado monetario».

esta medida proporciona una protección adicional frente a los riesgos, ya que cada BCN posee un profundo conocimiento de su mercado de crédito nacional. Se espera que esta medida facilite una transmisión más uniforme de la política monetaria única en la zona del euro. La responsabilidad derivada de la admisión de estos «otros créditos al corriente de pago» recaerá sobre el BCN que haya autorizado su uso. El 9 de febrero, el Consejo de Gobierno aprobó un primer grupo de siete marcos reguladores de «otros créditos al corriente de pago», presentados por los BCN siguientes: Banc Ceannais na hÉireann/Central Bank of Ireland, Banco de España, Banque de France, Banca d'Italia, Central Bank of Cyprus, Oesterreichische Nationalbank y Banco de Portugal.

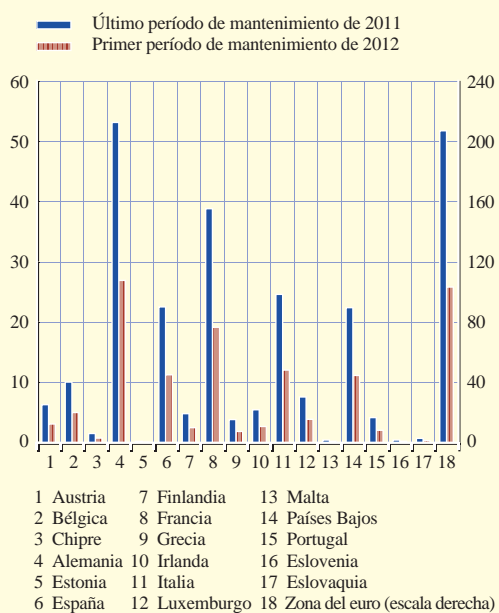
A fin de mantener la coherencia entre los diversos marcos para otros créditos al corriente de pago y entre estos y el sistema de control de riesgos del Eurosistema, el Consejo de Gobierno decidió, además, que a todos los marcos para otros créditos al corriente de pago se les aplicara un umbral mínimo de calidad crediticia. No obstante, cada BCN podrá optar por fijar un umbral mínimo más estricto. Además, se ha establecido un sistema de recortes mínimos de valoración para créditos individuales distintos de los garantizados por activos inmobiliarios. Tanto para créditos individuales garantizados por activos inmobiliarios como para grupos de créditos («credit pools») se han adoptado calibraciones equivalentes de recortes de valoración. Los sistemas de recortes de valoración aseguran la equivalencia de riesgos para los distintos tipos de créditos presentados en todas las jurisdicciones. Asimismo, el Consejo de Gobierno realizará un seguimiento continuo de la utilización y la eficacia de los marcos para «otros créditos al corriente de pago». Se espera que, después de aplicar los criterios de admisibilidad y los recortes de valoración especificados en los respectivos marcos para otros créditos al corriente de pago, el Banc Ceannais na hÉireann/Central Bank of Ireland, el Banco de España, el Banque de France, la Banca d'Italia, el Central Bank of Cyprus, el Oesterreichische Nationalbank y el Banco de Portugal podrán aceptar otros créditos al corriente de pago por un importe total estimado de unos 200.000 millones de euros. Este sistema flexible de aceptación de marcos para «otros créditos al corriente de pago» permitirá una rápida expansión de los activos de garantía admisibles cuando se necesiten para contrarrestar el riesgo de una escasez más generalizada de dichos activos provocado por las tensiones persistentes en los mercados financieros. Al mismo tiempo, al mantener soluciones uniformes sobre el control de riesgos, se garantiza el cumplimiento del alto nivel de prudencia del Eurosistema.

Un menor coeficiente de reservas reduce las necesidades de liquidez del sistema bancario

El Consejo de Gobierno decidió, además, reducir el coeficiente de reservas mínimas del 2% al 1% a partir del período de mantenimiento que comienza el 18 de enero de 2012. Esta medida significa que el volumen medio de liquidez que las entidades de crédito han de mantener en sus cuentas corrientes durante el período de mantenimiento para cumplir las exigencias de reservas mínimas se reduce a la

Examen comparativo de reservas mínimas

(mm de EUR)



Fuente: BCE.

mitad, de aproximadamente 200.000 millones de euros en cifras agregadas a aproximadamente 100.000 millones de euros. El gráfico muestra que las exigencias de reservas se redujeron proporcionalmente en todos los países entre el último período de mantenimiento de 2011 y el primer período de mantenimiento de 2012. Reducir las exigencias de reservas responde a una doble finalidad. La primera y principal, se reducen las necesidades de liquidez de las entidades de crédito y, con ello, el volumen de activos que pueden tener que movilizar a fin de lograr la financiación del Eurosistema para cumplir las exigencias de reservas. La segunda finalidad que se persigue, el fomento de la actividad del mercado monetario, principalmente porque aumentan los incentivos para que las entidades de crédito con exceso de efectivo ofrezcan su liquidez a otras entidades, puesto que ya no pueden depositarla en la cuenta de reservas plenamente remunerada.

2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

Entre principios enero y comienzos de febrero de 2012, los rendimientos de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA de la zona del euro prácticamente no experimentaron variación, mientras que los rendimientos de la deuda pública comparable de Estados Unidos aumentaron ligeramente. La evolución de los mercados de deuda pública durante este período parece reflejar una combinación de factores. En Estados Unidos, en el positivo clima de los mercados influyó la publicación de unos datos macroeconómicos que, en general, fueron mejores de lo esperado. En la zona del euro, la ambivalente información sobre la evolución económica y financiera, incluidas las rebajas de la calificación crediticia de varios emisores soberanos de la zona del euro, no parece haber afectado significativamente al clima de los mercados. La incertidumbre respecto a la futura evolución de los mercados de renta fija, medida por la volatilidad implícita de estos mercados, sigue siendo elevada en términos históricos, pese a la notable moderación observada durante el período de referencia. Los indicadores de mercado sugieren que las expectativas de inflación siguen estando plenamente en consonancia con la estabilidad de precios.

Entre el 2 de enero y el 8 de febrero de 2012, los rendimientos de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA de la zona del euro prácticamente no experimentaron variación, situándose, el 8 de febrero, en torno al 2,6%. En Estados Unidos, los rendimientos de la deuda pública a largo plazo aumentaron 11 puntos básicos, elevándose hasta el 2% durante el mismo período, debido en gran medida al hecho de que los datos macroeconómicos publicados fueron mejores de lo esperado (véase gráfico 13). La tendencia alcista de los rendimientos de la deuda pública resultante de la evolución más favorable de las variables fundamentales podría haberse visto empañada hasta cierto punto por la declaración del Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal, formulada a finales de enero, en la que se afirmaba que la situación económica probablemente justifique que los tipos de interés de los fondos federales se mantengan en niveles excepcionalmente bajos, como mínimo hasta finales de 2014. Así pues, el diferencial de tipos de interés nominales entre los rendimientos de la deuda pública a diez años de Estados Unidos y los de la zona del euro se estrechó ligeramente durante el período de referencia. En Japón, los rendimientos de la deuda pública al mismo plazo prácticamente no experimentaron variación durante dicho período, situándose justo por debajo del 1% el 8 de febrero.

La incertidumbre de los inversores respecto a 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 en las respectivas regiones, se redujo moderadamente durante el período de referencia, especialmente en la zona del euro, en donde la publicación de datos económicos y financieros relativamente ambivalentes, incluidas las nuevas rebajas de la calificación crediticia de algunos emisores soberanos, no parece haber afectado notablemente al clima de los mercados. En cambio, los mercados de renta fija parecen haber evolucionado más

positivamente en el período anterior a la reunión de Jefes de Estado o de Gobierno de los países de la zona del euro, celebrada el 30 de enero, y también han influido las decisiones adoptadas por los líderes de la zona respecto a la conclusión del Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza de la Unión Económica y Monetaria (comúnmente conocido como «pacto fiscal»), así como los avances en el mecanismo permanente de resolución de crisis (el Mecanismo Europeo de Estabilidad).

No obstante, la volatilidad implícita de los mercados de renta fija en la zona del euro siguió siendo elevada en términos históricos durante el período de referencia. Pese a una moderación de la aversión al riesgo por parte de los inversores, la demanda de «activos refugio» (aproximada por las primas de liquidez todavía elevadas de la deuda pública de Alemania en relación con las de los bonos de institutos públicos de financiación) continuó siendo alta durante dicho período, lo que sugiere que el clima general en los mercados de renta fija, aunque está mejorando, sigue siendo frágil.

Durante el período de referencia, los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana frente a la de Alemania tendieron a estrecharse —en algunos casos de forma significativa— en la mayor parte de los países de la zona del euro. En este contexto, las rebajas de la calificación crediticia de un gran número de emisores soberanos por dos agencias de calificación (Fitch Ratings y Standard & Poor's) no parecen haber tenido un impacto alcista duradero sobre los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana de la zona. Por ejemplo, en el caso de Francia y Austria, dos países que vieron recortada su calificación de AAA por parte de Standard & Poor's, los diferenciales de rendimiento se redujeron de forma moderada durante el período, en 40 y 25 puntos básicos, respectivamente, mientras que en Italia, país que vio reducida su calificación crediticia por ambas agencias de calificación, el diferencial de rendimiento de la deuda soberana registró una caída de 155 puntos básicos durante el mismo período. El anuncio de reformas estructurales y medidas fiscales adicionales por parte de algunos Gobiernos de la zona del euro también contribuyó a que el clima en los mercados de renta fija fuese más favorable.

Los rendimientos de la deuda pública a cinco y diez años indiciada a la inflación se redujeron en 20 y 6 puntos básicos, respectivamente, en el período de referencia; los correspondientes rendimientos reales se situaron en el $-0,3\%$ y el $0,6\%$, respectivamente, el 8 de febrero (véase gráfico 14). En el mismo período, las tasas de inflación implícitas *forward* (a cinco años dentro de cinco años) de la zona del euro se mantuvieron prácticamente sin variación en el $2,5\%$ (véase gráfico 15). No obstante, los correspondientes tipos *swap* indiciados a la inflación con el mismo horizonte temporal se incrementaron en 25 puntos básicos en ese período, para situarse en el $2,6\%$ el 8 de febrero.

Las tasas de inflación implícitas han seguido siendo volátiles en los últimos meses, como consecuencia de la fuerte volatilidad de los mercados de deuda pública, así como de la existencia de unas primas de liquidez de notable magnitud. Por consiguiente, las expectativas de inflación obtenidas de los mercados

Gráfico 13 Rendimiento de la deuda pública a largo plazo

(porcentajes; datos diarios)

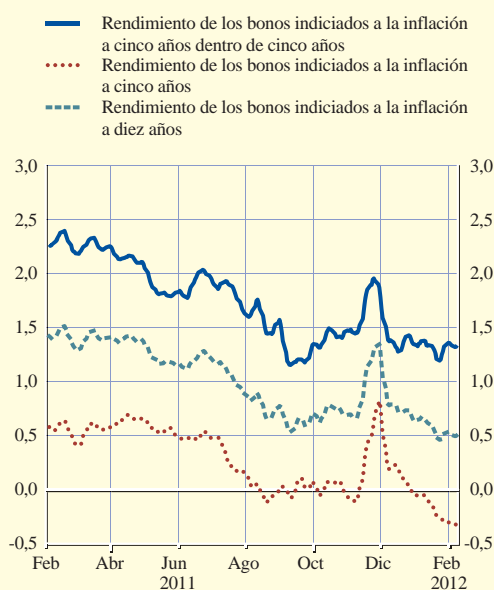


Fuentes: Bloomberg y Thomson Reuters.

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.

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

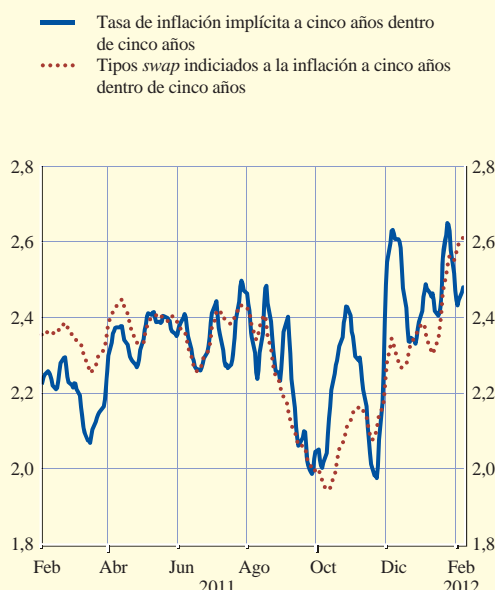
(porcentajes; datos diarios de medias móviles de cinco días; datos desestacionalizados)



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

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

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



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

de renta fija han sido menos fiables que las basadas en las señales recibidas de los mercados de *swaps* iniciados a la inflación. Si bien los mercados de *swaps* se han mostrado relativamente más estables, no han sido inmunes a las tensiones en los mercados y el aumento de los tipos de los *swaps* iniciados a la inflación registrado en los últimos meses (especialmente en el segmento a cinco años dentro de cinco años) refleja, en parte, el aumento de las primas de riesgo de inflación. En general, teniendo en cuenta no solo la volatilidad de los mercados y las distorsiones en un contexto de elevadas primas de liquidez, sino también las primas de riesgo de inflación, los indicadores de mercado sugieren que las expectativas de inflación siguen estando plenamente en consonancia con la estabilidad de precios.

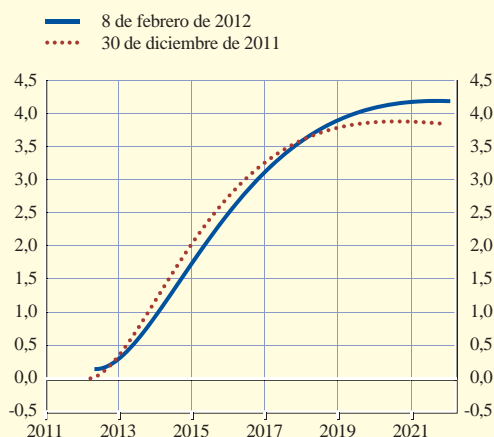
El patrón general de rendimiento de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA de la zona del euro puede descomponerse en variaciones de las expectativas de tipos de interés (y de las primas de riesgo asociadas) en distintos horizontes (véase gráfico 16). En comparación con finales de diciembre de 2011, la estructura temporal de los tipos *forward* a corto plazo se desplazó a la baja en los vencimientos a corto y medio plazo (alrededor de seis años) y al alza en el caso de los vencimientos a más largo plazo, como consecuencia de ajustes de las expectativas de rendimiento y de las perspectivas respecto a la actividad económica y la inflación en diferentes horizontes.

Los diferenciales de los valores de renta fija privada con grado de inversión emitidos por las sociedades no financieras se redujeron de forma moderada durante el período analizado. En cambio, los diferenciales

de los valores de renta fija privada con grado de inversión emitidos por las instituciones financieras experimentaron una caída mucho más acusada, especialmente en las categorías de calificación más baja. La fuerte compresión de los diferenciales podría reflejar una combinación de factores, entre ellos, i) la menor aversión al riesgo, aproximada por el diferencial de los valores de renta fija privada con calificación BBB frente a los de calificación AAA, por ejemplo; ii) la reducción de las presiones de financiación para las instituciones financieras, especialmente después de que el Eurosistema anunciara operaciones de financiación a largo plazo a dos o tres años (la primera de las cuales se llevó a cabo en diciembre de 2011), y iii) la perspectiva de que los efectos de contagio de los emisores soberanos fueran más limitados en el período previo a la adopción de decisiones por los Jefes de Estado o de Gobierno de los países de la zona del euro el 30 de enero de 2012, con las que buscaban reforzar el marco fiscal y de gestión de crisis de la Unión Monetaria. El coste nominal de la financiación mediante valores de renta fija para las instituciones financieras de la zona del euro también se redujo significativamente.

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.

2.5 TIPOS DE INTERÉS DE LOS PRÉSTAMOS Y DE LOS DEPÓSITOS

En diciembre de 2011, los tipos de interés aplicados por las IFM tendieron a aumentar en la mayor parte de las categorías de préstamos y plazos. Estos incrementos fueron sustanciales en el caso de los préstamos a corto plazo concedidos a las sociedades no financieras, mientras que fueron moderados en el caso de los préstamos a los hogares.

En diciembre de 2011, los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a los depósitos prácticamente no se modificaron con respecto al mes anterior. En particular, los tipos de interés a corto plazo de los depósitos a plazo hasta un año de los hogares y de los depósitos de las sociedades no financieras descendieron ligeramente, mientras que los de los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses de los hogares experimentaron un leve aumento (véase gráfico 17). Los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a corto plazo registraron un ligero ascenso, de 5 puntos básicos, en el caso de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda, mientras que se redujeron 28 puntos básicos en el del crédito al consumo. En ese mismo período, los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a corto plazo otorgados a las sociedades no financieras se incrementaron de forma más acusada en todas las categorías de préstamo; más concretamente, los tipos de interés de los préstamos de hasta un millón de euros se incrementaron 13 puntos básicos, mientras que los de los préstamos de más de un millón de euros se elevaron 23 puntos básicos. En diciembre de 2011, los tipos de interés de los descubiertos de las sociedades no financieras prácticamente no se modificaron. Como el euríbor descendió unos 11 puntos básicos ese

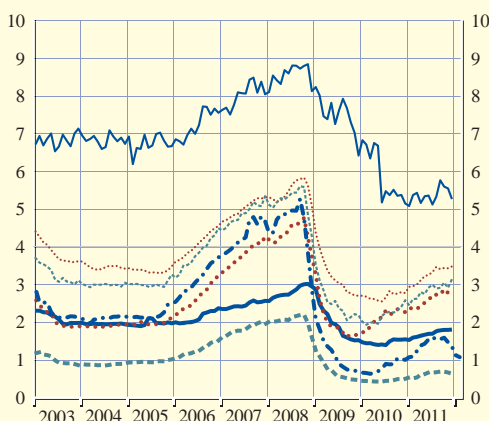
mes, en un contexto de recortes de los tipos de interés oficiales del BCE, el diferencial frente a los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a los préstamos de más de un millón de euros concedidos a las sociedades no financieras aumentó hasta situarse en unos 180 puntos básicos, mientras que el diferencial frente a los hogares se elevó hasta situarse próximo a los 210 puntos básicos (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 tipos de interés de los préstamos bancarios. En cuanto al episodio más reciente de acomodación de la política monetaria, la transmisión de los dos recortes recientes de los tipos de interés oficiales del BCE a los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos debe valorarse en un contexto de agudas tensiones en los mercados de financiación de las entidades de crédito y de considerables necesidades de desapalancamiento. Las últimas medidas no convencionales adoptadas por el BCE tienen por objeto mejorar la situación de financiación de las entidades y, con ello, asegurar el funcionamiento adecuado del mecanismo de transmisión de la política monetaria en un entorno de gran incertidumbre. En este contexto, aunque las regularidades históricas sugieren que las

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

(porcentajes; tipos de interés de las nuevas operaciones)

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



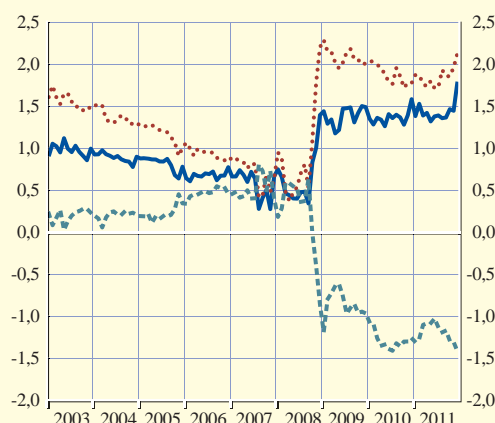
Fuente: BCE.

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 el 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 el que se modifica el Reglamento BCE/2001/18).

reducciones de los tipos de mercado deberían reflejarse gradualmente en los tipos de interés de los préstamos, esto no puede darse por sentado si se tiene en cuenta que, actualmente, los tipos de interés oficiales están en niveles muy bajos, y también puede que dependa significativamente de la magnitud de las presiones sobre los balances y la financiación de las entidades.

En cuanto a los vencimientos a más largo plazo, los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos concedidos a las sociedades no financieras tendieron a aumentar en diciembre de 2011, mientras que descendieron ligeramente en el caso de los hogares (véase gráfico 19). Más concretamente, los tipos de interés de los préstamos de más de un millón de euros y más de cinco años de fijación del tipo inicial otorgados a empresas se incrementaron 10 puntos básicos, mientras que los de los préstamos de hasta un millón de euros con plazo de vencimiento similar descendieron 5 puntos básicos. En cambio, los tipos de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda a más de cinco años y hasta diez años de fijación del tipo inicial cayeron ligeramente, unos 3 puntos básicos.

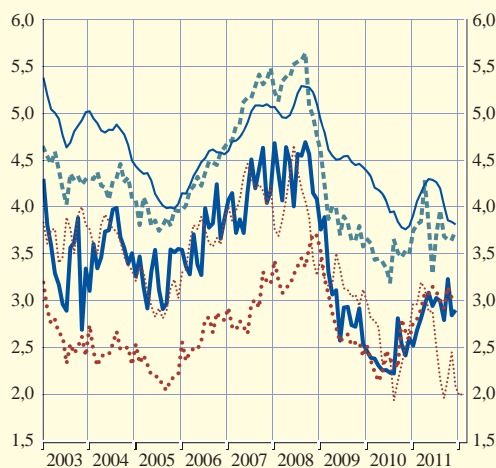
En diciembre de 2011, los diferenciales con respecto al rendimiento de la deuda pública a siete años con calificación AAA aumentaron sustancialmente, debido, en parte, a las presiones a la baja sobre los rendimientos de la deuda pública con la misma calificación provocadas por la búsqueda de activos más seguros. En particular, el diferencial entre los tipos de interés aplicados a los préstamos a largo plazo para adquisición de vivienda concedidos a los hogares y el rendimiento de la deuda pública a siete años con calificación AAA se amplió 30 puntos básicos, hasta el 1,7%. En el caso de las sociedades no financieras, el diferencial entre el citado rendimiento y los tipos de los préstamos de más de un millón de euros también se incrementó, unos 50 puntos básicos, hasta situarse en el 1,7%.

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

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

(porcentajes; tipos de interés de las nuevas operaciones)

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



Fuente: BCE.

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

2.6 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

Entre principios de enero y comienzos de febrero de 2012, las cotizaciones bursátiles subieron tanto en la zona del euro como en Estados Unidos. El favorable clima observado en los mercados pareció apoyarse en la publicación de datos macroeconómicos mejores de lo esperado en Estados Unidos y en las renovadas esperanzas de alcanzar una solución duradera para la crisis de la deuda soberana en la zona del euro. Las ganancias registradas en los valores de renta variable en la zona del euro, que se debieron a que los precios de los activos financieros se beneficiaron de la relajación de las condiciones de financiación atribuible a las operaciones de financiación a plazo más largo del Eurosistema, parecieron reflejar una moderada reducción de la aversión al riesgo, a pesar de la publicación de resultados relativamente malos y de la debilidad de las perspectivas a corto plazo para la actividad económica. La incertidumbre en los mercados bursátiles, medida por la volatilidad implícita, se redujo en el período considerado, hasta alcanzar niveles que se habían observado por última vez a mediados de 2011.

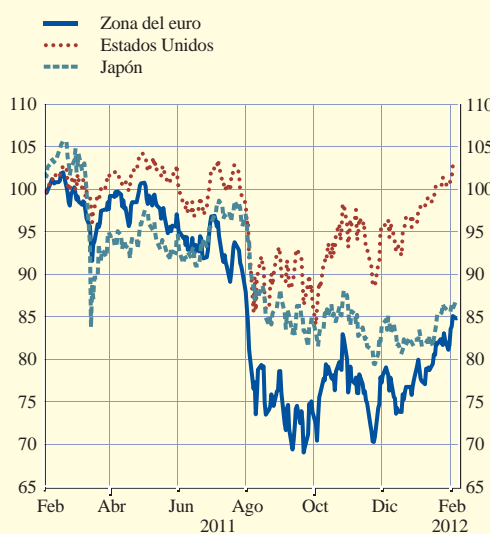
Entre el 2 de enero y el 8 de febrero de 2012, los precios de las acciones aumentaron sustancialmente tanto en la zona del euro como en Estados Unidos. En la zona del euro, las cotizaciones, medidas por el índice Dow Jones EURO STOXX amplio, se incrementaron un 9,5% durante el período analizado, mientras que, en Estados Unidos, el índice Standard and Poor's 500 subió un 7,3% (véase gráfico 20). Durante el mismo período, las cotizaciones bursátiles en Japón, medidas por el índice Nikkei 225, registraron un aumento del 6,6%.

El favorable clima existente en los mercados de renta variable de Estados Unidos pareció apoyarse en la publicación de datos macroeconómicos mejores de lo esperado. En este contexto, los indicios de que la positiva dinámica del crecimiento se mantendría en el nuevo año (por ejemplo, los pedidos de bienes de consumo duradero en diciembre de 2011, los datos de empleo del sector no agrícola en enero) y los sólidos indicadores de beneficios de algunas de las principales sociedades no financieras parecieron compensar con creces los datos contradictorios relativos al mercado de la vivienda y una confianza de los consumidores peor de lo previsto.

La favorable evolución registrada en el período previo a la reunión de Jefes de Estado y de Gobierno de los países de la zona del euro que se celebró el 30 de enero y, posteriormente, las decisiones adoptadas en esta reunión para reforzar el marco de la Unión Monetaria relativo a la gestión de las finanzas públicas y de la crisis constituyeron un apoyo para los mercados bursátiles de la zona del euro. Las expectativas de que podría alcanzarse un acuerdo de reestructuración de la deuda soberana entre Grecia y sus acreedores privados en un plazo muy corto y reducirse las presiones de financiación sobre las instituciones financieras de la zona después de que el Eurosistema reforzara las operaciones de financiación a

Gráfico 20 Índices bursátiles

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



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

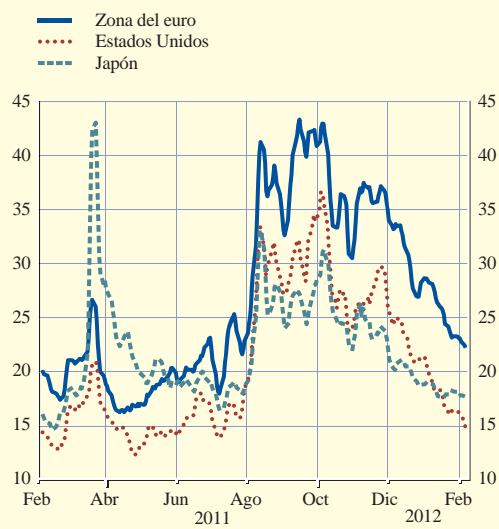
plazo más largo parecieron respaldar, asimismo, a los mercados de renta variable de la zona durante el período considerado. La publicación de datos económicos divergentes y la rebaja de la calificación crediticia de la deuda soberana de varios países de la zona del euro por dos de las principales agencias de calificación no parecieron tener demasiada influencia en el clima de los mercados.

La incertidumbre existente en los mercados de renta variable, medida por la volatilidad implícita, se redujo moderadamente tanto en Estados Unidos como en la zona del euro durante el período analizado, acercándose a niveles observados por última vez a mediados de 2011 (véase gráfico 21). Sin embargo, los niveles de incertidumbre continuaron siendo elevados desde una perspectiva histórica, reflejando la preocupación sobre la crisis de la deuda soberana de la zona del euro y la percepción de los inversores de la existencia de riesgos futuros. Teniendo en cuenta las diferencias en la composición subyacente de los índices respectivos, la volatilidad implícita se mantuvo en niveles significativamente más altos en la zona del euro que en Estados Unidos, lo que podría reflejar las tensiones originadas en los mercados de deuda soberana de la zona.

Las ganancias registradas en las cotizaciones bursátiles de la zona del euro durante el período considerado se debieron principalmente al precio de los activos financieros, cuyo comportamiento relativo mejoró un 16,3% en el período analizado, mientras que los precios de las acciones de las sociedades no financieras de la zona se incrementaron un 8,1%. Parece que los precios de los activos financieros se vieron respaldados por una disminución de las restricciones de financiación de las entidades de crédito tras la primera de las dos operaciones de financiación con vencimiento a tres años llevada a cabo por el Eurosistema. Las perspectivas de que los efectos de contagio negativos de la deuda soberana a los balances del sector financiero fueran más limitados tras el acuerdo sobre un «pacto fiscal» en la zona del euro también parecieron ayudar en este contexto. En cambio, la rebaja de calificaciones crediticias de algunas entidades de crédito de la zona del euro y la publicación de resultados generalmente malos no parecieron afectar significativamente al clima de los mercados. En Estados Unidos, los activos financieros aumentaron un 11,8% durante el período de referencia, superando también con ello las ganancias totales registradas en el índice general.

Gráfico 21 Volatilidad implícita en los mercados de renta variable

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



Fuente: Bloomberg.

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

Recuadro 3

LOS DESEQUILIBRIOS DE LA ZONA DEL EURO DESDE LA PERSPECTIVA DE LAS CUENTAS SECTORIALES

En los años anteriores a las turbulencias financieras se habían ido acumulando persistentes desequilibrios entre los países de la zona del euro. A continuación, se examinan con más detalle las heterogeneidades entre países en el período que precedió a la crisis financiera y en los trimestres más recientes, basándose en la información sobre los países de las cuentas de los sectores de la zona del euro¹. A los efectos del análisis que se presenta a continuación, se compilan cuentas para dos grupos de países de la zona del euro: los que registraron superávit exterior por cuenta corriente durante el período de cinco años previo al inicio de la crisis financiera en 2007 («grupo de países con superávit exterior», es decir, Bélgica, Alemania, Luxemburgo, Países Bajos, Austria y Finlandia) y los que registraron déficit por cuenta corriente («grupo de países con déficit exterior», a saber, Irlanda, Estonia, Grecia, España, Francia, Italia, Chipre, Malta, Portugal, Eslovaquia y Eslovenia)².

El criterio utilizado para clasificar los países en cada uno de los grupos se ha seleccionado a efectos ilustrativos, a fin de presentar ciertas regularidades empíricas sobre el período de auge observado hasta 2008. Cada uno de los grupos considerados es, de por sí, más bien heterogéneo, ya que incluye países con déficits o superávits exteriores muy abultados, mientras que otros registraban (y aún registran) posiciones próximas al equilibrio. Además, los países presentan a menudo diferencias considerables en lo que respecta a otros indicadores, como la situación de las finanzas públicas o la presencia de situaciones cíclicas específicas. Evidentemente, la composición del grupo guarda una estrecha relación con el período de referencia y podría variar con el tiempo. Alemania, por ejemplo, habría sido incluida en el «grupo de países con déficit exterior» de haberse realizado un ejercicio similar a este en los primeros años del siglo, mientras que Italia y Francia se habrían situado, en aquel momento, en el «grupo de países con superávit exterior», lo que pone de manifiesto el hecho de que, a lo largo del tiempo, dentro de la Unión Monetaria se producen correcciones y cambios de signo de los desequilibrios.

Evolución de la capacidad o la necesidad de financiación

En el panel 1 del gráfico A se describe la capacidad o la necesidad de financiación, por sectores de la economía³, del conjunto de la zona del euro, basándose en las sumas de cuatro trimestres, conforme a la desagregación tradicional (es decir, hogares, sociedades no financieras, Administraciones Públicas e instituciones financieras). El panel 2 de dicho gráfico muestra esos déficits o superávits solo para el sector de Administraciones Públicas y el sector privado⁴, pero diferencia entre los grupos de países con déficit o superávit exterior definidos anteriormente. El panel 1 del gráfico A muestra que el período comprendido entre 2006 y 2008 se caracterizó, para el conjunto de la zona del euro,

1 Este tipo de presentación se utilizó por primera vez en el artículo titulado «La crisis financiera desde la óptica de las cuentas de la zona del euro: una perspectiva de flujos de fondos», *Boletín Mensual*, BCE, octubre de 2011. Los totales de cada grupo se obtienen mediante agregación simple de los datos nacionales, manteniendo al mismo tiempo la aditividad a los totales de la zona del euro mediante la asignación, por prorrateo a cada grupo, de cualquier diferencia en relación con dichos totales (derivada, principalmente, de asimetrías en la balanza de pagos intra zona). No se realiza ninguna otra consolidación (que es lo apropiado, en general, ya que las cuentas integradas de la zona del euro se compilan, principalmente, de forma no consolidada).

2 Grecia, Chipre, Malta, Eslovaquia, Eslovenia y Estonia se incluyen durante todo el período estudiado, aunque se hayan ido incorporando a la zona del euro progresivamente.

3 La capacidad (necesidad) de financiación, o superávit (déficit) financiero, de un sector es el saldo de su cuenta de capital y mide el exceso (defecto) de ahorro y transferencias netas de capital recibidas con respecto a las inversiones de capital. Representa la diferencia entre el ingreso y el gasto de cada sector. Es, además, el saldo de las cuentas financieras del sector, que mide la diferencia entre las transacciones de activos financieros y las transacciones de pasivos financieros.

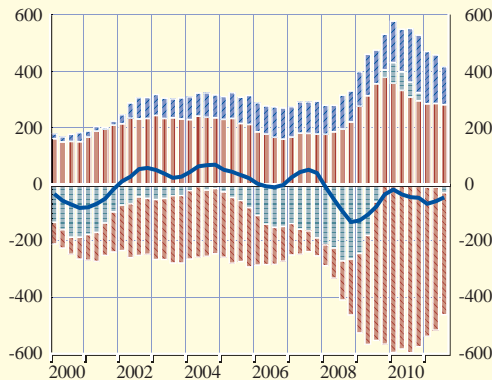
4 Definido aquí como la suma de todos los sectores distintos de las Administraciones Públicas (y, por lo tanto, incluye las empresas públicas).

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

(sumas de cuatro trimestres; mm de euros)

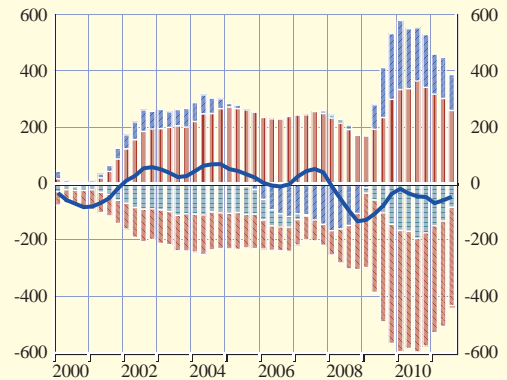
(1) Por sectores

— Zona del euro
■ Hogares
■ Sociedades no financieras
■ Instituciones financieras
■ Administraciones Públicas



(2) Por grupos de países, es de sectores Administraciones Públicas y privado

— Zona del euro
■ Sector privado: grupo con superávit exterior
■ Adm. Públicas: grupo con superávit exterior
■ Sector privado: grupo con déficit exterior
■ Adm. Públicas: grupo con déficit exterior



Fuentes: Eurostat y BCE.

Nota: La capacidad/necesidad de financiación que se presenta en los gráficos ha sido ajustada, por comodidad, para excluir las «adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos» (a fin de evitar las distorsiones creadas por los grandes ingresos resultantes de las ventas de licencias de telefonía móvil UMTS en 2000).

por un acusado incremento de las necesidades de financiación de las sociedades no financieras, que se revirtió después entre 2008 y 2010. Junto con un aumento de la capacidad de financiación de los hogares, esta última corrección tuvo su contrapartida en un considerable aumento de las necesidades de financiación de las Administraciones Públicas.

Desde una perspectiva de grupo de países, el panel 2 del gráfico A destaca el pronunciado incremento de los déficits financieros del sector privado en el grupo de países con déficit exterior en los años de auge, que tuvo como contrapartida unos abultados superávits del sector privado y fuertes reducciones de los déficits de las Administraciones Públicas en el grupo de países con superávits exteriores. Estos crecientes desequilibrios sectoriales entre los dos grupos de países reflejan, en parte, la mayor integración financiera y la circulación transfronteriza más fluida del ahorro dentro de la Unión Monetaria. Al mismo tiempo, reflejan también el impacto sobre la competitividad de los períodos de auge de la demanda local y de las rigideces de oferta.

En 2008, la crisis financiera dio lugar a una reducción de los desequilibrios financieros del sector privado en el grupo de países con déficits exteriores, que se transformaron bruscamente en superávits en 2009. Al mismo tiempo, en el grupo de países con superávit exterior, se incrementaron aún más los superávits del sector privado. Dado que no se registraron mejoras significativas en la cuenta corriente y en la cuenta de capital de la zona del euro (línea «zona del euro» de los paneles 1 y 2 del gráfico A), estos superávits crecientes del sector privado tuvieron su contrapartida en unos déficits de las Administraciones Públicas generalmente elevados⁵. Además, en el grupo de países con déficit

⁵ Cabe señalar que esta restricción contable fundamental no indica, *per se*, la dirección de la causalidad, es decir, si los déficits públicos fueron resultado de un incremento de los superávits o del ahorro privados o, por el contrario, estos últimos reaccionaron ante el aumento de los déficits públicos.

exterior, considerado en su conjunto⁶, la situación presupuestaria no mejoró suficientemente durante los años de auge (registrando un déficit total del 1,4% del PIB en 2007), de modo que las finanzas públicas terminaron por verse seriamente afectadas en 2009-2010 y se hizo necesario adoptar medidas correctivas inmediatas y de gran alcance. Esta situación contrasta con la de los Gobiernos del grupo de países con superávit exterior, que aprovecharon el período de auge para transformar su déficit total en superávit (2007), aunque ello no evitó la posterior aparición de déficits excesivos, que también fue necesario corregir.

La composición por sectores de las diferencias en los saldos del sector privado entre los dos grupos de países puede apreciarse en el gráfico B. Durante la crisis, partiendo de los niveles más bajos registrados en el punto álgido del período de auge, la capacidad de financiación de los hogares aumentó más en el grupo de países con déficit exterior que en el de los superavitarios. Los superávits de las instituciones financieras (principalmente sus beneficios no distribuidos) fueron significativos en ambos grupos, pero aumentaron ligeramente más en el grupo de países con superávit exterior tras la crisis, después de haberse reducido en el punto más alto del período de expansión. Sin embargo, en general, la heterogeneidad entre los dos grupos de países parece más pronunciada en el caso de las sociedades no financieras. Mientras que, en el grupo de países con déficit exterior, este sector mantuvo una posición deudora neta tradicional durante todo el período, los países del grupo con superávit exterior registraron una posición acreedora neta atípica y duradera a partir de 2003, algo que puede observarse, en general, durante las recesiones o que se asocia a una fuerte inversión directa en el exterior. Cabe señalar que los saldos financieros expansivos de las sociedades no financieras habían

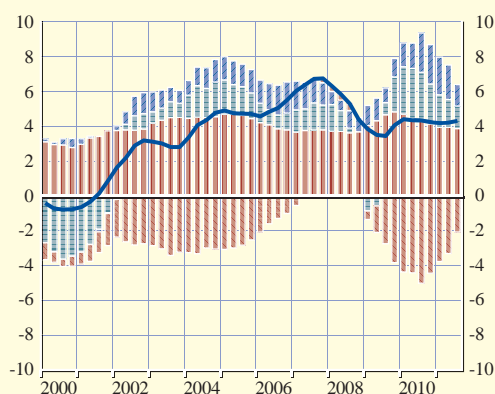
6 No obstante, algunos países del grupo que registraba déficits exteriores (como España o Irlanda) registraron superávit en el sector de Administraciones Públicas en el momento de mayor auge. Por lo tanto, sus déficits por cuenta corriente reflejaban desahorro del sector privado y desfases en la competitividad.

Gráfico B Capacidad/necesidad de financiación por grupos de países

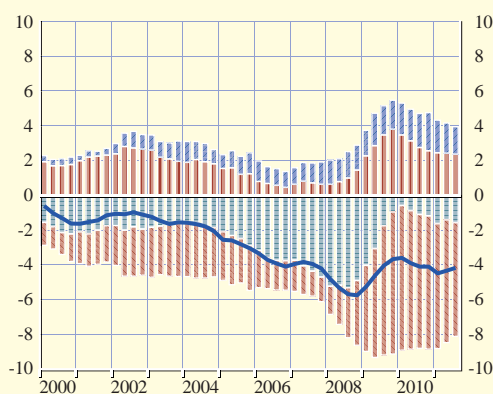
(sumas de cuatro trimestres; mm de euros)

- Total
- Hogares
- Sociedades no financieras
- Instituciones financieras
- Administraciones Públicas

(1) Grupo con superávit exterior



(2) Grupo con déficit exterior



Fuentes: Eurostat y BCE.

Nota: La capacidad/necesidad de financiación que se presenta en los gráficos ha sido ajustada, por comodidad, para excluir las «adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos» (a fin de evitar las distorsiones creadas por los grandes ingresos resultantes de las ventas de licencias de telefonía móvil UMTS en 2000).

dado un giro anteriormente, al principio de la crisis, en el grupo de países con déficit exterior, registrando las necesidades de financiación un máximo en el tercer trimestre de 2008. En el grupo de países con superávit exterior, ese máximo no se alcanzó hasta el primer trimestre de 2009.

Ahorro e inversión

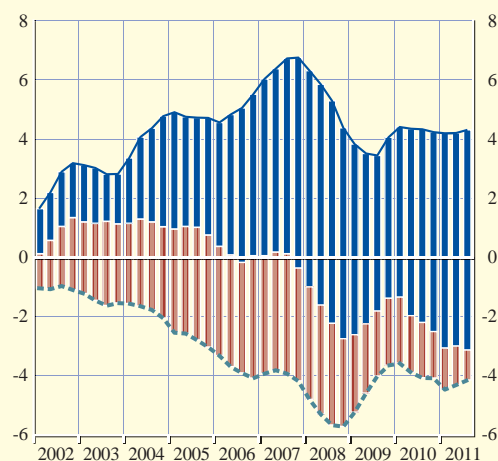
Una forma de obtener información útil a partir del análisis de los superávits o los déficits es examinar la dinámica de los dos principales componentes de la capacidad o la necesidad de financiación, a saber, la inversión (formación bruta de capital) y el ahorro (incluidas las transferencias netas de capital). El panel 1 del gráfico C muestra la dinámica de los diferenciales entre los grupos, tanto en las tasas de ahorro (es decir, la relación entre el ahorro interno y el PIB en el grupo de países con superávit exterior menos la correspondiente al grupo de países con déficit exterior) como en las tasas de inversión, que explican la dinámica de la brecha entre los saldos exteriores de ambos grupos de países. Como puede observarse en el gráfico, el gradual, aunque en última instancia notable, incremento de dicha brecha antes de la recesión de 2008 tuvo su origen, principalmente, en un aumento de los diferenciales de ahorro interno y, en menor medida, en un aumento de los diferenciales de inversión (por las tasas de inversión siempre más elevadas del grupo de países con déficit exterior). El panel 2 del mismo gráfico muestra la rápida expansión de los diferenciales de ahorro hasta 2007, resultante de la caída generalizada de las tasas de ahorro en el grupo de países con déficit exterior, que contrasta de forma acusada con el pronunciado aumento en el grupo de países con superávit. El gráfico muestra, además, las contribuciones de cada sector a los diferenciales de las tasas de ahorro.

Gráfico C Diferenciales entre el grupo con superávit exterior y el grupo con déficit exterior

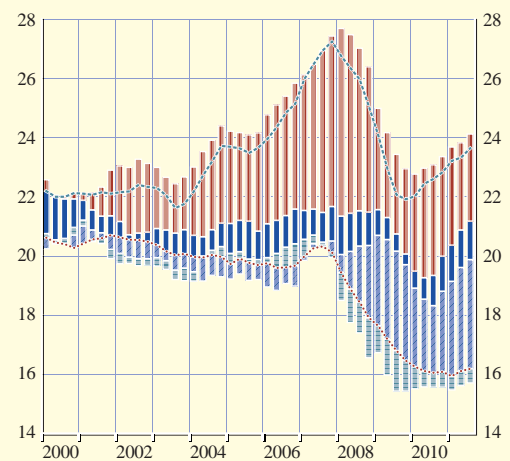
(sumas de cuatro trimestres; porcentaje del PIB)

- Contribución diferencial ratio de ahorro (grupo superávit exterior menos grupo déficit exterior)
- Contribución diferencial ratio de inversión (grupo superávit exterior menos grupo déficit exterior)
- Capacidad/necesidad de financiación: grupo con déficit exterior
- Capacidad/necesidad de financiación: grupo con superávit exterior
- Diferencial ahorro hogares (contribuciones)
- Diferencial ahorro sociedades no financieras (contribuciones)
- Diferencial ahorro instituciones financieras (contribuciones)
- Diferencial ahorro Administ. Públicas (contribuciones)
- ... Ahorro total: grupo con déficit exterior
- ... Ahorro total: grupo con superávit exterior

(1) Ratios de ahorro e inversión¹⁾



(2) Ratios de ahorro por sectores



Fuentes: Eurostat y BCE.

1) El diferencial de la ratio de ahorro incluye las transferencias de capital netas.

La divergencia en el comportamiento ahorrador entre ambos grupos de países tuvo su origen, en gran medida, en el sector de sociedades no financieras, en el que el diferencial aumentó hasta el año 2008. La relación entre el ahorro de estas sociedades y el PIB en el grupo de países con superávit exterior registró un persistente incremento durante los cinco años transcurridos hasta 2008, mientras que, durante el mismo período, se fue reduciendo de forma sostenida en el grupo de países con déficit exterior. En cambio, el diferencial de ahorro de los hogares se mantuvo más estable a lo largo del tiempo.

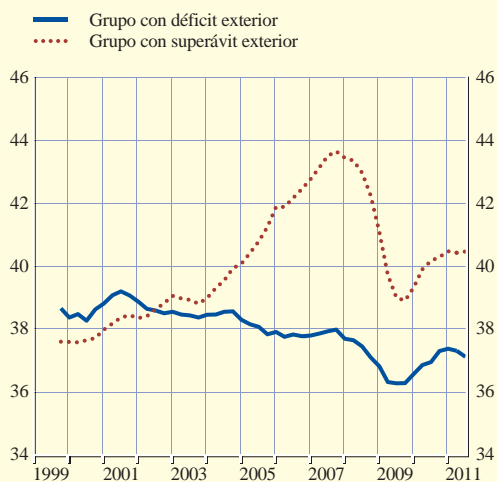
Durante la recesión de 2008-2009, los diferenciales de ahorro se redujeron en cierta medida, tanto en el caso de las sociedades no financieras como en el de los hogares, ya que el ahorro de las empresas experimentó una contracción mayor en el grupo de países con superávit exterior que en el de los que registraban déficit, y el ahorro de los hogares aumentó más en este último grupo que en el primero. Estos significativos movimientos asimétricos del ahorro durante la recesión se revirtieron en parte posteriormente. Por último, si bien antes de 2007 solo hubo unas pocas divergencias entre ambos grupos respecto al ahorro público, a partir de ese año las divergencias se hicieron notables. Durante la recesión, el ahorro del sector público registró una caída más rápida y más pronunciada en el grupo de países con déficit exterior. Esta deriva no se corrigió, sino que se intensificó con el repunte más pronunciado del ahorro público en el grupo de países con superávit exterior desde mediados de 2010. En este grupo, el ahorro bruto volvió a ser positivo en los doce meses transcurridos hasta el segundo trimestre de 2011.

Márgenes empresariales

Una de las causas de la reducción de los beneficios no distribuidos y del elevado déficit consiguiente registrado por las sociedades no financieras en el grupo de países con déficit exterior es su menor rentabilidad medida, por ejemplo, por el margen de excedente bruto de explotación en relación con el valor añadido (véase gráfico D). Dicho margen se situaba en un nivel similar de alrededor del 38% en ambos grupos de países hasta 2004, pero comenzó a variar a partir de entonces, aumentando hasta

Gráfico D Ratio excedente bruto de explotación/ valor añadido de las sociedades no financieras

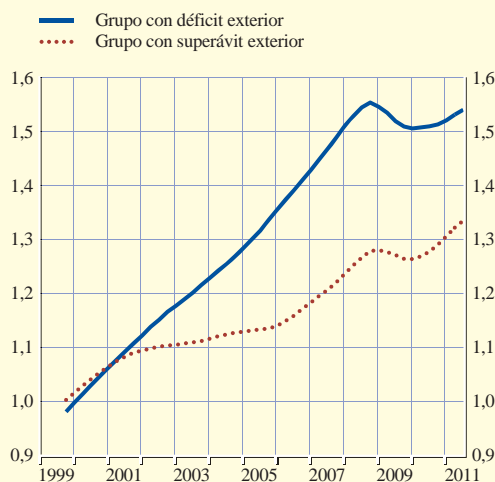
(medias de cuatro trimestres; porcentajes)



Fuentes: Eurostat y BCE.

Gráfico E Remuneración de los asalariados pagada por las sociedades no financieras

(sumas de cuatro trimestres; billones de euros)



Fuentes: Eurostat y BCE.

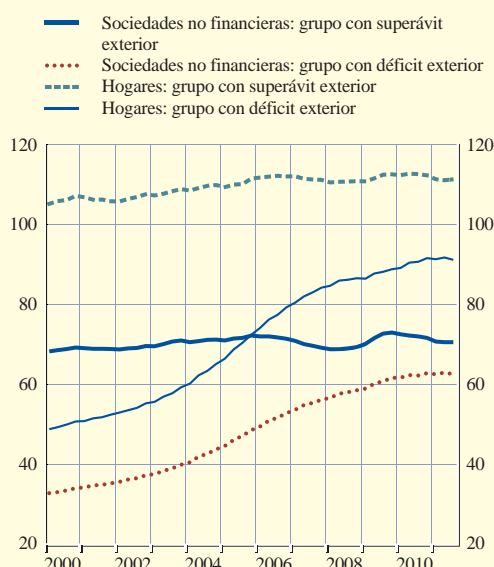
un máximo del 43,7% a finales de 2007 en el grupo de países con superávit exterior y reduciéndose en el grupo de países deficitarios. Con ello se abrió una brecha de casi seis puntos porcentuales, que se estrechó temporalmente durante la recesión de 2008-2009, pero que comenzó a aumentar de nuevo durante la posterior recuperación. En el tercer trimestre de 2011, los márgenes de las sociedades no financieras se mantuvieron, en general, en niveles deprimidos en el grupo de países con déficit exterior, situándose 3,4 puntos porcentuales por debajo del nivel observado en el grupo de países con superávit. Uno de los motivos principales por los que los márgenes fueron menores en el grupo de países con déficit exterior es el incremento mucho mayor de los salarios pagados por las empresas en el período comprendido entre 2000 y 2010 (véase gráfico E), incremento que sobrepasó con mucho los niveles que habrían justificado el mayor crecimiento del producto (tanto por aumentos de la productividad como del empleo) en esos países. De hecho, cualquier variación de la remuneración total de los asalariados puede descomponerse en crecimiento del producto en términos reales y en crecimiento de los costes laborales unitarios. En el grupo de países con déficit exterior, estos últimos aumentaron un 28% en los diez años transcurridos hasta 2010, frente a un incremento de menos del 11% en el grupo de países con superávit exterior⁷. Esta brecha refleja un crecimiento excesivo de los salarios en los países con déficit exterior, en comparación con el registrado en el grupo de países con superávit. Ello dio lugar a una pérdida de competitividad, que comprimó los márgenes empresariales en el grupo de países con déficit, dado que las empresas no pudieron repercutir en su totalidad los incrementos de los costes, especialmente en el caso de las sociedades no financieras expuestas a la competencia extranjera.

Apalancamiento

La distinta configuración de los superávits o los déficits en la zona del euro también se tradujo en patrones de acumulación de deuda diferentes. Ello se manifiesta en la ratio de deuda de los sectores no financieros (véase gráfico F). Las ratios de deuda en términos de renta o PIB aumentaron de forma constante en los sectores de hogares y sociedades no financieras, respectivamente, en el grupo de países con déficit exterior, y se mantuvieron prácticamente sin variación en el grupo con superávit exterior. En el caso de los hogares, la evolución estuvo determinada, principalmente, por el auge de los precios de la vivienda en algunos de los países que registraron déficit exterior (en particular, España e Irlanda), mientras que, en lo que respecta a las sociedades no financieras, la evolución fue más generalizada. Al mismo tiempo, en el grupo de países con superávit exterior, las sociedades no financieras siguieron una senda de desapalancamiento en 2009, mientras que, en el grupo de países con déficit exterior, la tendencia al desapalancamiento fue mucho más moderada, habiéndose registrado ratios básicamente estables en los últimos trimestres. De la misma manera, la ratio de deuda de los hogares mostró más capacidad de resistencia en

Gráfico F Ratio de deuda de los sectores privados no financieros

(porcentaje de la renta disponible bruta o PIB)



7 Ponderadas por el PIB.

Fuentes: Eurostat y BCE.

el grupo de países con déficit exterior que en el de países con superávit exterior, y, como consecuencia, en los últimos trimestres la ratio total de la zona del euro prácticamente no ha variado.

Conclusiones

En conjunto, utilizar una presentación de las cuentas de la zona del euro en términos de grupos de países con déficit o superávit exterior puede arrojar luz sobre la dinámica de los crecientes desequilibrios sectoriales observados en la zona durante el período de auge. *Ex post*, dichos desequilibrios han reflejado, principalmente, el impacto de los auges de la demanda local en el grupo de países con déficit exterior. El análisis de los patrones de ahorro e inversión muestra que, hasta 2008, una gran parte de los crecientes desequilibrios entre los dos grupos de países fue el resultado de divergencias en la evolución de los beneficios no distribuidos de las sociedades no financieras, que aumentaron en el grupo de países con superávit exterior, mientras que disminuyeron en el grupo de países con déficit. Esto, a su vez, refleja, sobre todo, el impacto del rápido crecimiento de los salarios en el grupo de países deficitarios, que se produjo sin que se registrase el correspondiente aumento de la competitividad, lo que supuso un deterioro de la competitividad en los países de este grupo. Finalmente, la existencia de desequilibrios de los años de auge y el hecho de que no se equilibrasen por completo los superávits o los déficits de los sectores desde el inicio de la crisis se reflejaron también en las constantes diferencias en la dinámica del apalancamiento, siendo los sectores no financieros del grupo de países con superávit exterior los que presentan una evolución más favorable de la ratio de deuda.

Recuadro 4

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

Las cuentas integradas de la zona del euro hasta el tercer trimestre de 2011, que se publicaron el 30 de enero de 2012, ofrecen información completa sobre las rentas, los gastos y las decisiones de financiación y de cartera de los sectores institucionales de la zona del euro. El gradual reequilibrio de los déficits/superávits sectoriales observados durante la fase de recuperación económica se reanudó en el tercer trimestre: la tasa de ahorro de los hogares, después de estabilizarse en los trimestres precedentes, cayó de nuevo hasta situarse en los mínimos anteriores a la crisis; se volvió a una situación de fuerte reducción de los déficits públicos; y las sociedades no financieras tuvieron de nuevo necesidades de financiación, aunque estas necesidades quedaron estabilizadas en cierta medida. Al mismo tiempo, las considerables pérdidas de capital en acciones y otras participaciones registradas en el trimestre en un contexto de recrudecimiento de las turbulencias en los mercados financieros contribuyeron a aumentar la ratio de apalancamiento de las sociedades no financieras, a moderar el crecimiento del patrimonio neto de los hogares y a invertir la tendencia de mejora de las ratios de capital de las instituciones financieras, medidas a precios de mercado.

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

El crecimiento interanual de la renta bruta disponible, en términos nominales, se redujo hasta un 3 % en el tercer trimestre de 2011, como consecuencia de la desaceleración de la actividad económica (véase gráfico A). No obstante, la renta de la zona del euro creció a un ritmo más rápido que el consumo

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

total (que incluye un crecimiento interanual del consumo público inferior al 1%), lo que se tradujo en una sólida y continua expansión del ahorro bruto de la zona del euro (6,6%, en tasa interanual) en el tercer trimestre de 2011. Cabe atribuir este hecho al considerable descenso del desahorro del sector público y al aumento del ahorro de las instituciones financieras, pero también a un menor ahorro de los hogares y de las sociedades no financieras. El crecimiento de la formación bruta de capital fijo en la zona del euro disminuyó hasta el 3,1% en el tercer trimestre de 2011, principalmente como resultado de una caída de la inversión pública, mientras que el crecimiento de la inversión tanto de las sociedades no financieras como de los hogares aumentó levemente. Además, al estabilizarse la reposición de existencias, la formación bruta de capital creció a un ritmo más moderado en el tercer trimestre de 2011 (3,6%, en tasa interanual) que a principios de año.

Como la formación bruta de capital de la zona del euro creció más lentamente que el ahorro en el tercer trimestre de 2011, las necesidades de financiación volvieron a disminuir, hasta situarse próximas al equilibrio, en términos desestacionalizados (y cercanas a un déficit del 0,5% del PIB, en flujos acumulados de los cuatro últimos trimestres). Esta evolución refleja la caída del déficit exterior por cuenta corriente como consecuencia de la mejora observada en la demanda exterior neta de bienes y servicios y, desde un punto de vista sectorial, se debe principalmente a que los déficits públicos se redujeron de nuevo (desde un máximo del 6,7% en el primer trimestre de 2010 hasta el 4,6% del PIB en el tercer trimestre de 2011, en flujos acumulados de los cuatro últimos trimestres), así como a un ligero descenso de la necesidad de financiación de las sociedades no financieras y a un leve incremento de la capacidad de financiación de las instituciones financieras (todo ello en términos desestacionalizados). Por el contrario, la capacidad de financiación de los hogares se contrajo levemente (véase gráfico B)². Por lo que se refiere a

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 adquisiciones netas de activos financieros y los pasivos netos contraídos.

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

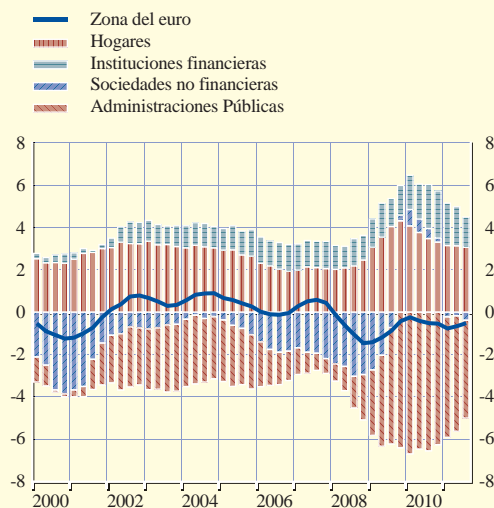
(tasa de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y BCE.

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

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



Fuentes: Eurostat y BCE.

la financiación, las operaciones transfronterizas siguieron registrando una expansión (de 100 mm-200 mm de euros al trimestre en los últimos trimestres), pero la caída de las entradas brutas de valores distintos de acciones y algunas ventas de acciones y participaciones mantenidas en el extranjero durante el tercer trimestre de 2011 sugieren un retorno al sesgo de los inversores por invertir en activos de la zona del euro.

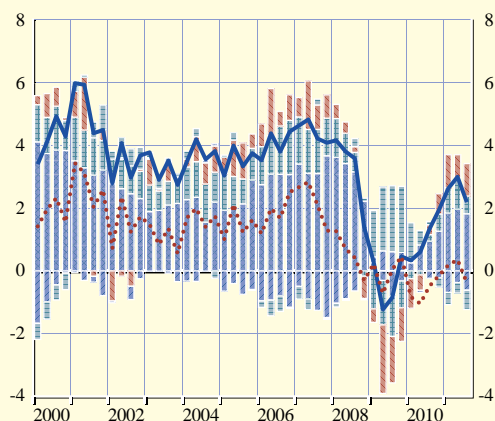
Evolución de los sectores institucionales

El crecimiento de la renta nominal de los hogares se redujo hasta el 2,2%, en tasa interanual, en el tercer trimestre de 2011, debido al efecto fiscal cada vez más negativo (pago de impuestos y transferencias sociales netas) y a un menor crecimiento del excedente bruto de explotación y de la renta mixta (véase gráfico C). El crecimiento de los sueldos y salarios también se estabilizó, mientras que las rentas de la propiedad netas obtenidas sostuvieron el crecimiento de la renta de los hogares. En términos reales, la renta de los hogares reanudó su caída (-0,4%, en tasa interanual), tras una breve interrupción en el primer semestre del año, a causa de la elevada inflación medida por los precios de las materias primas. Como el consumo privado mantuvo una solidez mayor que la renta, los hogares recurrieron a sus ahorros por motivo de precaución. Como resultado, la ratio de ahorro volvió a caer, en términos desestacionalizados, hasta niveles anteriores a la crisis (13,3%; véase gráfico D). Sumado a un leve incremento de la inversión, este hecho redujo la capacidad de financiación de los hogares. En este contexto, como el crecimiento de la financiación se estabilizó en niveles reducidos, los hogares redujeron aún más la acumulación de activos financieros, desplazando sus carteras hacia activos de menor riesgo: depósitos y valores distintos de acciones. Las pérdidas de capital en que incurrieron los hogares en sus carteras de acciones y participaciones hicieron disminuir el crecimiento interanual de su patrimonio neto (véase gráfico E).

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

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)

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

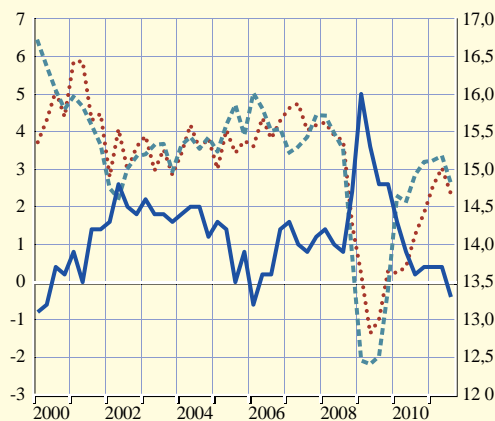


Fuentes: Eurostat y BCE.

Gráfico D Renta, consumo y tasa de ahorro de los hogares

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

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



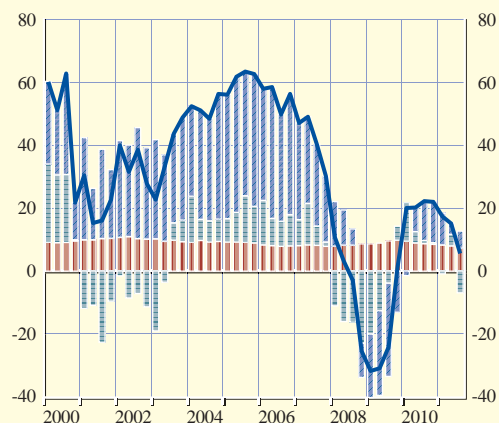
Fuentes: Eurostat y BCE.

El crecimiento del excedente bruto de explotación de las *sociedades no financieras* se redujo de nuevo considerablemente en el tercer trimestre de 2011, al disminuir el crecimiento del valor añadido, aunque esta reducción se vio compensada parcialmente por una cierta moderación en el crecimiento anual de los salarios, con respecto a su segundo máximo trimestral de +3,7%, en tasa interanual. Del mismo modo, las sociedades no financieras aceleraron la distribución de dividendos (netos de ingresos por dividendos) y sus pagos del impuesto de sociedades fueron más elevados. Como consecuencia, la tasa de crecimiento del ahorro de las sociedades no financieras (es decir, sus beneficios no distribuidos) registró un brusco descenso, hasta el -1,3% en tasa interanual, aunque se mantuvo en niveles elevados (véase gráfico F). Con una inversión creciente en capital fijo y una reposición de existencias cada vez más débil, la necesidad de financiación de las sociedades no financieras (en flujos acumulados de los cuatro últimos trimestres) aumentó, aunque de forma moderada. Este hecho contrasta con la fragilidad, anterior a la quiebra de Lehman Brothers, de un sector de sociedades no financieras sobredimensionado, que en aquel momento mostraba importantes necesidades de financiación. La actual postura prudentemente expansiva de las sociedades no financieras se refleja en una leve aceleración de la financiación en base consolidada, si bien incrementaron sus adquisiciones de acciones y otras participaciones en el tercer trimestre de 2011 y siguieron acumulando abundantes reservas de liquidez (2,6 billones de euros). La desintermediación observada en la financiación externa de las sociedades no financieras provocada por la quiebra de Lehman Brothers continuó moderándose, a medida que aumentaban ligeramente los préstamos concedidos por estas sociedades

Gráfico E Variaciones del patrimonio neto de los hogares

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

- Variación del patrimonio neto
- Variación del patrimonio neto debido al ahorro neto¹⁾
- Otros flujos de activos financieros y pasivos²⁾
- Otros flujos de activos no financieros³⁾

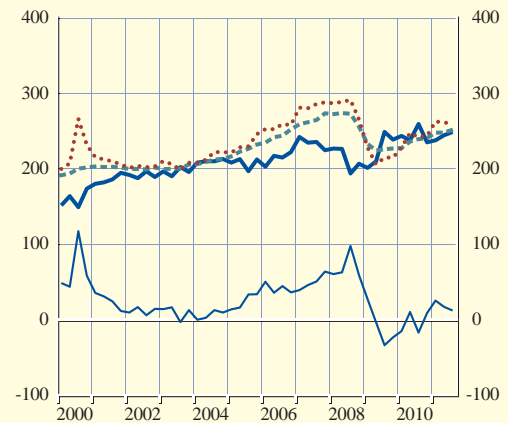


Fuentes: Eurostat y BCE.
 Notas: Los datos de activos no financieros son estimaciones del BCE.
 1) Esta variable comprende el ahorro neto, las transferencias de capital recibidas netas y la discrepancia entre las cuentas no financieras y las financieras.
 2) Principalmente pérdidas y ganancias de capital en acciones y otras participaciones.
 3) Principalmente pérdidas y ganancias de capital en activos inmobiliarios y de suelo.

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

(mm de euros; datos desestacionalizados)

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



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

(hasta el 1,9%, en tasa interanual), mientras que el crecimiento de las emisiones de valores distintos de acciones y la financiación intrasectorial (crédito comercial y crédito intragrupo) se mantuvieron prácticamente estabilizados, por debajo de los sólidos niveles observados en 2009-2010. Al mismo tiempo, se interrumpió la reducción gradual del apalancamiento observado desde el primer trimestre de 2009, con un segundo incremento intertrimestral, como consecuencia del impacto negativo de las pérdidas de capital en acciones y otras participaciones.

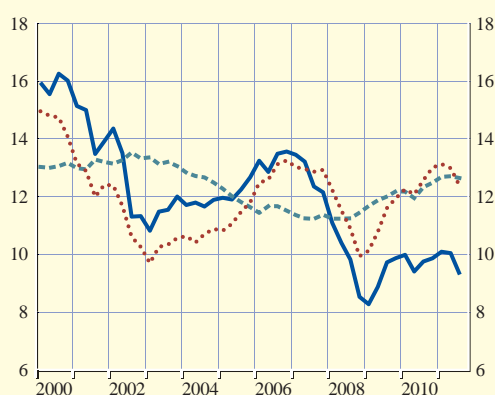
En el tercer trimestre de 2011, se reanudó la reducción bastante rápida de los déficits de las *Administraciones Públicas* que se había observado desde principios de 2010 (en términos desestacionalizados), tras la interrupción registrada en el segundo trimestre, al desaparecer la debilidad temporal de los ingresos fiscales. El crecimiento interanual del gasto total siguió siendo bastante bajo, cercano al 1% (excluidas las transferencias extraordinarias), como consecuencia del impacto de las importantes medidas de consolidación (incluido el crecimiento interanual próximo a cero de las remuneraciones de los asalariados), pese a los significativos aumentos de los pagos por intereses. La emisión de valores distintos de acciones disminuyó en términos intertrimestrales (aunque siguió siendo elevada en flujos acumulados de los cuatro últimos trimestres) y se vio absorbida en gran medida por las adquisiciones realizadas en el marco del programa para los mercados de valores, al reducir los bancos y los no residentes sus tenencias.

La renta disponible de las *instituciones financieras* aumentó en el tercer trimestre de 2011, debido a un crecimiento mayor de los ingresos por dividendos que de los dividendos distribuidos, mientras

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

(en porcentaje de los activos totales)

- Acciones y otras participaciones en relación con los activos
- ... Capital en relación con los activos
- - - Capital nomenclal en relación con los activos



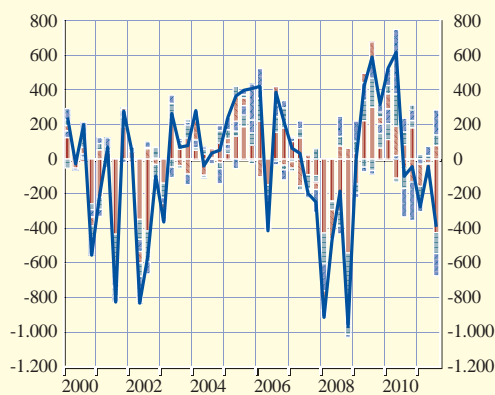
Fuentes: Eurostat y BCE.

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 nomenclal en relación con los activos» se calcula sobre la base de las operaciones de capital y las operaciones financieras de activo, es decir, se excluyen las variaciones de precios de los activos y los pasivos.

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

(flujos intertrimestrales; mm de euros)

- Total
- Acciones cotizadas
- Acciones no cotizadas
- Participaciones en fondos de inversión
- Valores distintos de acciones
- Préstamos
- Otros



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

que el valor añadido y los intereses netos obtenidos siguieron incrementándose. A pesar de los cuantiosos beneficios netos no distribuidos (35 mm de euros al trimestre en los últimos trimestres), los activos netos de las instituciones financieras a precios de mercado (una medida de la ratio de capital de las cuentas de la zona del euro) cayeron de forma acusada como consecuencia de las considerables pérdidas de capital registradas en la cartera de acciones y otras participaciones, aunque se mantuvieron significativamente por encima de la valoración de mercado de sus acciones y otras participaciones (véase gráfico G). En el gráfico H se muestra que las instituciones financieras sufrieron importantes pérdidas de capital principalmente en sus carteras de acciones y otras participaciones (acciones cotizadas, acciones no cotizadas y fondos de inversión). Por el contrario, en otros instrumentos (depósitos, préstamos y valores distintos de acciones) se registraron ganancias de capital, derivadas en parte de la apreciación de los activos denominados en moneda extranjera. Además, las pérdidas de capital en valores distintos de acciones emitidos por los Gobiernos sometidos a tensiones (registradas todas a precios de mercado en las cuentas de la zona del euro, independientemente de si formaban parte de la cartera de negociación o de la cartera de inversión) se vieron compensadas con creces por las ganancias obtenidas en otros valores distintos de acciones, incluidos los emitidos por los Gobiernos de la zona del euro que se beneficiaron de los flujos en valores refugio.

Evolución de los balances

En el tercer trimestre de 2011, el crecimiento interanual del patrimonio neto de los hogares se ralentizó notablemente, hasta el 5,6 % de la renta (en comparación con el máximo del 22 % registrado en el cuarto trimestre de 2010). Aunque se observó una influencia positiva, pero levemente decreciente, del ahorro neto (7,2 % de la renta), los hogares sufrieron pérdidas de capital (1,6 % de la renta), principalmente en las carteras de acciones y otras participaciones. En los activos no financieros (vivienda), se observaron de nuevo ligeras pérdidas de capital (véase gráfico E).

La caída de los precios de las acciones se tradujo asimismo en un marcado incremento de la ratio de deuda en relación con los activos de las sociedades no financieras, interrumpiendo la gradual reducción del apalancamiento observada desde el primer trimestre de 2009, y explica también el fuerte descenso de las ratios de capital de las instituciones financieras medidas a precios de mercado. El capital nocional en relación con los activos de las instituciones financieras —calculado a partir de las operaciones acumuladas a lo largo del tiempo y que excluye, por lo tanto, el impacto de las variaciones en el precio de los activos— registró una reducción mucho menor (0,1 puntos porcentuales), lo que refleja principalmente el efecto automático en los dos lados del balance del mayor apoyo a la liquidez prestado por el Eurosistema. Al mismo tiempo, los sustanciales beneficios no distribuidos de las instituciones financieras y el elevado recurso a los mercados de renta variable (con una emisión superior a los 100 mm de euros en el tercer trimestre de 2011) siguieron contribuyendo positivamente a la acumulación de su base de capital (gráfico G).

3 PRECIOS Y COSTES

Según el avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro fue del 2,7% en enero de 2012, sin variación con respecto al mes anterior. En promedio, las tasas de inflación se situaron en el 2,7% en 2011, principalmente como consecuencia de la subida de los precios de la energía y de otras materias primas. De cara al futuro, es probable que la inflación se mantenga por encima del 2% durante varios meses, antes de caer por debajo de ese nivel. Este patrón refleja la expectativa de que, en un entorno de crecimiento débil en la zona del euro y a escala mundial, las presiones subyacentes sobre los precios en la zona del euro sigan siendo moderadas. Los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios a medio plazo siguen estando, en general, equilibrados.

3.1 PRECIOS DE CONSUMO

Según el avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro fue del 2,7% en enero de 2012, sin variación con respecto a diciembre de 2011 (véase cuadro 5). Las subidas de los precios del petróleo y de los impuestos especiales sobre los carburantes en algunos países de la zona, así como los efectos de la anterior depreciación del euro, parecen haber impulsado los precios de la energía en enero y prácticamente compensaron un efecto de base de -0,2 puntos porcentuales procedente del componente energético. Los precios de la energía y, en menor medida, los de los alimentos fueron el principal factor determinante de la elevada tasa de inflación medida por el IAPC observada en 2011, que fue del 2,7%. En el recuadro 5, titulado «Efectos de base y su impacto en la inflación medida por el IAPC en 2012», se analizan los efectos de base generados por las fuertes escaladas de los precios de la energía y de los alimentos en 2011 y el modo en que afectarán a la trayectoria de la tasa de inflación interanual en 2012.

En diciembre de 2011, el último mes para el que se dispone de una desagregación oficial del IAPC, la tasa de crecimiento interanual de la inflación medida por el IAPC general cayó hasta el 2,7%, desde el 3% observado en los tres meses anteriores (véase gráfico 22), debido a la reducción de las tasas de variación interanual de todos sus componentes, en particular de la energía. La única excepción fue el componente de servicios, cuya tasa de variación interanual no se modificó.

Si se consideran con más detalle los principales componentes del IAPC, la inflación de los precios de la energía descendió desde el 12,3% registrado en noviembre hasta el 9,7% en diciembre, el nivel más bajo

Cuadro 5 Evolución de los precios

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

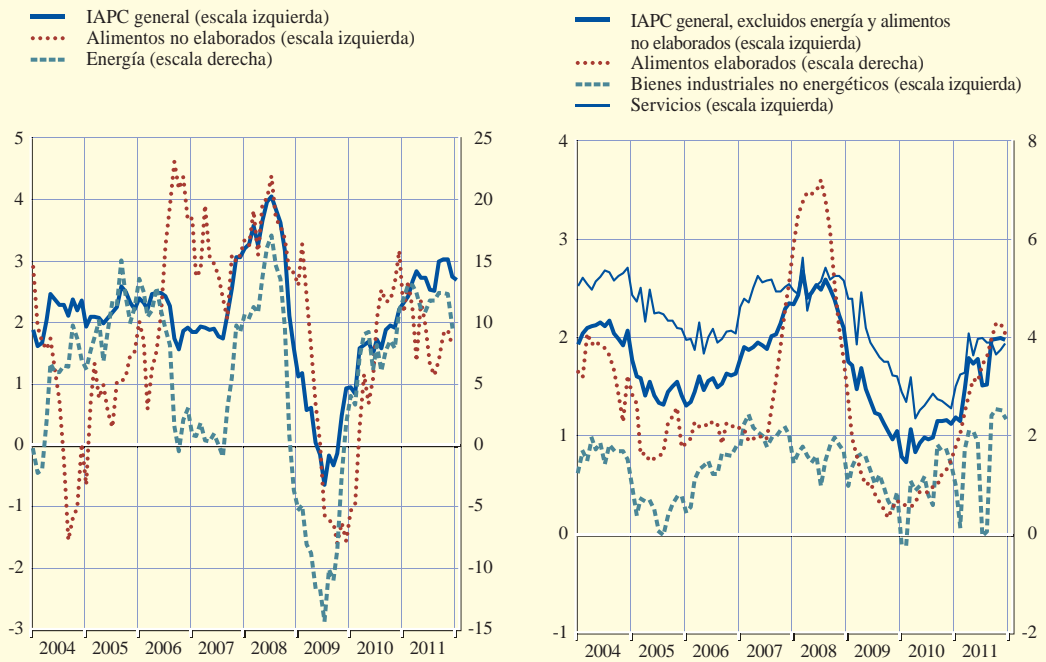
	2010	2011	2011 Ago	2011 Sep	2011 Oct	2011 Nov	2011 Dic	2012 Ene
IAPC y sus componentes								
Índice general ¹⁾	1,6	2,7	2,5	3,0	3,0	3,0	2,7	2,7
Energía	7,4	11,9	11,8	12,4	12,4	12,3	9,7	.
Alimentos no elaborados	1,3	1,8	1,1	1,4	1,8	1,9	1,6	.
Alimentos elaborados	0,9	3,3	3,6	4,0	4,3	4,3	4,1	.
Bienes industriales no energéticos	0,5	0,8	0,0	1,2	1,3	1,3	1,2	.
Servicios	1,4	1,8	1,9	1,9	1,8	1,9	1,9	.
Otros indicadores de precios								
Precios industriales	2,9	5,9	5,8	5,8	5,5	5,4	4,3	.
Precios del petróleo (euros por barril)	60,7	79,7	76,7	79,8	78,9	81,4	81,7	86,2
Precios de las materias primas no energéticas	44,6	12,2	2,5	1,5	1,6	-1,9	-6,7	-4,6

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

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

Gráfico 22 Desagregación del IAPC por principales componentes

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

observado desde noviembre de 2010. Este descenso se debió a un efecto de base a la baja, así como a una ligera caída de los precios de la energía en términos intermensuales. Concretamente, en diciembre, las tasas de variación interanual de los precios de los combustibles líquidos y de los combustibles y lubricantes para vehículos privados se redujeron con respecto al mes precedente (desde el 26,7% hasta el 18,9% y desde el 13,1% hasta el 8,9%, respectivamente).

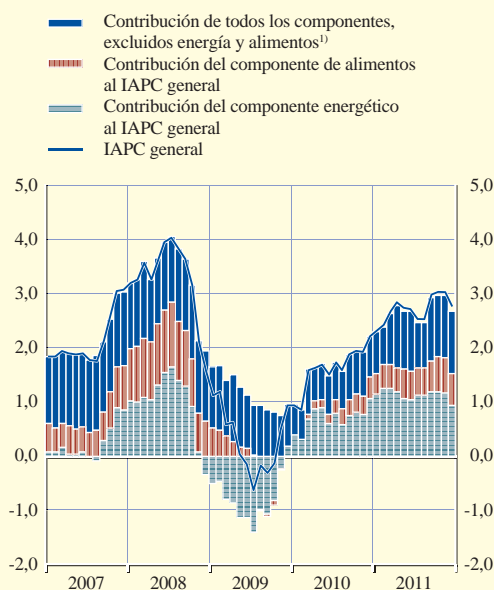
Recuadro 5

EFFECTOS DE BASE Y SU IMPACTO EN LA INFLACIÓN MEDIDA POR EL IAPC EN 2012

La inflación medida por el IAPC de la zona del euro aumentó significativamente en la primera parte de 2011 y permaneció en niveles elevados durante el resto del año, reflejando, sobre todo, la considerable contribución de los precios de la energía y, en menor medida, de los alimentos (véase gráfico A). En este recuadro se analizan los denominados efectos de base generados por las fuertes escaladas de los precios de la energía y de los alimentos en 2011 y el modo en que afectarán a la trayectoria de la tasa de inflación interanual en 2012.

Los efectos de base se producen cuando los cambios de la tasa de variación interanual de un indicador económico —en este caso el IAPC— son atribuibles a un movimiento atípico del índice doce meses antes debido, por ejemplo, a cambios significativos en los precios de las materias

Gráfico A Contribuciones a la inflación interanual medida por el IAPC a partir de enero de 2007

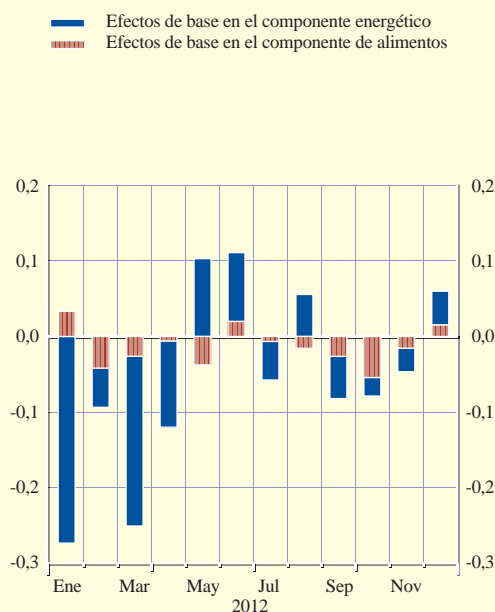


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Incluye servicios y bienes industriales no energéticos.

Gráfico B Contribución de los efectos de base en los componentes de energía y alimentos a la variación intermensual de la tasa de inflación anual en 2012

(puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

primas¹. Más concretamente, explican en qué medida la variación de la tasa de inflación interanual de un mes al siguiente obedece a la «desaparición» de un movimiento intermensual atípico del índice de precios hace doce meses. A la hora de analizar la evolución de la tasa de inflación interanual, es importante distinguir los efectos de estas variaciones intermensuales atípicas que se produjeron hace doce meses de aquellas que ocurrieron en el último mes (es decir, las «novedades» reales).

Teniendo en cuenta los acusados incrementos de los precios de la energía y de los alimentos a principios de 2011, es de esperar que los efectos de base ejerzan una fuerte influencia a la baja en la trayectoria de la inflación general en 2012. El gráfico B refleja la contribución esperada de los efectos de base derivados de los componentes de energía y alimentos a la variación de la tasa de inflación interanual de un mes al siguiente en el período comprendido entre enero y diciembre de 2012². En particular, el gráfico muestra que se estima una contribución negativa de los efectos de base derivados de los precios de la energía en la mayoría de los meses, la cual será especialmente marcada en el primer cuatrimestre del año, ya que las acusadas subidas de los precios de la energía registradas un año antes desaparecen de la comparación anual. Asimismo, se estima que la contribución de los efectos de base originados por los precios de los alimentos será principalmente negativa a lo largo de 2012, aunque de menor escala, en general.

1 Técnicamente, un efecto de base se puede definir como la contribución a la variación de la tasa de inflación interanual en un determinado mes derivada de una desviación de la tasa de variación intermensual en el mes base (es decir, el mismo mes del año anterior), con respecto al perfil habitual o normal, teniendo en cuenta las fluctuaciones estacionales. Para obtener un análisis más detallado, véase el recuadro titulado «Evolución reciente y futura de la inflación medida por el IAPC: incidencia de los efectos de base», *Boletín Mensual*, BCE, diciembre de 2008.

2 Identificar y estimar los efectos de base no es una tarea sencilla. Definir un efecto de base como aquel que se deriva de las influencias atípicas que afectaron al índice de precios doce meses antes supone calcular la desviación de la tasa de variación intermensual en el período base con respecto a su perfil habitual. No existe un método comúnmente aceptado para identificar dichas influencias atípicas sobre la inflación. A los efectos de este recuadro, el perfil habitual de la variación intermensual del IAPC se calcula añadiendo un efecto estacional estimado a la variación intermensual media de cada mes observada desde enero de 1995.

El impacto acumulado de estos efectos de base influirá en el perfil de la evolución del IAPC en 2012. Se estima que, si se combinan los efectos de base de los componentes de energía y de alimentos, el impacto a la baja habrá alcanzado unos 0,7 puntos porcentuales en abril y rondará esta magnitud durante el resto de 2012 (véase gráfico C). La contribución de los efectos de base derivados de los precios de los alimentos continúa siendo moderada en términos absolutos, pero su relevancia aumenta a medida que avanza el año con respecto a la aportación de los precios de la energía.

En conjunto, se espera que los efectos de base a la baja derivados principalmente de variaciones anteriores en los precios de la energía se traduzcan en un perfil descendente de la inflación interanual medida por el IAPC en los próximos meses. Esta estimación presupone que los precios de la energía y de los alimentos no experimentarán fuertes subidas en 2012, en consonancia con el actual perfil prácticamente plano de los precios de futuro del petróleo de los próximos meses. Sin embargo, el perfil de la tasa de variación interanual del IAPC también dependerá del impacto de los movimientos de las variables económicas fundamentales, como la fuerza de la demanda de consumo y el crecimiento de los costes laborales, así como de la evolución de los impuestos indirectos y de los precios administrados, lo que significa que no puede evaluarse automáticamente solo en función de los efectos de base.

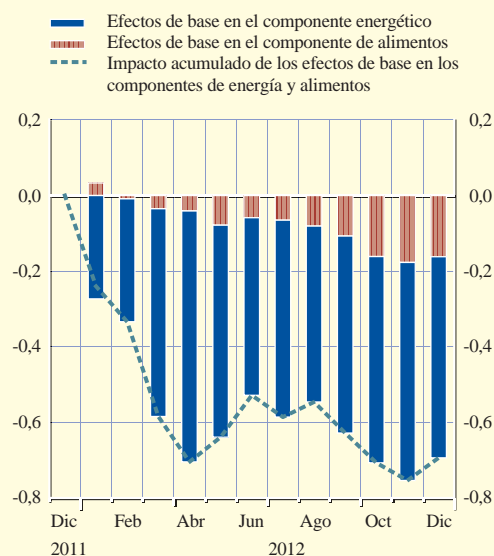
En diciembre, la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos no elaborados se redujo 0,3 puntos porcentuales, hasta el 1,6%, como consecuencia de la disminución de las tasas de variación interanual de los precios de la fruta y de las legumbres y hortalizas, que compensó con creces el aumento de la tasa de variación interanual de los precios de la carne. La tasa de variación interanual de los precios de los alimentos elaborados cayó ligeramente, hasta el 4,1%, siendo reflejo de pequeñas variaciones de los precios de varios productos, y la de los precios del tabaco retrocedió de nuevo en diciembre.

Si se excluyen los alimentos y la energía, que representan en torno al 30% de la cesta del IAPC, la inflación interanual medida por el IAPC se mantuvo estable, en el 1,6%, en diciembre de 2011 por cuarto mes consecutivo. 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 de los precios de los bienes industriales no energéticos descendió hasta el 1,2% en diciembre, mientras que la de los precios de los servicios se mantuvo en el 1,9%, debido a una subida de los precios de los servicios de transporte que quedó compensada con un descenso de los precios de los servicios de comunicación. Los precios de los servicios de vivienda, así como los de los servicios recreativos y personales, no se modificaron.

Gráfico C Impacto acumulado de los efectos de base en los componentes de energía y alimentos en 2012

(puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

La introducción de los billetes y monedas en euros el 1 de enero de 2002 llevó aparejado un amplio temor acerca de que el cambio de moneda pudiera provocar un incremento generalizado de los precios. En el recuadro 6, titulado «Incrementos medios de los precios desde la introducción del euro», se considera la evolución de la inflación percibida y se examinan los incrementos medios de los precios en la zona del euro en su conjunto en los últimos diez años.

Recuadro 6

INCREMENTOS MEDIOS DE LOS PRECIOS DESDE LA INTRODUCCIÓN DEL EURO

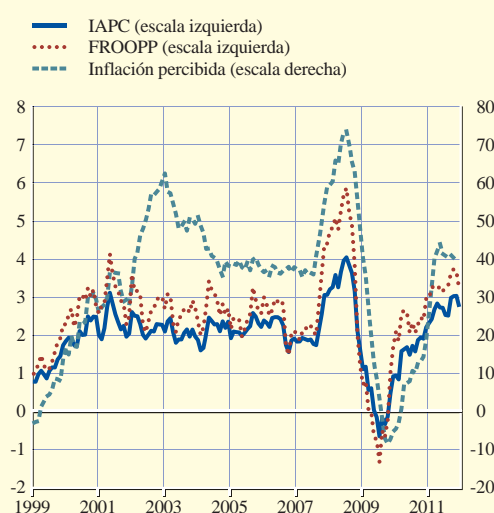
La introducción de los billetes y monedas en euros el 1 de enero de 2002 llevó aparejado un amplio temor acerca de que el cambio de moneda pudiera provocar un incremento generalizado de los precios. Sin embargo, este sentir contrastaba con la expectativa general de que, a largo plazo, la introducción del euro tendría un impacto moderador en los precios por la mayor transparencia y competencia¹. Con este telón de fondo, en este recuadro se recuerda primero la evolución de la inflación percibida tras el cambio de moneda y, posteriormente, se examinan los incrementos medios de los precios en la zona del euro en su conjunto en los diez años transcurridos desde su puesta en circulación.

Inflación percibida y observada

En la época del cambio de moneda, la evolución de la inflación percibida —medida según la encuesta de opinión de la Comisión Europea— comenzó a desviarse significativamente de la trayectoria de la inflación observada medida por el IAPC (véase gráfico A)². No obstante, conviene señalar que los niveles de las dos series no son directamente comparables, ya que el indicador de la inflación percibida se basa en información cualitativa sobre la dirección del cambio en la trayectoria de los precios, más que en el nivel de inflación³. Sin embargo, hubo una clara desviación en la tendencia de ambos indicadores, que duró alrededor de un año y volvió a disminuir posteriormente, cuando las percepciones se corrigieron a la baja. Desde mediados de 2004, la inflación percibida y la observada han evolucionado de manera más sincronizada.

Gráfico A Inflación medida por el IAPC, inflación medida por el FROOPP e inflación percibida

(tasas de variación anual; saldos netos)



Fuentes: Comisión Europea y cálculos del BCE.
Nota: FROOPP corresponde a la expresión inglesa «frequent out-of-pocket purchases».

- 1 Véase el recuadro titulado «No se espera que la introducción de los billetes y monedas en euros repercuta de forma significativa sobre los precios de consumo agregados», *Boletín Mensual*, BCE, enero de 2002.
- 2 Para obtener más información, véanse el recuadro titulado «Evolución reciente de las percepciones de los consumidores respecto a la inflación», *Boletín Mensual*, BCE, julio de 2002, y el recuadro titulado «Evolución reciente de la inflación percibida y observada», *Boletín Mensual*, BCE, octubre de 2002.
- 3 Véase el recuadro titulado «Encuesta de opinión de la Comisión Europea sobre la inflación percibida por los consumidores», *Boletín Mensual*, BCE, mayo de 2007.

La desviación entre la evolución de la inflación percibida y la observada en la época de la introducción del euro fue especialmente evidente en el caso de los precios de los bienes y servicios que los consumidores compran con mayor frecuencia y que, por tanto, pueden tener un impacto mayor en la inflación percibida (véase gráfico A). Estas compras se denominan en inglés «frequent out-of-pocket purchases» (FROOPP) e incluyen todos los alimentos y la mayoría de los componentes energéticos del IAPC, pero excluyen, por ejemplo, alquileres y seguros. Puede apreciarse que las variaciones de la inflación percibida han tenido una correlación más alta con el índice FROOPP que con el IAPC. Dado que el peso de los alimentos y de la energía es relativamente más elevado en el índice FROOPP que en el IAPC⁴, y teniendo en cuenta el hecho de que la zona del euro se ha visto afectada por una serie de perturbaciones adversas⁵ en estos dos componentes de los precios, la inflación medida por el FROOPP ha sido, en promedio, más errática y alta que la inflación medida por el IAPC general en los últimos diez años y, especialmente, en el período de graves perturbaciones en los precios internacionales de las materias primas, en 2007 y 2008⁶.

Incremento medio de los precios de los componentes individuales del IAPC

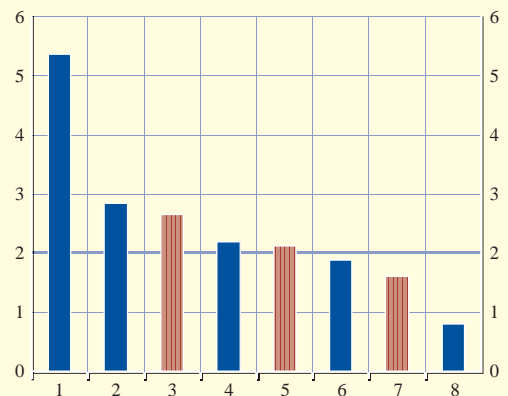
En conjunto, la tasa de variación media del IAPC de la zona del euro desde el cambio de moneda ha sido del 2,1 %. Sin embargo, se han registrado diferencias significativas en las tendencias de algunas categorías desde 2002. Los gráficos B y C ilustran con mucha claridad este extremo.

El número de perturbaciones adversas al alza en los precios de los alimentos y de la energía se refleja en que las tasas medias de variación anual de estos dos componentes son mucho más elevadas que las de los demás. La tasa media de variación anual desde la introducción del euro ha sido del 5,4 % para el conjunto del componente energético, mientras que, en el caso del subcomponente de combustibles líquidos, por ejemplo, ha ascendido al 9,6 %.

Los precios de los alimentos elaborados se han incrementado un 2,8 % anual, en promedio, como consecuencia, en gran medida, de una tasa media de variación anual del 6 % en los precios del tabaco, derivada, sobre todo, de las subidas de impuestos. Los precios de los alimentos no elaborados se elevaron, en promedio, un 1,9 % anual (2,4 % el pescado, 2,2 % la fruta, 1,8 % la carne y 1,4 % las legumbres y hortalizas).

Gráfico B IAPC y componentes principales

(tasa media de variación anual entre diciembre de 2001 y diciembre de 2011)



- | | |
|------------------------|--------------------------------------|
| 1 Energía | 5 IAPC |
| 2 Alimentos elaborados | 6 Alimentos no elaborados |
| 3 FROOPP | 7 IAPC excluidos alimentos y energía |
| 4 Servicios | 8 Bienes industriales no energéticos |

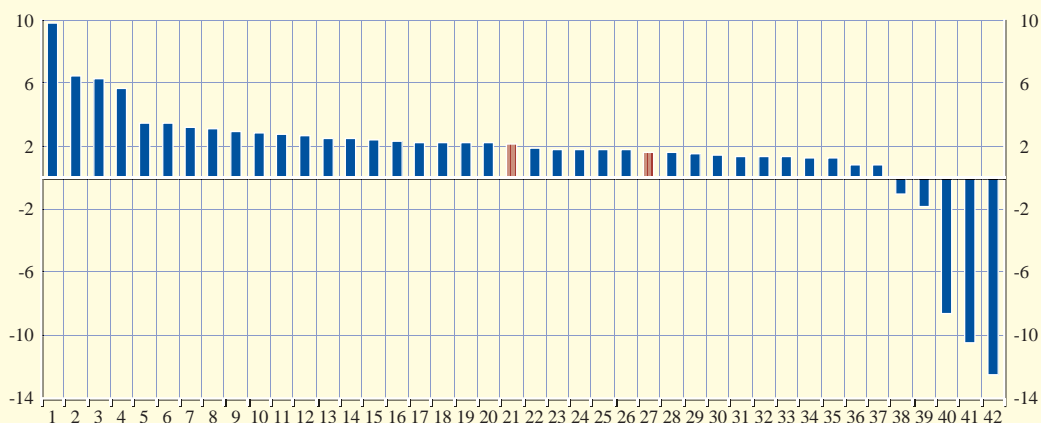
Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Los principales componentes del IAPC son energía, alimentos elaborados, servicios, alimentos no elaborados y bienes industriales no energéticos. El índice FROOPP y el IAPC excluidos alimentos y energía se incluyen únicamente a efectos de referencia.

- 4 En conjunto, los alimentos y la energía tienen un peso del 29,7 % en el IAPC. El peso de algunos subcomponentes relacionados con los alimentos y la energía en el índice FROOPP es del 53 %.
- 5 Para obtener un análisis general de la coincidencia de perturbaciones que han afectado a la inflación medida por el IAPC, véase el recuadro titulado «Coincidencia de perturbaciones que han afectado a la inflación medida por el IAPC desde el inicio de la tercera fase de la UEM», *Boletín Mensual*, BCE, junio de 2002.
- 6 Véase el recuadro titulado «Implicaciones de las presiones inflacionistas externas para la inflación de la zona del euro medida por el IAPC», *Boletín Mensual*, BCE, octubre de 2011.

Gráfico C Algunas categorías del IAPC

(tasa media de variación anual entre diciembre de 2001 y diciembre de 2011)



- | | |
|---|---|
| 1 Combustibles líquidos | 22 Servicios culturales |
| 2 Joyería y relojería | 23 Alquileres brutos de viviendas |
| 3 Tabaco | 24 Carne |
| 4 Combustibles y lubricantes para vehículos privados | 25 Artículos de vidrio y cristal, vajillas y utensilios para el hogar |
| 5 Transporte de pasajeros por ferrocarril | 26 Servicios postales |
| 6 Mantenimiento y reparaciones de vehículos privados | 27 IAPC excluidos alimentos y energía |
| 7 Servicios hospitalarios | 28 Vino |
| 8 Educación | 29 Cerveza |
| 9 Servicios recreativos y deportivos | 30 Mobiliario y enseres domésticos |
| 10 Restaurantes, bares, cafeterías y establecimientos similares | 31 Legumbres y hortalizas |
| 11 Diarios y publicaciones periódicas | 32 Vacaciones organizadas |
| 12 Pan y cereales | 33 Libros |
| 13 Servicios dentales | 34 Zapatos y otro calzado |
| 14 Café, té y cacao | 35 Productos farmacéuticos |
| 15 Pescado | 36 Vehículos de motor |
| 16 Comedores colectivos | 37 Prendas de vestir |
| 17 Limpieza, reparación y alquiler de artículos de vestir | 38 Juegos, juguetes y pasatiempos |
| 18 Frutas | 39 Equipos y servicios de telefonía y fax |
| 19 Peluquerías y establecimientos de cosmética personal | 40 Equipos de imagen y sonido |
| 20 Transporte aéreo de pasajeros | 41 Equipos fotográficos y cinematográficos e instrumentos ópticos |
| 21 IAPC | 42 Equipos de procesos de datos |

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

En relación con los precios de los servicios, su tasa media de variación anual desde la introducción del euro se ha situado en el 2,2%, es decir, bastante en línea con la inflación media medida por el IAPC. El componente de servicios incluye, por ejemplo, el precio de una comida en un restaurante, de un corte de pelo o de una entrada de cine, que se percibía que habían aumentado significativamente con el cambio de moneda. Sin embargo, en los diez años transcurridos desde entonces, el incremento medio de los precios no ha sido extraordinario. Por ejemplo, los precios incluidos en la categoría de «peluquerías y establecimientos de cosmética personal» han subido, en promedio, el 2,2% anual, y los precios de la categoría «restaurantes, bares, cafeterías y establecimientos similares» han aumentado el 2,8% anual, en promedio, habiéndose visto afectados también estos últimos, de manera indirecta, por las escaladas de los precios de los alimentos elaborados. Por último, la tasa media de inflación anual de los bienes industriales no energéticos ha sido solo del 0,8%, debido, principalmente, a la considerable caída de los precios de los bienes de tecnologías de la información y de las comunicaciones (TIC),

como consecuencia de los rápidos avances tecnológicos en este ámbito. Por ejemplo, los precios de los equipos de proceso de datos han disminuido un 12,5 % anual, y los de los equipos fotográficos y cinematográficos e instrumentos ópticos, un 10,5 % anual. En cambio, la tasa media de variación anual de los precios de joyería y relojería se ha situado en el 6,4 %, en gran parte como resultado de la subida de los precios de las materias primas, y en particular del oro, en los últimos años.

En conjunto, la zona del euro ha sido testigo de grandes diferencias en el comportamiento de los precios de determinados bienes y servicios desde la introducción del euro. Ha sido claro el impacto al alza de los precios de la energía y los alimentos, derivado de las perturbaciones en los precios internacionales de las materias primas, así como el impacto moderador de los precios de los bienes de TIC, como consecuencia de los avances tecnológicos conseguidos en este sector. Al mismo tiempo, los precios de los servicios han evolucionado bastante en línea con la inflación media medida por el IAPC.

3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

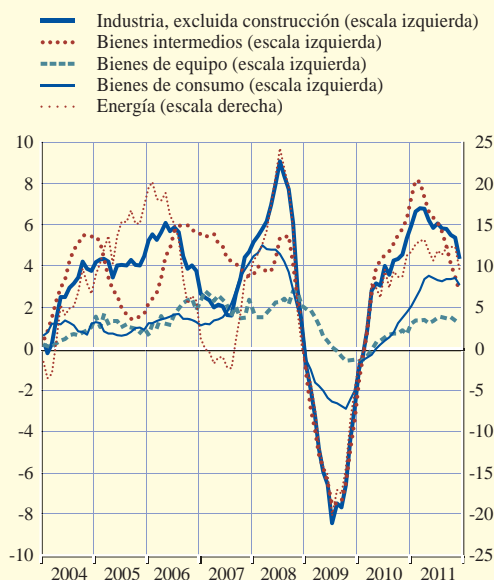
La inflación de los precios industriales (excluida la construcción) cayó hasta el 4,3 % en diciembre de 2011, desde el 5,4 % de noviembre (véase gráfico 23), reflejo, en gran medida, del pronunciado descenso de la tasa de variación interanual de los precios de los bienes intermedios y de la energía, lo que a su vez se debió a efectos de base negativos en ambos componentes. Las presiones sobre los precios de los consumos intermedios siguieron disminuyendo, lo que actualmente es más evidente en las primeras fases de la cadena de producción (los precios industriales de los bienes intermedios) que en fases posteriores (los precios industriales de los bienes de consumo excluidos los alimentos). La inflación de los precios industriales, excluidas la construcción y la energía, cayó desde el 3 % registrado en noviembre hasta el 2,6 % en diciembre.

En ese mismo período, la inflación de los precios industriales en la rama de bienes de consumo descendió desde el 3,4 % hasta el 3,1 %. Esta disminución estuvo impulsada por los precios de consumo de los alimentos, cuya tasa de variación interanual cayó desde el 4,7 % hasta el 4,1 %. En los próximos meses se esperan nuevos descensos, debido a la pronunciada disminución que ha registrado recientemente la tasa de variación interanual de los precios de las materias primas alimenticias en la UE. La tasa de variación interanual del componente no alimenticio se mantuvo sin variación, en el 1,7 %, un nivel elevado en términos históricos. Esto, junto con el aumento de la inflación de los precios de importación resultante de la reciente depreciación del euro, apunta a la persistencia de presiones latentes a corto plazo sobre la inflación subyacente de los precios de consumo.

Por lo que respecta a los indicadores basados en encuestas, que anticipan la evolución de los precios industriales, el índice de directores de compras (PMI) de los precios de venta de las manufacturas se

Gráfico 23 Desagregación de los precios industriales

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



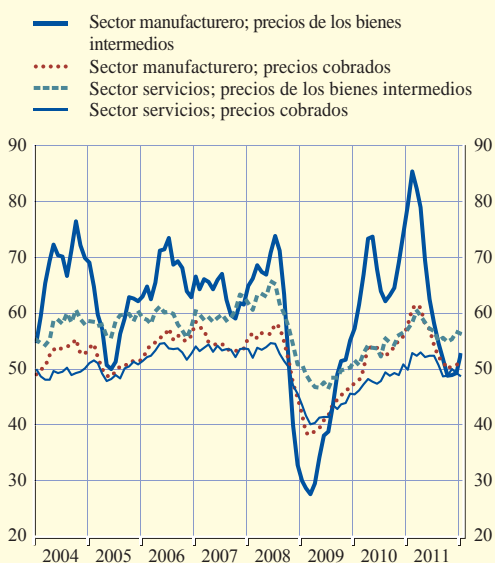
Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

mantuvo prácticamente sin variación en enero de 2012 y, por tanto, confirmó la estabilización que siguió al descenso que se registró desde la primavera hasta octubre de 2011 (véase gráfico 24). En cambio, los precios de los consumos intermedios del sector manufacturero del PMI aumentaron de 49,8 en diciembre de 2011 a 52,8 en enero de 2012, la primera subida intermensual de estos precios desde septiembre de 2011. En los servicios, el índice PMI de precios de los consumos intermedios y de venta se redujo de 56,6 a 53,3 y de 49,3 a 48,7, respectivamente, en enero.

En síntesis, los nuevos efectos de base a la baja, junto con las menores presiones inflacionistas que anticipan los datos sobre precios basados en encuestas, señalan que la inflación de los precios industriales seguirá disminuyendo en los próximos meses. En conjunto, los indicadores de precios basados en las encuestas siguen estando ligeramente por debajo de sus medias a largo plazo, lo que hace que las presiones de los precios estén contenidas, en líneas generales.

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

(índices de difusión; datos mensuales)



Fuente: Markit.

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

3.3 INDICADORES DE COSTES LABORALES

Como consecuencia de la mejora de la situación del mercado de trabajo que duró hasta el verano de 2011, los indicadores de costes laborales de la zona del euro aumentaron gradualmente (véanse cuadro 6 y gráfico 25). Sin embargo, los datos preliminares de noviembre sobre los salarios negociados en la zona muestran señales de estabilización del crecimiento de los salarios.

Los salarios negociados de la zona del euro crecieron un 2,1 %, en términos interanuales, en el tercer trimestre de 2011, frente al 1,9 % del trimestre anterior. La tasa de crecimiento interanual de los costes laborales por hora se redujo hasta situarse en el 2,7 % en el tercer trimestre, en comparación con el 3,2 % del trimestre precedente. Esta desaceleración estuvo determinada fundamentalmente por la evolución

Cuadro 6 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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

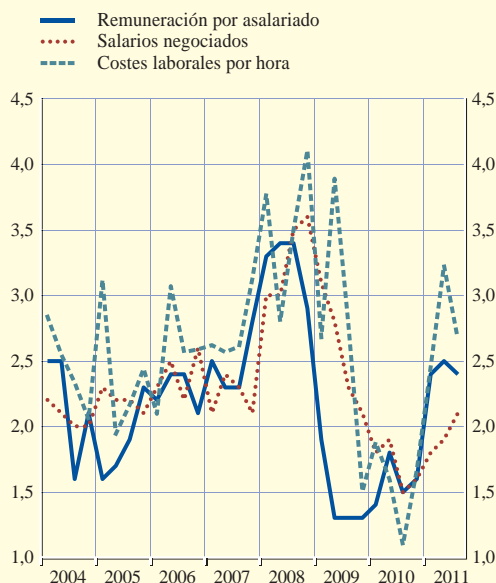
Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

de la industria, ya que la contracción observada en la construcción y en los servicios de mercado fue mucho menos pronunciada. En general, los costes laborales no salariales siguieron creciendo a un ritmo más rápido que el componente de sueldos y salarios de los costes laborales por hora de la zona del euro.

Otros indicadores de los costes laborales también mostraron algunas señales de estabilización. La remuneración por asalariado se situó en el 2,4%, en términos interanuales, en el tercer trimestre de 2011, prácticamente sin variación con respecto a los dos trimestres anteriores. Al mismo tiempo, el crecimiento interanual de los costes laborales unitarios solo experimentó un ligero aumento, hasta el 1,3%, en el tercer trimestre. Esto se debió principalmente a la disminución de la tasa de crecimiento interanual de la productividad del trabajo, desde el 1,3% del segundo trimestre hasta el 1% en el tercero, como consecuencia del menor crecimiento del producto. De cara al futuro, las encuestas más recientes apuntan a una nueva desaceleración de la productividad en los próximos trimestres, lo que podría seguir impulsando al alza el crecimiento de los costes laborales unitarios. A medio plazo es probable que las presiones sobre los costes laborales se mantengan contenidas, habida cuenta de unas perspectivas de crecimiento bastante débiles y de la persistente atonía del mercado de trabajo.

Gráfico 25 Indicadores de costes laborales

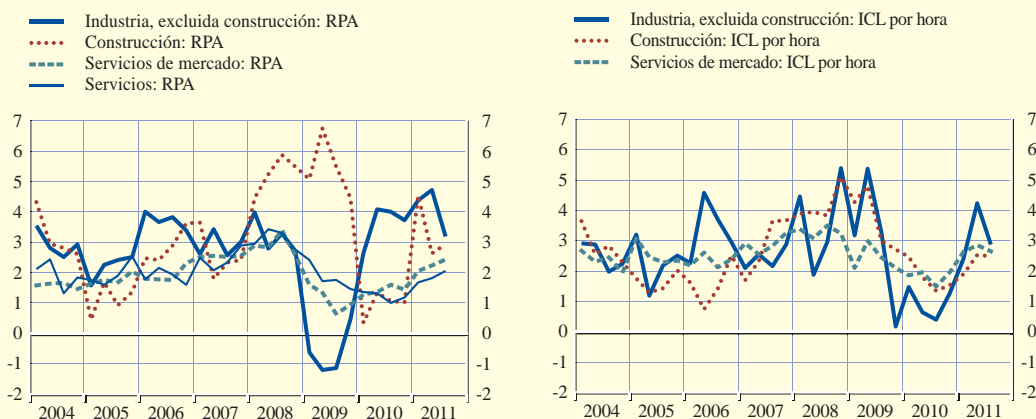
(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



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 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

De cara al futuro, es probable que las tasas de inflación se mantengan por encima del 2 % durante varios meses, antes de caer por debajo de ese nivel. Aunque los precios actuales de los futuros sobre materias primas indican que afectarán menos a la inflación, las presiones subyacentes sobre los precios en la zona del euro deberían seguir siendo moderadas, reflejando las expectativas de débil crecimiento en la zona del euro y a escala mundial.

La última encuesta del BCE a expertos en previsión económica (véase recuadro 7) muestra que, en comparación con la encuesta anterior, los encuestados prácticamente no han modificado las perspectivas de inflación para 2012 y 2013, con una ligera revisión al alza, hasta el 1,9 %, de las expectativas de inflación para 2012, y a la baja, hasta el 1,7 %, para 2013. Estas previsiones son acordes, en líneas generales, con los intervalos de las proyecciones macroeconómicas para la zona del euro elaboradas por los expertos del Eurosistema en diciembre 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 siguen estando, en general, equilibrados. Los riesgos al alza están relacionados con incrementos mayores de lo previsto de los impuestos indirectos y de los precios administrados, dada la necesidad de lograr la consolidación fiscal en los próximos años, y con subidas de los precios de las materias primas. Los principales riesgos a la baja están asociados al impacto de un crecimiento económico más débil de lo esperado en la zona del euro y a escala mundial.

Recuadro 7

RESULTADOS DE LA ENCUESTA DEL BCE A EXPERTOS EN PREVISIÓN ECONÓMICA CORRESPONDIENTES AL PRIMER TRIMESTRE DE 2012

En este recuadro se presentan los resultados de la encuesta del BCE a expertos en previsión económica (EPE) correspondientes al primer trimestre de 2012. La encuesta se llevó a cabo entre el 17 y el 20 de enero de 2012, y se recibieron 58 respuestas¹.

En comparación con la encuesta anterior, los resultados de la última encuesta muestran que las perspectivas de inflación para 2012 y 2013 de los encuestados prácticamente no se han modificado. En cuanto a las expectativas de inflación a más largo plazo (para 2016), la previsión media y la mediana de las previsiones se mantuvieron sin variación, en el 2 %. Las expectativas de crecimiento del PIB para 2012 y 2013 se han revisado considerablemente a la baja.

Ligera revisión al alza de las expectativas de inflación a más corto plazo para 2012 y a la baja para 2013

Las expectativas de inflación para 2012 y 2013 obtenidas de la EPE se sitúan en el 1,9 % y en el 1,7 %, respectivamente (véase cuadro), en consonancia general con las previsiones correspondientes de

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

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

(tasas de variación anual, salvo indicación en contrario)

Inflación medida por el IAPC	Horizonte de la encuesta		
	2012	2013	A más largo plazo ²⁾
EPE I 2012	1,9	1,7	2,0
EPE anterior (IV 2011)	1,8	1,8	2,0
Proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema (dic 2011)	1,5-2,5	0,8-2,2	-
Consensus Economics (enero 2012)	1,9	1,7	2,0
Barómetro de la Zona del Euro (enero 2012)	1,8	1,7	2,1
Crecimiento del PIB real	2012	2013	A más largo plazo ²⁾
EPE I 2012	-0,1	1,1	1,8
EPE anterior (IV 2011)	0,8	1,6	1,8
Proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema (dic 2011)	-0,4-1,0	0,3-2,3	-
Consensus Economics (enero 2012)	-0,3	1,0	1,7
Barómetro de la Zona del Euro (enero 2012)	-0,3	1,0	1,9
Tasa de desempleo¹⁾	2012	2013	A más largo plazo ²⁾
EPE I 2012	10,6	10,6	8,8
EPE anterior (IV 2011)	10,0	9,7	8,5
Consensus Economics (enero 2012)	10,6	10,6	-
Barómetro de la Zona del Euro (enero 2012)	10,6	10,5	9,2

1) En porcentaje de la población activa.

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

Consensus Economics y del Barómetro de la Zona del Euro de enero de 2012, y están dentro de los intervalos de las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema en diciembre de 2011.

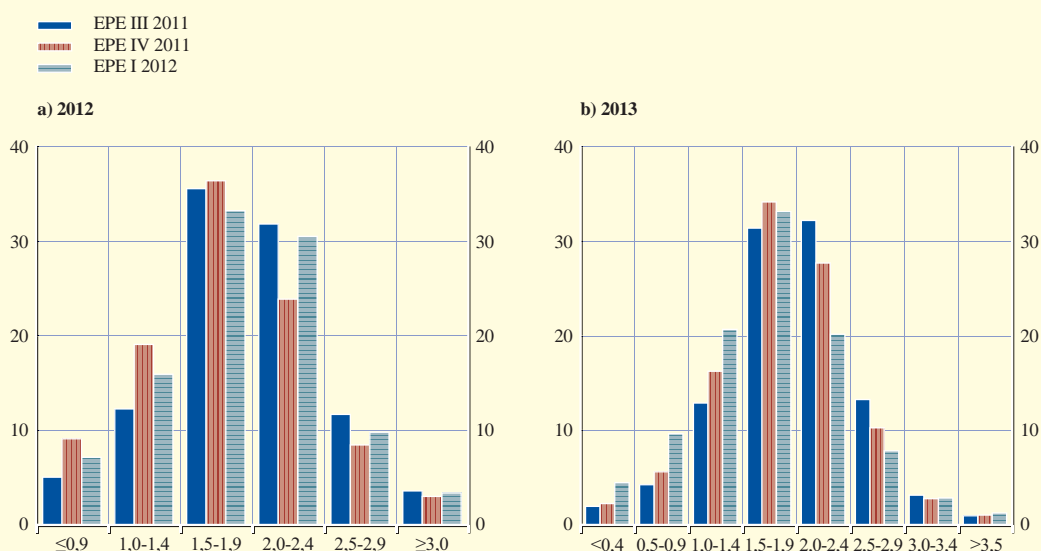
En comparación con la encuesta anterior, las expectativas de inflación han aumentado 0,1 puntos porcentuales para 2012 y han disminuido ligeramente, 0,1 puntos porcentuales, para 2013. En las respuestas cualitativas, los encuestados atribuyeron la revisión al alza de la previsión de inflación para 2012 a una combinación de revisiones al alza de las expectativas relativas a los impuestos indirectos y a los precios administrados en algunos países, de la revisión al alza de las expectativas de los precios del petróleo y de la revisión a la baja del tipo de cambio esperado entre el euro y el dólar estadounidense. Además, consideran que la revisión a la baja de la previsión de inflación para 2013 es resultado de las expectativas de contracción de la actividad económica (parcialmente como consecuencia de la adopción de medidas más enérgicas de saneamiento presupuestario) y de los márgenes, así como de un aumento del desempleo.

En cuanto a los riesgos para las perspectivas de inflación, la distribución de probabilidad agregada para 2012 se ha desplazado ligeramente a la derecha en comparación con la encuesta anterior (véase gráfico A). Las probabilidades que se asignan al intervalo comprendido entre el 1,5 % y el 1,9 % y entre el 2 % y el 2,4 % actualmente son más o menos iguales, algo por encima del 30 %, y la probabilidad asignada a que la inflación se sitúe en el 2 % o por encima de este nivel ha aumentado del 35 % al 44 %. A diferencia de 2012, la distribución de la probabilidad agregada para 2013 se ha desplazado levemente a la izquierda en relación con la encuesta anterior, y la probabilidad más alta se asigna ahora con mayor claridad al intervalo comprendido entre el 1,5 % y el 1,9 %.

Algunos de los expertos encuestados mencionaron aumentos de los precios de la energía y las materias primas, así como nuevas subidas de los impuestos indirectos y de los precios administrados, como riesgos alcistas para sus escenarios centrales de inflación, así como unas perspectivas económicas

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

(probabilidad en porcentaje)



Fuente: BCE.

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

peores de lo previsto como el principal riesgo bajista. Tomando como base las distribuciones de probabilidad individuales, los encuestados consideran que los riesgos para las previsiones a más corto plazo son bajistas para 2012 y que, en general, están equilibrados para 2013².

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

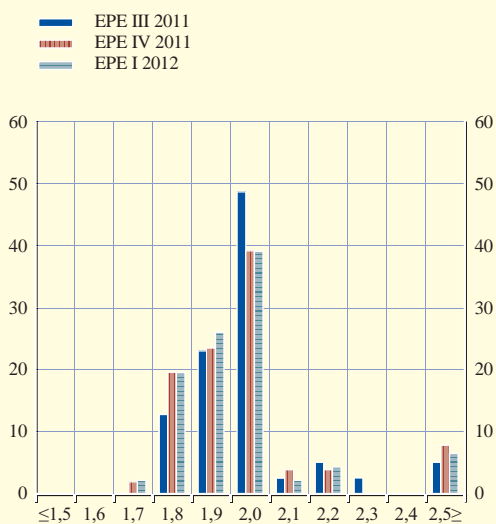
La previsión media de inflación a más largo plazo se mantiene en el 2 % para 2016. Mostradas con dos decimales, las expectativas se sitúan en el 1,98 %, en promedio, frente al 2,01 % de la encuesta anterior. La mediana y la moda de las previsiones permanecen sin variación, en el 2 %, y el porcentaje de encuestados que situaron la previsión en el 2 % se mantiene estable, en torno al 40 % (véase gráfico B). Las expectativas de inflación a más largo plazo de la EPE también son acordes, en líneas generales, con las previsiones a más largo plazo de Consensus Economics de octubre de 2011 y del Barómetro de la Zona del Euro de enero de 2012 (ambas para 2016).

La distribución de probabilidad agregada se ha desplazado ligeramente hacia la izquierda, en comparación con la encuesta anterior. La probabilidad de que la inflación se sitúe en el 2 % o por encima de este nivel ha descendido del 48 % al 46 %. Dado que sigue habiendo muchos 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.

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. La media de la distribución de probabilidad se calcula partiendo del supuesto de que la masa de probabilidad se concentra en el punto medio del intervalo.

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

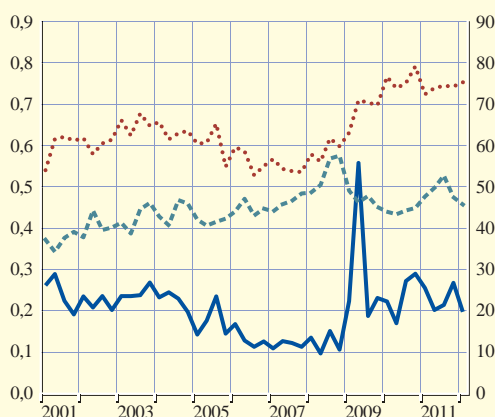
(porcentaje de encuestados)



Fuente: BCE.

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

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



Fuente: BCE.

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

El desacuerdo sobre las expectativas de inflación a más largo plazo, medido por la desviación típica de las previsiones, disminuyó hasta situarse en 0,2 puntos porcentuales (0,3 puntos porcentuales en la encuesta anterior). 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.

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

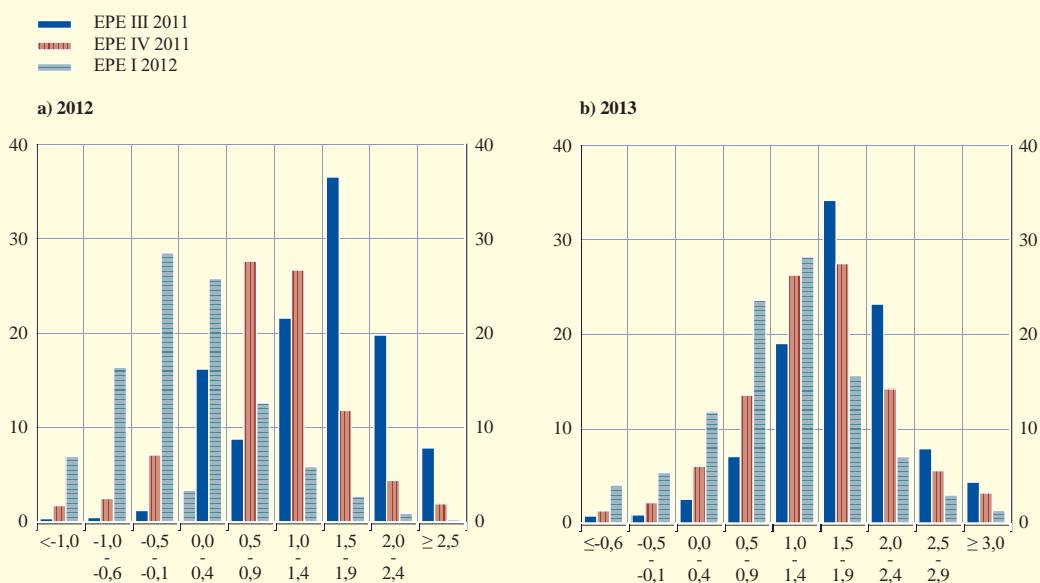
Según los resultados de la última encuesta, las expectativas de crecimiento del PIB real se sitúan en el -0,1 % para 2012 y en el 1,1 % para 2013. En comparación con las previsiones más recientes de Consensus Economics y del Barómetro de la Zona del Euro, estas expectativas son ligeramente más altas para 2012, pero prácticamente similares para 2013, y se sitúan dentro de los intervalos de las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema en diciembre de 2011.

En comparación con la EPE anterior, las expectativas de crecimiento del PIB se han revisado sustancialmente a la baja (0,9 puntos porcentuales para 2012 y 0,5 puntos porcentuales para 2013). En opinión de los encuestados, esta previsión central más negativa fue atribuible a las medidas adicionales de saneamiento presupuestario adoptadas en muchos países de la zona del euro, al nuevo endurecimiento de las condiciones de concesión del crédito, a la caída de la confianza y a un grado, en general, más elevado de incertidumbre.

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

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

(probabilidad en porcentaje)



Fuente: BCE.

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

Las distribuciones de probabilidad agregada para 2012 y 2013 se han desplazado sensiblemente hacia la izquierda. Para 2012, en particular, los encuestados asignan ahora una probabilidad del 54 % a los intervalos comprendidos entre el -0,5 % y el 0,4 % (véase gráfico D). Según los expertos encuestados, el principal riesgo alcista para la previsión central era encontrar una solución creíble a la crisis de la deuda soberana, mientras que el principal riesgo bajista estaba asociado a un nuevo empeoramiento de la crisis. Otros riesgos bajistas incluían disminuciones adicionales de la confianza, un aumento de la incertidumbre y la posibilidad de un incremento sustancial de las restricciones crediticias. Se estima que los riesgos para estas perspectivas de crecimiento son al alza para 2012 y a la baja para 2013.

Las expectativas de crecimiento a más largo plazo (para 2016) se sitúan en el 1,8 %, sin variación con respecto a las de la encuesta anterior. Se considera que los riesgos para estas perspectivas son principalmente a la baja. No obstante, la distribución de probabilidad agregada no se ha modificado sustancialmente con respecto a la encuesta anterior, y los expertos siguen asignando una probabilidad cercana al 30 % 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 %.

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

Las expectativas relativas a la tasa de desempleo se sitúan en el 10,6 % para 2012 y 2013. Estas previsiones son acordes, en líneas generales, con las previsiones más recientes de Consensus Economics y del Barómetro de la Zona del Euro. En comparación con la EPE anterior, las expectativas relativas a la tasa de desempleo se han revisado sustancialmente al alza (0,6 puntos porcentuales para 2012 y

0,9 puntos porcentuales para 2013). Según los expertos encuestados, estas revisiones al alza se debieron principalmente a revisiones a la baja de las expectativas sobre la actividad económica.

En lo que respecta a los riesgos para estas perspectivas, los encuestados mencionaron un empeoramiento de la crisis actual, un aumento de la incertidumbre y un deterioro de las condiciones de financiación como los principales riesgos alcistas, mientras que la aplicación de nuevas reformas estructurales, así como los efectos retardados de reformas ya implementadas, se consideraron riesgos bajistas. Si las previsiones se comparan con las medias de las distribuciones de probabilidad, se estima que los riesgos se sitúan ligeramente a la baja para 2012 y al alza para 2013.

Las expectativas relativas a la tasa de desempleo a más largo plazo (para 2016) han aumentado hasta el 8,8%, y se considera que los riesgos para estas perspectivas son claramente alcistas. La distribución de probabilidad agregada se ha desplazado significativamente hacia la derecha.

Otras variables y supuestos condicionantes

Según otros datos facilitados por los encuestados, los supuestos relativos al tipo de cambio entre el euro y el dólar estadounidense y al tipo de interés de las operaciones principales de financiación del BCE se han revisado considerablemente a la baja. Los supuestos sobre los precios del petróleo se han desplazado al alza, mientras que los relativos al crecimiento de la remuneración por asalariado no se han modificado. Concretamente, ahora se espera que los precios del petróleo rondan los 110 dólares por barril en 2012 y que aumenten ligeramente en 2013, así como que el tipo de cambio entre el euro y el dólar se sitúe en torno a 1,28 en 2012, y que el euro se aprecie ligeramente al final del año. Se prevé que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación del BCE se sitúe, en promedio, en el 0,9% en 2012 y en el 1% en 2013. Por último, se espera que el crecimiento medio anual de la remuneración por asalariado se establezca en torno al 2,1% en 2012 y 2013 y que aumente hasta el 2,4% a largo plazo.

4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

El crecimiento intertrimestral del PIB real, que siguió ralentizándose hasta el 0,1% en el tercer trimestre de 2011, probablemente haya sido muy débil en el cuarto trimestre. Según los datos procedentes de las encuestas de opinión correspondientes a los dos últimos meses, se observan señales incipientes de estabilización de la actividad económica en un nivel reducido. De cara al futuro, se prevé que la economía se recupere de forma muy gradual a lo largo de 2012. Los bajísimos tipos de interés a corto plazo y todas las medidas adoptadas para favorecer el funcionamiento adecuado del sector financiero de la zona del euro están respaldando la economía de la zona. Además, las tensiones existentes en los mercados financieros han disminuido en respuesta a las medidas de política monetaria adoptadas, pero también a los avances realizados en la consecución de un marco de gobernanza más fuerte y en la intensificación del proceso de consolidación fiscal en varios países de la zona del euro. Sin embargo, el exiguo crecimiento de la demanda mundial, las tensiones que persisten en los mercados de deuda soberana de la zona y sus efectos en las condiciones de concesión de créditos, así como el proceso de ajuste de los balances en los sectores financiero y no financiero, continúan frenando el dinamismo subyacente del crecimiento. Estas perspectivas están sometidas a riesgos a la baja.

4.1 PIB REAL Y COMPONENTES DE LA DEMANDA

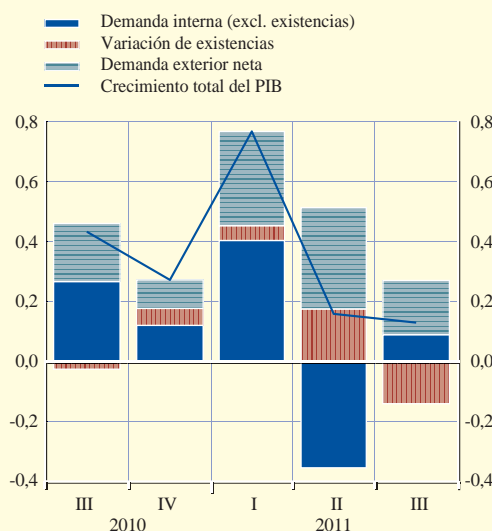
El crecimiento del PIB real de la zona del euro siguió ralentizándose, hasta situarse en una tasa intertrimestral del 0,1% en el tercer trimestre de 2011, tras un crecimiento del 0,2% en el segundo trimestre y del 0,8% en el primero (véase gráfico 27). Las menores contribuciones de la demanda exterior neta y de las existencias compensaron con creces el mayor crecimiento del consumo privado. El nivel del producto en el tercer trimestre seguía estando un 1,7% por debajo del máximo registrado en el primer trimestre de 2008.

Después de experimentar una contracción del 0,5% en el segundo trimestre de 2011, el crecimiento del consumo privado se tornó nuevamente positivo en el tercer trimestre, incrementándose un 0,2% en ese trimestre. Este incremento parece deberse totalmente al consumo de los servicios, ya que el volumen del comercio al por menor y las matriculaciones de automóviles se redujeron entre el segundo y el tercer trimestre.

Por lo que se refiere al cuarto trimestre de 2011, la información sobre el consumo privado apunta a una persistente falta de dinamismo del gasto en consumo. El volumen de ventas del comercio al por menor disminuyó de nuevo en diciembre, provocando un descenso del 0,7% en el cuarto trimestre de 2011, lo que representa un nuevo deterioro con respecto al trimestre anterior, en el que las ventas minoristas se redujeron un 0,1%. Al mismo tiempo, las matriculaciones de automóviles se elevaron de forma acusada en diciembre de 2011 con respecto al mes anterior y registraron un aumento intertrimestral del 1,3% en el cuarto trimestre de 2011. Ello constituyó una mejora en relación con el tercer trimestre, aunque el aumento compensó solo ligeramente la desaceleración del crecimiento de las ventas del comercio al por menor.

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.

Los datos de las encuestas relativos al comercio minorista muestran la constante debilidad del consumo de bienes al por menor a comienzos de 2012 (véase gráfico 28). El índice de directores de compras (PMI) del sector del comercio al por menor, que se situó por debajo del umbral de expansión de 50 a lo largo del cuarto trimestre, volvió a caer en enero de 2012, registrando un mínimo de 35 en ese mes. Sin embargo, según la Dirección General de Asuntos Económicos y Financieros (DG ECFIN), la confianza de los consumidores de la zona del euro aumentó en enero, por primera vez desde junio de 2011. A pesar de ello, tanto la confianza de los consumidores como el indicador de grandes compras esperadas de bienes duraderos se mantuvieron en niveles inferiores a sus medias de largo plazo.

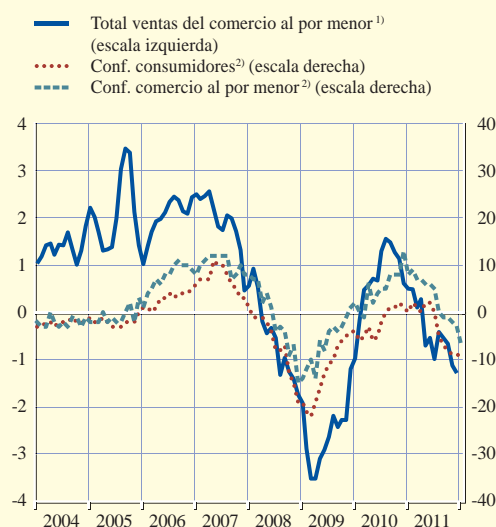
Al igual que en el segundo trimestre, la formación bruta de capital fijo se redujo un 0,1 %, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre de 2011. Por lo que respecta al detalle de la inversión en ese trimestre, la inversión en construcción se contrajo un 0,9 %, en términos intertrimestrales, mientras que la inversión, excluida la construcción, creció un 0,8 %

Si se consideran los meses siguientes, la producción industrial de bienes de equipo (indicador de la inversión futura, excluida la construcción) experimentó un incremento del 0,3 % en noviembre, tras un crecimiento del 0,9 % en octubre. El nivel medio de la producción de bienes de equipo en esos dos meses se situó, sin embargo, un 0,9 % por debajo del nivel registrado en el tercer trimestre, en comparación con una subida intertrimestral del 2,3 % en el tercer trimestre. El reciente debilitamiento se debió enteramente a una acusada caída de la producción de bienes de equipo en septiembre. 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 en el cuarto trimestre de 2011, con algunas señales incipientes de estabilización al final del año y en enero de 2012. Al mismo tiempo, las encuestas de opinión de la Comisión Europea indican que la utilización de la capacidad productiva, que había descendido durante dos períodos consecutivos de tres meses, creció ligeramente en los tres meses hasta enero de 2012.

Es también probable que la inversión en construcción haya mantenido su debilidad en el cuarto trimestre. La producción en construcción de la zona del euro se elevó un 0,7 %, en términos intermensuales, en noviembre de 2011, tras una caída del 1,4 % en el mes anterior. Siguen sin observarse señales de recuperación. Las restricciones de financiación y los ajustes en curso en el mercado de la vivienda en varios países de la zona del euro podrían afectar a la inversión en construcción en el período siguiente. Los indicadores de opinión confirman el panorama de continua debilidad de la inversión en construcción. 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 enero de 2012). Mientras tanto, el PMI de la construcción de la zona del euro se situó, en promedio, por debajo de 50 durante el cuarto trimestre, señalando una nueva evolución negativa en ese 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. Incluido el combustible.
2) Saldos netos; datos desestacionalizados ajustados a la media.

En cuanto a los flujos comerciales, tanto las importaciones como las exportaciones crecieron de forma moderada en el tercer trimestre de 2011. No obstante, en los dos primeros meses del cuarto trimestre las importaciones cayeron, en comparación con el trimestre precedente, debido a la contención de la demanda interna y a la depreciación del euro en los meses anteriores. Las exportaciones también se redujeron en el mismo período, aunque en menor medida, como consecuencia de una demanda externa más débil. De cara al futuro, el PMI de nuevos pedidos exteriores del sector manufacturero de la zona del euro mejoró de forma acusada en enero por segundo mes consecutivo. Si bien el PMI se mantuvo por debajo de 50, las señales incipientes de estabilización sugieren que el crecimiento de las exportaciones de la zona podría reanudarse gradualmente en torno a finales de año.

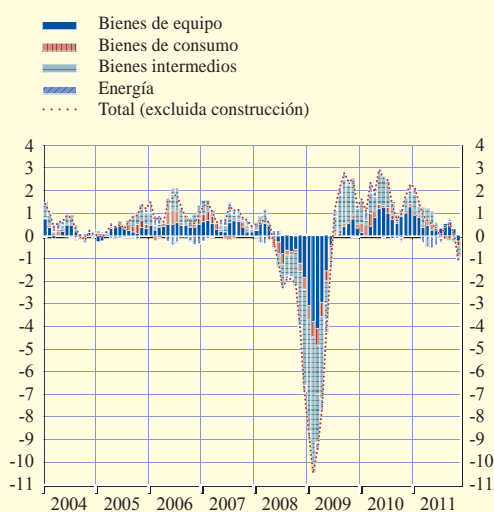
4.2 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

El valor añadido real se incrementó un 0,1 %, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre de 2011. La actividad en la industria (excluida la construcción) creció un 0,3 %, mientras que la actividad en los servicios aumentó un 0,1 %. Al mismo tiempo, el valor añadido de la construcción se contrajo un 0,5 %, en tasa intertrimestral.

Por lo que se refiere a la evolución observada en el cuarto trimestre, el crecimiento de la producción industrial (excluida la construcción) registró un aumento del 0,1 % en noviembre, tras un descenso del 0,2 % en el mes anterior. La tasa de variación intertrimestral, calculada como la media móvil de tres meses del índice, pasó del 0,1 % observado en octubre al -1,1 % de noviembre (véase gráfico 29). Esta

Gráfico 29 Crecimiento de la producción industrial y contribuciones

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



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

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

(datos mensuales desestacionalizados)



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

es la primera vez que este indicador se torna negativo desde la recesión de 2008-2009. También constituye una marcada desaceleración, si se compara con el tercer trimestre, cuando la producción experimentó un crecimiento intertrimestral del 0,5 %. Mientras tanto, en noviembre los nuevos pedidos industriales de la zona del euro (excluido el material de transporte pesado) disminuyeron un 0,5 %, en tasa intermensual, tras un descenso algo mayor en octubre. La tasa de variación intertrimestral de los nuevos pedidos industriales, que fue del -3,3 % en octubre, se redujo de nuevo, hasta situarse en el -5,3 %. Aunque los datos de las encuestas más recientes confirman un panorama de debilidad para el cuarto trimestre, también señalan una ligera mejora a comienzos del primer trimestre de 2012. Por ejemplo, el PMI de producción del sector manufacturero aumentó en enero por segundo mes consecutivo, y alcanzó un nivel coherente con el crecimiento positivo registrado por primera vez desde julio de 2011 (véase gráfico 30). Al mismo tiempo, los datos de las encuestas de opinión de la Comisión Europea indican que las restricciones a la producción disminuyeron ligeramente en los tres meses hasta enero de 2012, aproximándose a los niveles observados en el segundo y el tercer trimestre de 2011. Este descenso está relacionado principalmente con factores de oferta, como la mayor disponibilidad de equipo y empleo. El PMI de los servicios también superó el umbral de expansión de 50 en enero de 2012, después de haber estado por debajo durante el cuarto trimestre de 2011. Otras encuestas de opinión, como las de la Comisión Europea, están prácticamente en línea con la evolución del PMI.

MERCADO DE TRABAJO

La situación de los mercados de trabajo se ha deteriorado. Mientras que el empleo ha disminuido, la tasa de paro ha aumentado. Los datos procedentes de las encuestas prevén que se vuelva a registrar una nueva evolución negativa. El empleo cayó un 0,1 %, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre de 2011, tras registrar un crecimiento positivo en los dos trimestres anteriores (véase cuadro 7). En cambio, las horas trabajadas se elevaron un 0,1 %, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre. Desde una perspectiva sectorial, y en términos intertrimestrales, las últimas cifras indican que el empleo en la industria (excluida la construcción) y en los servicios se mantuvo estabilizado entre el segundo y el tercer trimestre, mientras que en la construcción se redujo de forma acusada (un 1,6 %).

Cuadro 7 Crecimiento del empleo

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

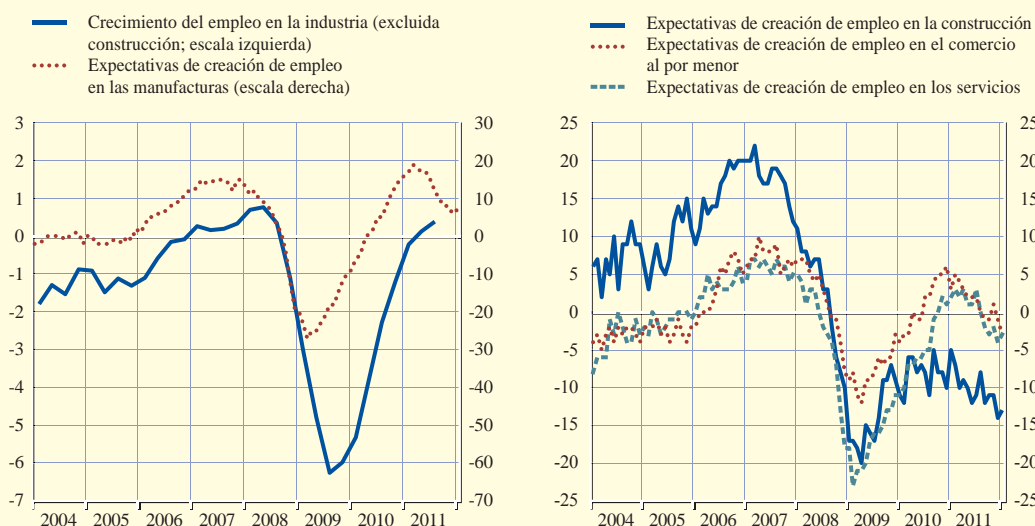
	Personas					Horas				
	Tasas interanuales		Tasas intertrimestrales			Tasas interanuales		Tasas intertrimestrales		
	2009	2010	2011 I	2011 II	2011 III	2009	2010	2011 I	2011 II	2011 III
Total de la economía	-1,8	-0,5	0,1	0,2	-0,1	-3,4	0,0	0,6	-0,1	0,1
<i>Del cual:</i>										
Agricultura y pesca	-2,2	-0,9	-1,6	0,8	-1,0	-3,1	-0,7	-0,7	-0,4	-1,6
Industria	-5,6	-3,3	-0,2	0,0	-0,5	-8,7	-1,8	0,5	-0,4	-0,2
Excluida construcción	-5,0	-3,2	0,2	0,1	0,0	-8,9	-0,9	0,7	-0,1	0,2
Construcción	-6,8	-3,7	-1,2	-0,3	-1,6	-8,3	-3,6	0,2	-1,1	-1,1
Servicios	-0,5	0,4	0,2	0,3	0,0	-1,6	0,6	0,7	0,0	0,4
Comercio y transporte	-1,8	-0,7	0,0	0,5	0,2	-2,9	-0,3	0,5	0,2	0,6
Información y comunicaciones	-0,8	-1,0	1,0	0,3	-0,2	-1,3	-0,5	1,4	0,3	0,3
Actividades financieras y de seguros	0,1	-0,8	0,5	-0,2	-0,1	-1,5	-0,3	1,1	-0,5	-0,3
Actividades inmobiliarias	-2,7	-0,5	1,7	-0,5	-1,0	-3,7	0,9	1,0	-1,7	-0,1
Actividades profesionales	-2,5	1,8	0,9	0,9	-0,3	-3,8	2,5	1,5	0,3	0,2
Administración pública	1,4	1,1	-0,2	-0,1	0,0	1,1	1,3	0,3	0,0	0,1
Otros servicios ¹⁾	1,1	0,7	0,4	-0,1	0,2	-0,3	0,1	0,7	-0,7	1,4

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

Gráfico 31 Crecimiento del empleo y expectativas de creación de empleo

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

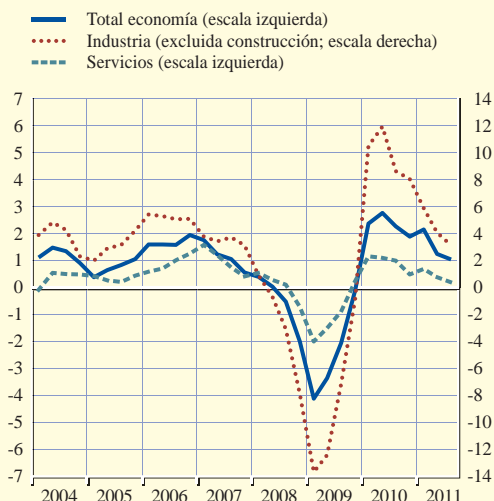


Fuentes: Eurostat y encuestas de opinión de la Comisión Europea.
Notas: Los saldos netos están ajustados a la media.

Aunque el crecimiento intertrimestral del PIB superó el del empleo en el tercer trimestre, el crecimiento interanual de la productividad del trabajo por persona ocupada se redujo un 1,0 %, con respecto al 1,3 % del segundo trimestre (véase gráfico 32). Al mismo tiempo, el crecimiento interanual de la productividad por hora trabajada siguió disminuyendo (en 0,5 puntos porcentuales), hasta el 0,8 % en el tercer trimestre

Gráfico 32 Productividad del trabajo por persona ocupada

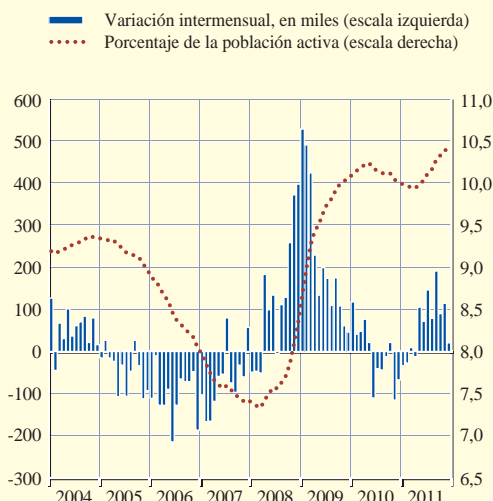
(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico 33 Desempleo

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

de 2011. Por lo que respecta al cuarto trimestre, la evolución más reciente del PMI de productividad sugiere un nuevo descenso del crecimiento de la productividad.

En diciembre, la tasa de desempleo se situó en el 10,4%, sin cambios con respecto al mes anterior (véase gráfico 33), lo que supone un incremento de 0,5 puntos porcentuales en comparación con abril de 2011, cuando la tasa de paro comenzó a elevarse nuevamente. Los indicadores de opinión apuntan al mantenimiento de la evolución negativa del empleo tanto en la industria como en los servicios en el cuarto trimestre de 2011 y a comienzos del primer trimestre de 2012 (véase gráfico 31). Los últimos datos están en consonancia con las revisiones al alza de la tasa de desempleo que la encuesta a expertos en previsión económica (EPE) prevé para 2012 y 2013 (véase el recuadro 7 en la sección 3).

4.3 PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

El crecimiento intertrimestral del PIB real, que siguió ralentizándose hasta el 0,1% en el tercer trimestre de 2011, probablemente haya sido muy débil en el cuarto trimestre. Según los datos procedentes de las encuestas de opinión correspondientes a los dos últimos meses, se observan señales incipientes de estabilización de la actividad económica en un nivel reducido. De cara al futuro, se prevé que la economía se recupere de forma muy gradual a lo largo de 2012. Los bajísimos tipos de interés a corto plazo y todas las medidas adoptadas para favorecer el funcionamiento adecuado del sector financiero de la zona del euro están respaldando la economía de la zona. Además, las tensiones existentes en los mercados financieros han disminuido en respuesta a las medidas de política monetaria adoptadas, pero también a los avances realizados en la consecución de un marco de gobernanza más fuerte y en la intensificación del proceso de consolidación fiscal en varios países de la zona del euro. Sin embargo, el exiguo crecimiento de la demanda mundial, las tensiones que persisten en los mercados de deuda soberana de la zona y sus efectos en las condiciones de concesión de créditos, así como el proceso de ajuste de los balances en los sectores financiero y no financiero, continúan frenando el dinamismo subyacente del crecimiento.

Estas perspectivas están sometidas a riesgos a la baja, relacionados principalmente con las tensiones existentes en los mercados de deuda de la zona del euro y con su posible contagio a la economía real de la zona. Los riesgos a la baja también guardan relación con una posible evolución adversa de la economía mundial, aumentos de los precios de las materias primas mayores de lo previsto y la posibilidad de que se produzca una corrección desordenada de los desequilibrios mundiales.

ARTÍCULOS

EL CRECIMIENTO DEL DINERO Y DEL CRÉDITO DESPUÉS DE CRISIS ECONÓMICAS Y FINANCIERAS: UNA PERSPECTIVA HISTÓRICA MUNDIAL



Los patrones de crecimiento medio del dinero y del crédito observados en torno a anteriores crisis económicas y financieras constituyen una referencia útil para valorar la evolución actual y futura del dinero, del crédito y del producto. Esto es especialmente válido si se realiza una distinción entre diferentes tipos de recesión, concretamente entre las que coincidieron con una crisis financiera y las que no. En este artículo se establecen patrones históricos para esos tipos de recesión y se comparan con datos de la zona del euro de los últimos años. En líneas generales, la evolución reciente de los agregados monetarios y crediticios en la zona parece ser acorde con los patrones generales observados en fases de recesión y de recuperación en economías de la OCDE desde 1960, si la contracción económica reciente se compara con recesiones que fueron acompañadas de crisis bancarias sistémicas. Por ejemplo, el crecimiento del agregado monetario amplio, del agregado monetario estrecho y del crédito interno suele ser divergente en esos periodos, siendo habitual que el crecimiento de MI anticipe un cambio de sentido del ciclo económico, que el del agregado monetario amplio evolucione en consonancia con el ciclo económico (aunque de forma menos pronunciada durante la fase descendente del ciclo), y que el crecimiento del crédito vaya a la zaga de la recuperación de la actividad económica. De cara al futuro no se puede descartar una mayor interrelación entre los agregados monetarios y crediticios de la zona del euro (con la posibilidad de que, como resultado, el producto se desvíe de sus medias históricas), debido principalmente a la presencia simultánea de diversos factores. Esto último puede estar relacionado con: i) los niveles inusualmente elevados de endeudamiento de los sectores público y privado en los últimos años; ii) la interrelación entre la crisis de la deuda soberana, la inquietud de los inversores y las presiones sobre la financiación y el capital de las entidades de crédito en varios países europeos, y iii) la mayor intensidad de propagación de la crisis a escala internacional.

I INTRODUCCIÓN

El BCE realiza un seguimiento periódico de los agregados monetarios para calibrar las presiones inflacionistas a medio y a largo plazo en el contexto del pilar monetario. A tal fin, resulta de utilidad valorar los diversos componentes y contrapartidas de los agregados monetarios a partir de su grado de persistencia (con la posibilidad de utilizar los componentes de baja frecuencia y de frecuencia cíclica en el análisis), ya que el papel que desempeña el dinero en la economía varía en función de una serie de factores, entre los que se incluye la fase del ciclo económico. Por tanto, analizar los patrones de crecimiento del agregado monetario amplio y de sus componentes y contrapartidas durante una fase concreta del ciclo económico, es decir, durante una recesión, puede ayudar a entender las señales que ofrece la evolución monetaria. Este análisis no solo proporciona información sobre el comportamiento futuro del crecimiento del dinero, sino que también permite valorar hasta qué punto es probable que la evolución actual y futura de los agregados monetarios sea temporal, así como el impacto correspondiente sobre el producto y la

inflación¹. En este contexto, en este artículo se examina la evolución reciente del agregado monetario amplio en la zona del euro, su principal componente (el agregado monetario estrecho) y su contrapartida más importante (el crédito interno), y se compara con la de determinados países de la OCDE en torno a los periodos en los que se han producido recesiones desde 1960². También se efectúa una comparación de la evolución reciente con los patrones generales observados durante y después de recesiones anteriores, centrandose especialmente en las recesiones que coincidieron con una crisis bancaria sistémica, ya que pueden ser el mejor punto de referencia en lo que respecta a la crisis reciente.

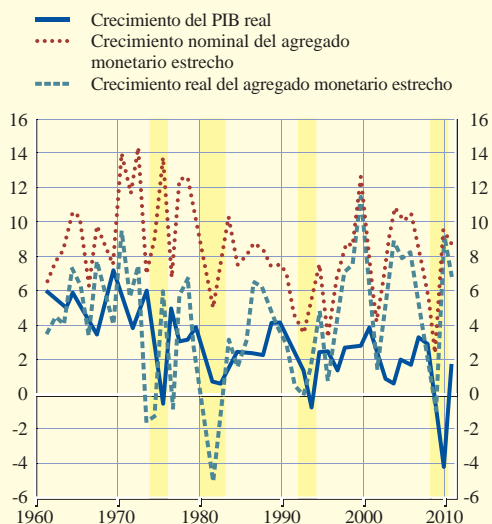
La recesión que se registró en la zona del euro y en otras economías avanzadas en 2008 y 2009 fue la más grave en décadas. En la zona del euro ha sido la más profunda al menos desde 1960 (no se

1 Para más detalles sobre diversos aspectos del análisis monetario que lleva a cabo el BCE, véase L. Papademos y J. Stark (eds.), *Enhancing monetary analysis*, BCE, 2010.

2 Este artículo se basa en datos disponibles para el período comprendido hasta el 15 de enero de 2012.

Gráfico 1 Crecimiento del PIB real y del agregado monetario estrecho en la zona del euro

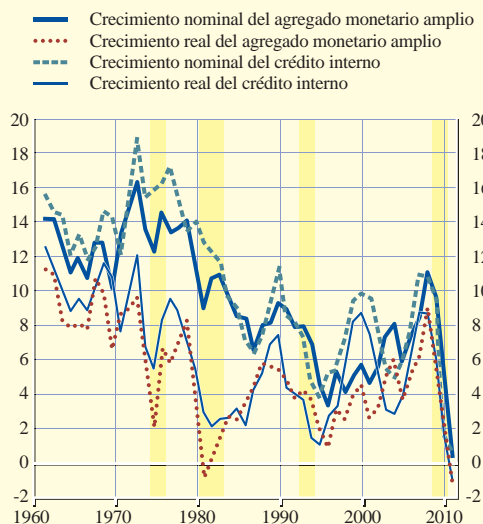
(tasas de variación interanual)



Fuentes: BCE, Comisión Europea y cálculos del BCE.
Nota: Las zonas sombreadas indican recesiones en la zona del euro, según la definición del Comité de Datación de los Ciclos Económicos en la Zona del Euro del Centre for Economic Policy Research.

Gráfico 2 Crecimiento del agregado monetario amplio y del crédito interno en la zona del euro

(tasas de variación interanual)



Fuentes: BCE, Comisión Europea y cálculos del BCE.
Nota: Las zonas sombreadas indican recesiones en la zona del euro, según la definición del Comité de Datación de los Ciclos Económicos en la Zona del Euro del Centre for Economic Policy Research.

pueden construir agregados sintéticos anuales de la zona con suficiente cobertura para períodos anteriores a ese año) y posiblemente incluso desde la Gran Depresión (véase gráfico 1)³. Esta recesión económica coincidió con tensiones generalizadas en los mercados financieros y estuvo ligada a dificultades en el sector bancario, al estallido de burbujas en los precios de los activos y a la contracción del crédito en muchos países de la zona del euro y en otras economías avanzadas. La crisis económica y financiera afectó significativamente al crecimiento del dinero y del crédito. En 2010, por ejemplo, tanto el crecimiento del agregado monetario amplio como el del crédito interno en la zona fueron los más débiles observados, tanto en términos reales como nominales, al menos desde 1960 (véase gráfico 2)⁴. El crecimiento del agregado monetario estrecho cayó con fuerza en 2008 en términos reales y nominales, antes de recuperarse, confirmando con ello sus propiedades de indicador adelantado en lo que respecta a los puntos de inflexión del crecimiento del PIB real. En otras economías avanzadas se observó una evolución similar.

Pese a que, en determinados aspectos, la crisis económica y financiera reciente carecía de precedentes en el período transcurrido desde la Segunda Guerra Mundial, es posible extraer algunas lecciones comparando su evolución con la de otras recesiones y crisis financieras experimentadas en economías avanzadas en las cinco últimas décadas. Ciertamente, el hecho de que los patrones generales observados en episodios anteriores compartan ciertas características con la crisis reciente puede

3 Para el período 1995-2010, los datos anuales sobre el PIB real de la zona del euro se basan en datos de Eurostat (ESA 95). Para el período 1960-1994, los datos de Eurostat se han proyectado hacia atrás en el tiempo utilizando datos de la Comisión Europea (base de datos AMECO). Estas series son agregados de la zona del euro para los doce países que integraban la zona en 2002 (el mayor agregado de la zona del euro para el que pueden encontrarse datos históricos para la totalidad del período transcurrido desde 1960 en bases de datos oficiales).

4 Para el período 1980-2010, los datos anuales sobre los agregados monetarios y crediticios y los precios de consumo de la zona del euro (utilizados para deflactar las series monetarias y del crédito) se basan en datos del BCE. Para el período 1960-1979, los datos del BCE se proyectan hacia atrás en el tiempo utilizando datos de la Comisión Europea (base de datos AMECO). Estas series son agregados de la zona del euro para los doce países que integraban la zona del euro en 2002 (el mayor agregado de la zona del euro para el que pueden encontrarse datos históricos para la totalidad del período transcurrido desde 1960 en bases de datos oficiales).

constituir un punto de referencia de utilidad para valorar el comportamiento actual del dinero y del crédito y obtener información sobre su evolución futura. Huelga decir que cada crisis tiene características únicas, lo que se debe tener presente para evitar aplicar de manera automática patrones históricos a la situación actual. Además, es importante no solo valorar las regularidades históricas y cualquier incertidumbre relacionada, sino también examinar aquellos factores que puedan implicar desviaciones de estos patrones generales.

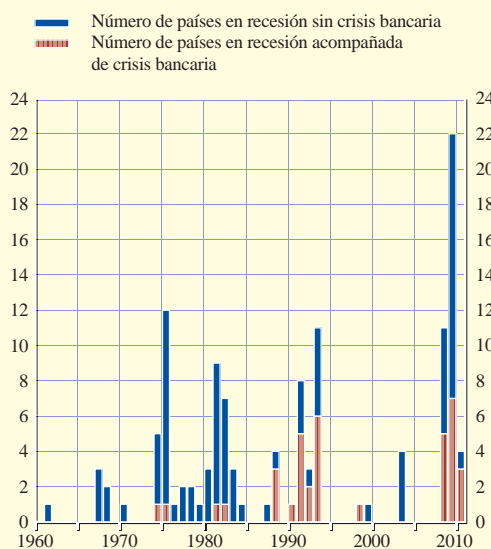
Este artículo se estructura de la siguiente manera. En la sección 2 se presenta una panorámica de la evolución general del crecimiento del agregado monetario amplio, del agregado monetario estrecho y del crédito interno en torno a períodos de recesión en países de la OCDE entre 1960 y 2010, dedicando especial atención a determinados tipos de recesión. Dado que esto afecta a la evolución a corto y a medio plazo del producto, la atención se centra fundamentalmente en los agregados monetarios y crediticios expresados en términos reales. En la sección 3 se analizan los principales factores que pueden explicar los distintos patrones observados en el crecimiento del dinero y del crédito en épocas de recesión, y también se ponen de relieve los factores específicos que podrían contribuir a que el crecimiento de estos agregados en la zona del euro se desvíe de sus medias históricas. Por último, y a partir del análisis presentado, se extraen algunas conclusiones relativas a una posible recuperación futura del crecimiento del dinero y del crédito en la zona del euro.

2 PATRONES DE CRECIMIENTO DEL DINERO Y DEL CRÉDITO EN TORNO A PERÍODOS DE CRISIS

Las recesiones son un fenómeno recurrente en todas las economías avanzadas, como puede apreciarse, por ejemplo, aplicando una simple regla empírica según la cual las recesiones se definen como períodos de uno o más años de crecimiento anual negativo del PIB real. Esta definición no recoge todas las recesiones, tal como se entienden estas habitualmente, sino solo las más severas. No obstante, incluso utilizando esa definición, las economías avanzadas para las que se dispone de datos

Gráfico 3 Recesiones y crisis bancarias en países de la OCDE, 1960-2010

(número de países)



Fuentes: BCE, Comisión Europea y cálculos del BCE.

Notas: Se consideran 23 países de la OCDE: doce países de la zona del euro y otros once países de la OCDE (véase la nota a pie de página 5). Para conocer definiciones de recesiones y crisis bancarias, véanse el texto principal y la nota a pie de página 8.

históricos (en este caso, doce países de la zona del euro y otros once de la OCDE) registraron 87 recesiones entre 1960 y 2010 (véase gráfico 3)⁵, con una duración media de 1,4 años, lo que corresponde a una probabilidad del 11 % de que un país experimente una recesión un año determinado.

Las crisis financieras tampoco han sido excepcionales en el período considerado. Por ejemplo, de acuerdo con una cronología de crisis bancarias ampliamente utilizada⁶, en los 23 países de la OCDE considerados se produjeron 24 crisis bancarias (es decir, períodos de uno o más años de crisis bancaria), que, en promedio, tuvieron una duración de cuatro años, lo que supone una probabilidad de alrededor del 8 % de que un país experimente una

5 Los países de la zona del euro considerados son: Austria, Bélgica, Finlandia, Francia, Alemania, Grecia, Irlanda, Italia, Luxemburgo, Países Bajos, Portugal y España. Los demás países de la OCDE considerados son: Australia, Canadá, Dinamarca, Islandia, Japón, Nueva Zelanda, Noruega, Suecia, Suiza, Reino Unido y Estados Unidos.

6 Véase C. Reinhart y K. Rogoff, *This time is different. Eight centuries of financial folly*, Princeton University Press, Princeton, 2009 (particularmente los datos del apéndice A.3).

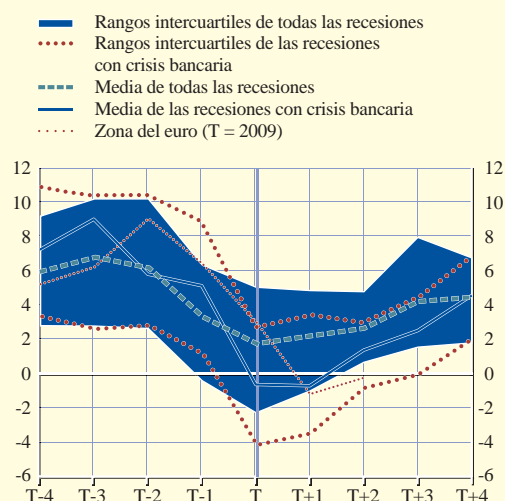
crisis bancaria un año determinado. En la muestra considerada, en 23 episodios se registró una recesión y una crisis bancaria (esto es, la crisis bancaria ocurrió el mismo año o en los años inmediatamente anteriores o posteriores a la recesión). Según los datos analizados, los períodos de recesiones generalizadas y de recesiones acompañadas de crisis bancarias fueron los siguientes: mediados de la década de los setenta, principios de los años ochenta y de los noventa, y el período 2008-2010.

CRECIMIENTO MEDIO DEL AGREGADO MONETARIO AMPLIO EN TORNO A PERÍODOS DE CRISIS

El crecimiento del agregado monetario amplio⁷ tiende a ser un buen indicador adelantado de la inflación medida por los precios de consumo a medio y a largo plazo. No obstante, la evolución del crecimiento de este agregado en términos reales asociada al ciclo económico también está ligada al crecimiento del PIB real. De hecho, en esas frecuencias, la demanda monetaria también se ve influida por consideraciones relativas a las carteras que están relacionadas con la evolución de la actividad económica. La experiencia en economías avanzadas en las cinco últimas décadas indica que el crecimiento medio del agregado monetario amplio en términos reales tiende a descender en torno a los períodos de recesión de manera acorde con el crecimiento del PIB real (aunque de forma menos pronunciada y permaneciendo en niveles positivos; véase gráfico 4). Además, los mínimos que se registran en la expansión del agregado monetario amplio en términos reales suelen coincidir con los que se observan en el crecimiento del PIB real, y las recuperaciones del crecimiento del dinero después de recesiones tienden a producirse a un ritmo relativamente moderado. El hecho de que el crecimiento del agregado monetario amplio en términos reales evolucione en consonancia con el PIB real, pero se contraiga menos que este en las recesiones, puede deberse a diversos factores, como, por ejemplo: i) desplazamientos de cartera hacia instrumentos más líquidos y de menor riesgo, con el objetivo de reducir el riesgo de cartera o por motivos de precaución, y ii) la necesidad de compensar la disminución del crecimiento de la renta disponible y suavizar el gasto en consumo mediante una reduc-

Gráfico 4 Crecimiento medio del agregado monetario amplio en términos reales en torno a períodos de recesiones y crisis bancarias

(tasas de variación interanual; puntos porcentuales)



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

Notas: Se consideran 23 países de la OCDE: doce países de la zona del euro y otros once países de la OCDE (véase la nota a pie de página 5). Las medias se basan en datos nacionales, de modo que no se incluyen agregados de la zona del euro. El período «T» representa el primer año de recesión. Para conocer definiciones de recesiones y crisis bancarias, véanse el texto principal y la nota a pie de página 8. Los datos de la zona del euro correspondientes a 2011 son estimaciones basadas en datos disponibles hasta noviembre de ese año.

ción del ahorro destinado a inversiones financieras a largo plazo. En la fase de recuperación, los desplazamientos de cartera hacia activos de mayor riesgo podrían explicar por qué el crecimiento del agregado monetario amplio no se recupera con la misma fuerza que el producto. La variabilidad del crecimiento del agregado monetario amplio en términos reales tiende a ser significativa en torno a períodos de recesión, como demuestra la diferencia media de 6 puntos porcentuales observada entre los cuartiles superior e inferior. La evolución reciente del crecimiento real de M3 en la zona del euro parece haber sido similar a la registrada, en promedio, en recesiones anteriores, aunque el crecimiento siguió disminuyendo en 2010 pese a que la recesión

⁷ En este caso, el agregado monetario amplio se aproxima por M3, o por M2 cuando no sea posible. Estas series se deflactan utilizando índices armonizados de precios de consumo o, si no es posible, índices de precios de consumo. Las principales fuentes de los datos son el BCE y la Comisión Europea (base de datos AMECO), y los datos no disponibles se han obtenido del BPI (base de datos BISM), el FMI (base de datos IFS) y la OCDE (base de datos Economic Outlook). Las medias se basan en datos nacionales, de forma que no incluyen agregados de la zona del euro.

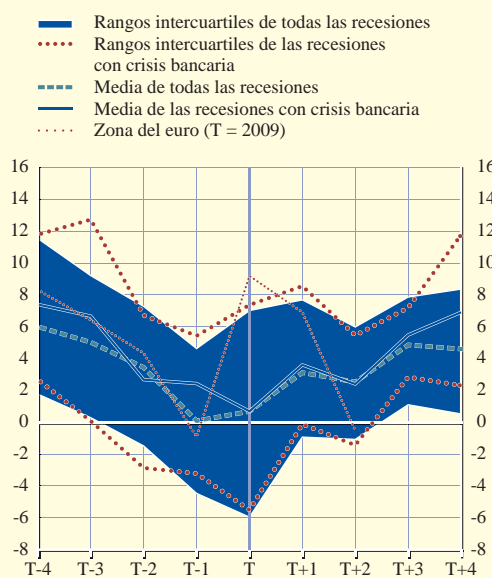
había terminado. Dicho esto, un retraso de este tipo en la recuperación parece ser habitual en recesiones que van acompañadas de una crisis bancaria⁸. En consecuencia, la leve recuperación del crecimiento del agregado monetario amplio en términos reales en la zona del euro en 2011 también fue acorde, en líneas generales, con recesiones anteriores en las que se produjo una crisis bancaria.

CRECIMIENTO MEDIO DEL AGREGADO MONETARIO ESTRECHO EN TORNO A PERÍODOS DE CRISIS

El crecimiento del agregado monetario estrecho⁹, M1, tiende a estar estrechamente relacionado con el de la actividad real. No obstante, aunque es un indicador menos fiable de la fortaleza del crecimiento del PIB real, el crecimiento de este agregado en términos reales tiende a ser un buen indicador adelantado de los puntos de inflexión del crecimiento económico. Por tanto, aunque en la muestra considerada la correlación media entre el crecimiento del agregado monetario estrecho y el del PIB, ambos en términos reales, es significativa, pero no muy intensa (23%), el contenido informativo del crecimiento real de M1 justo antes y después de recesiones parece ser muy valioso. De hecho, parece que el crecimiento real medio de M1 tiende a descender hasta niveles próximos a cero el año anterior a una recesión, antes de empezar a recuperarse lentamente durante el primer año de recesión (véase gráfico 5). Sin embargo, en caso de que una recesión coincida con una crisis bancaria, el crecimiento real de M1 suele tender a disminuir más el primer año de recesión. Esto indica que los crecimientos medios del agregado monetario amplio y estrecho tienden a divergir el primer año de recesión, aunque esto es menos probable cuando la recesión va acompañada de una crisis bancaria. Es posible que esta divergencia refleje los diversos grados de liquidez de los principales componentes del agregado monetario amplio, ya que el agregado estrecho atrae fondos en períodos de aumento de la incertidumbre en detrimento de otros componentes (debido, por ejemplo, al menor coste de oportunidad de mantener efectivo y depósitos a la vista en esos períodos) y permite reasignar fondos con más rapidez en respuesta a cambios en las perspectivas económicas.

Gráfico 5 Crecimiento medio del agregado monetario estrecho en términos reales en torno a períodos de recesiones y crisis bancarias

(tasas de variación interanual; puntos porcentuales)



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

Notas: Se consideran 23 países de la OCDE: doce países de la zona del euro y otros once países de la OCDE (véase la nota a pie de página 5). Las medias se basan en datos nacionales, de modo que no se incluyen agregados de la zona del euro. El período «T» representa el primer año de recesión. Para conocer definiciones de recesiones y crisis bancarias, véanse el texto principal y la nota a pie de página 8. Los datos de la zona del euro correspondientes a 2011 son estimaciones basadas en datos disponibles hasta noviembre de ese año.

La variabilidad del crecimiento del agregado monetario estrecho en torno a períodos de recesión es claramente mayor que la del crecimiento del agregado monetario amplio, ambos medidos en términos reales, como indica la diferencia media de 9 puntos porcentuales entre los cuantiles superior e inferior. La evolución reciente del crecimiento real de M1 en la zona del euro parece haberse apartado ligeramente de estos patrones generales, especialmente si se considera la fuerte recuperación observada en 2009 y su posterior retroceso.

- 8 Las recesiones que van acompañadas de crisis bancarias se definen como recesiones (esto es, períodos de uno o más años de crecimiento negativo del PIB real) que llevan aparejadas una crisis bancaria durante la recesión o en los años inmediatamente anteriores o posteriores. Utilizando esta definición, de las 87 recesiones consideradas en la muestra, en 23 también se registraron crisis bancarias, entre las que se incluyen 17 en el período anterior a 2007. La evidencia no cambia de manera significativa si las medias excluyen las recesiones de 2008-2010.
- 9 En este caso, el agregado monetario estrecho se mide por M1 para todos los países. Para más información sobre el tratamiento y las fuentes de los datos, véase la nota a pie de página 7.

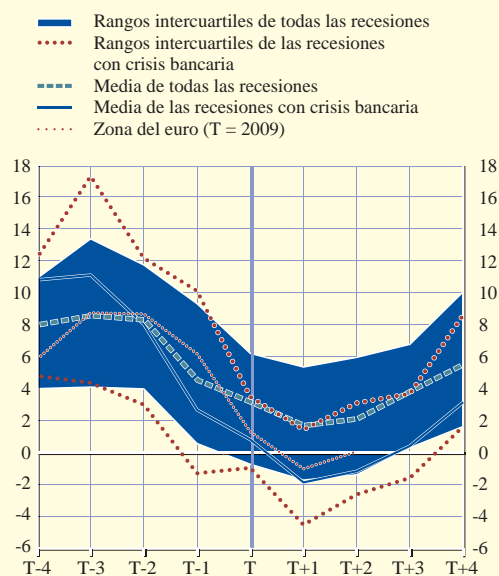
Esta evolución no es acorde, en gran medida, con los patrones históricos generales observados en el período que sigue a una recesión, con o sin crisis bancaria. En consecuencia, es probable que tal evolución esté vinculada a factores específicos de los últimos años, especialmente el grado particularmente elevado de incertidumbre y volatilidad.

CRECIMIENTO MEDIO DEL CRÉDITO INTERNO EN TORNO A PERÍODOS DE CRISIS

El crecimiento del crédito interno¹⁰ en términos reales tiende a presentar un alto grado de sincronización con el crecimiento del PIB real y con frecuencia parece ir ligeramente a la zaga de los puntos de inflexión del crecimiento de la actividad económica real, lo que queda confirmado en los patrones de crecimiento medio del crédito interno observados en torno a períodos de crisis en países de la OCDE durante las cinco últimas décadas. Por ejemplo, el crecimiento real del crédito tendió a descender en los dos años inmediatamente anteriores a una recesión y a seguir reduciéndose el año siguiente, antes de recuperarse, aunque solo gradualmente, en los años posteriores (véase gráfico 6). El crecimiento real del crédito suele tender a disminuir de manera más pronunciada cuando las recesiones van acompañadas de crisis bancarias, pasando incluso a ser negativo en los dos años siguientes al primer año de recesión. Esto indica que el crecimiento del agregado monetario amplio y su principal contrapartida (el crecimiento del crédito interno) tienden a ser divergentes después del primer año de recesión. Es probable que esto refleje las recuperaciones «sin crédito» que se observan con frecuencia y que pueden estar vinculadas a diversos factores. En primer lugar, aunque el agregado monetario amplio se vea favorecido por los mencionados desplazamientos de fondos hacia activos más líquidos, a las entidades de crédito les puede resultar cada vez más difícil obtener financiación en los mercados de capitales. Esto, a su vez, implica ajustes en sus balances, una reducción de la oferta de préstamos y la necesidad de llevar a cabo procesos de desapalancamiento durante las recesiones (con la posibilidad de que el desapalancamiento continúe durante la fase inicial de la recuperación hasta que quede clara su sostenibilidad). Huelga decir que estos problemas se agudizan en caso de que la recesión coincida con una crisis bancaria, situación que con frecuencia se caracteriza por una disminución de los activos bancarios totales y del tamaño de las carteras de crédito de las entidades (en términos reales)¹¹.

Gráfico 6 Crecimiento medio del crédito interno en términos reales en torno a períodos de recesiones y crisis bancarias

(tasas de variación interanual; puntos porcentuales)



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

Notas: Se consideran 23 países de la OCDE: doce países de la zona del euro y otros once países de la OCDE (véase la nota a pie de página 5). Las medias se basan en datos nacionales, de modo que no se incluyen agregados de la zona del euro. El período «T» representa el primer año de recesión. Para conocer definiciones de recesiones y crisis bancarias, véanse el texto principal y la nota a pie de página 8. Los datos de la zona del euro correspondientes a 2011 son estimaciones basadas en datos disponibles hasta noviembre de ese año.

10 El crédito interno se aproxima por los préstamos concedidos por el sector bancario a residentes nacionales que no sean entidades de crédito. Los datos históricos se refieren principalmente al crédito, en lugar de referirse únicamente a préstamos a residentes (es decir, incluyen otros activos frente al sector privado no financiero, como los valores de renta fija privada), de modo que los datos sobre el crecimiento de los préstamos se proyectan hacia atrás en el tiempo utilizando datos sobre la expansión del crédito interno. Estas series se deflactan utilizando índices armonizados de precios de consumo o, si no es posible, índices de precios de consumo. Las principales fuentes de los datos son el BCE, el BPI (base de datos BISM) y el FMI (base de datos IFS). Las medias se basan en datos nacionales, de forma que no incluyen agregados de la zona del euro.

11 Véase, por ejemplo, la evidencia que se presenta en el recuadro 3 («El sector bancario durante las crisis sistémicas: lecciones del pasado»), en el artículo titulado «La última recesión en la zona del euro en un contexto histórico», *Boletín Mensual*, BCE, noviembre de 2009.

En segundo lugar, para limitar la proporción de préstamos morosos (que tiende a aumentar en las recesiones), y dado que existen problemas de información asimétrica, como la selección adversa y el riesgo moral, es posible que las entidades de crédito prefieran restringir el volumen de préstamos concedidos en lugar de optar principalmente por ajustar los tipos de interés que aplican a los préstamos y créditos. En tercer lugar, en las fases iniciales de una recuperación puede que las sociedades no financieras prefieran recurrir a fuentes de financiación internas, a la financiación en los mercados y a la financiación interempresarial para financiar sus necesidades de inversión, contener su exposición al sistema bancario y limitar sus ratios de endeudamiento.

El grado de variabilidad que se aprecia en el crecimiento real del crédito en torno a períodos de recesión parece ser relativamente elevado si se compara con el del crecimiento del agregado monetario amplio en términos reales, y solo ligeramente inferior al del crecimiento del agregado monetario estrecho en términos reales (con una diferencia media de 8 puntos porcentuales entre los cuartiles superior e inferior). La evolución del crecimiento real del crédito interno en la zona del euro en los últimos años está en consonancia, básicamente, con el observado en recesiones anteriores que fueron acompañadas de crisis bancarias.

En general, la evidencia presentada permite extraer las siguientes conclusiones: en promedio, el crecimiento del agregado amplio en términos rea-

les tiende a evolucionar en consonancia con el crecimiento del PIB real en torno a períodos de recesión, mientras que el del agregado estrecho en términos reales suele anticipar al punto de inflexión de la actividad económica y la expansión real del crédito interno habitualmente va a la zaga del ciclo económico. En consecuencia, tanto el principal componente como la contrapartida más importante del agregado amplio muestran una tendencia a desviarse del crecimiento de M3 en períodos de recesión y en las fases iniciales de una recuperación. Esta divergencia también se ha observado en cierta medida en determinados episodios históricos reseñables, como la Gran Depresión en Estados Unidos y la «década perdida» en Japón (que se consideran en los recuadros 1 y 2, respectivamente). La evidencia que se aporta en estos dos recuadros confirma asimismo la importancia que la existencia simultánea de una crisis bancaria tiene sobre el patrón de crecimiento del dinero y del crédito. El crecimiento del agregado estrecho en términos reales y, en menor medida, el del crédito interno tienden a mostrar un grado de variabilidad muy superior al del crecimiento del agregado amplio en términos reales en torno a períodos de recesión en los que también se produce una crisis bancaria. La evolución reciente de los agregados monetarios y crediticios de la zona de euro tiende a ser acorde con estos patrones generales, particularmente cuando se toman como punto de referencia recesiones acompañadas de crisis bancarias (aunque con la posible excepción del crecimiento de M1 en términos reales, cuya volatilidad ha sido más pronunciada de lo habitual).

Recuadro I

DINERO Y CRÉDITO EN ESTADOS UNIDOS DURANTE LA GRAN DEPRESIÓN

La gravedad y la naturaleza de la reciente crisis financiera han llevado a algunos expertos a establecer comparaciones con la Gran Depresión de los años treinta en Estados Unidos. Se pueden formular dos observaciones concretas centrándose en la evolución del dinero y del crédito. En primer lugar, durante la recesión (es decir, en el período comprendido entre 1929 y 1933), el dinero y el crédito disminuyeron de forma significativa: el colapso del crédito fue de una magnitud prácticamente similar a la observada en la actividad económica durante el mismo período, mientras que la contracción del dinero fue más contenida. En segundo lugar, durante la recuperación económica, el dinero y el crédito

siguieron sendas divergentes. Mientras que el dinero creció en consonancia con la actividad económica, el nivel del crédito tocó fondo en un estadio posterior y no aumentó hasta la segunda mitad de la década, experimentando la economía una especie de recuperación «sin crédito».

La Gran Depresión duró más de tres años y medio. Esta grave recesión estuvo acompañada por varias crisis bancarias (entre 1930 y 1933) y un prolongado período de deflación. La última crisis bancaria terminó decretándose unas vacaciones bancarias de una semana de duración en todo el país en marzo de 1933 y el abandono del patrón oro por parte de Estados Unidos.

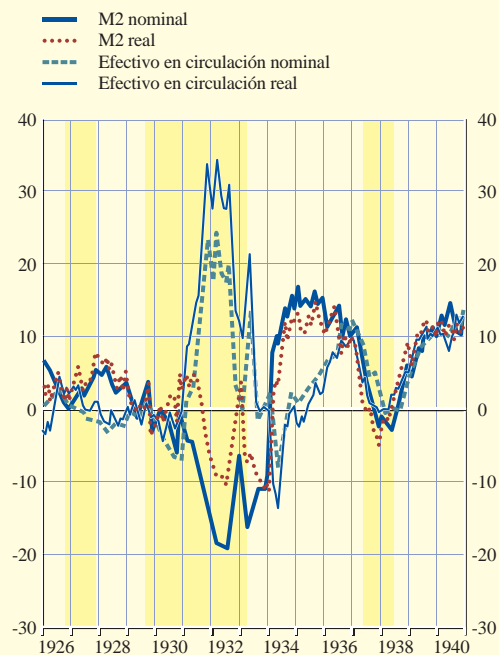
A lo largo de este episodio, M2 experimentó descensos sustanciales, tanto en términos nominales como reales, que persistieron durante mucho tiempo y fueron profundos (la tasa de disminución interanual alcanzó el 20%, en términos nominales, y el 10% en términos reales), y que se vieron agravados por una serie de pánicos bancarios que se iniciaron en el otoño de 1930 (véase gráfico A). El agregado monetario amplio no se recuperó de forma más sostenible hasta después de las vacaciones bancarias y del abandono del patrón oro. Los agregados monetarios, tanto el

amplio como el estrecho, retornaron a los niveles anteriores a la Depresión en 1936, es decir, tres años después de que terminara la recesión. La contracción del dinero fue reflejo de la conversión de los depósitos en efectivo llevada a cabo por los hogares durante los episodios de pánico bancario, como se desprende del aumento del efectivo en circulación que se registró a comienzos de los años treinta. Al mismo tiempo, los depósitos a la vista y a plazo mantenidos en los bancos disminuyeron, en términos nominales, y no comenzaron a recuperarse hasta 1933. El crecimiento estable del dinero que se observó después de 1933 coincidió con la recuperación económica y, según Romer¹ y Friedman y Schwartz², tuvo su origen en la entrada de capitales extranjeros, lo que, a su vez, fue consecuencia de la inestable situación política en Europa (que se encontraba al borde de la Segunda Guerra Mundial) y de la reintroducción del patrón oro en Estados Unidos en 1934.

Por lo que se refiere a la evolución del crédito, el crédito real experimentó una contracción sin precedentes, tanto en términos nominales como reales (véase gráfico B). El crecimiento real del crédito comenzó a desacelerarse rápidamente en 1929, y a mediados de 1930 se había tornado negativo en

Gráfico A Crecimiento del agregado monetario amplio y del efectivo en circulación en Estados Unidos durante la Gran Depresión

(tasas de variación interanual)



Fuentes: NBER, US Bureau of Labor Statistics y cálculos del BCE. Notas: Los datos mensuales relativos a M2 y al efectivo en circulación, y a M2 y al efectivo en circulación en términos reales se han deflacionado utilizando el índice de precios de consumo. Las zonas sombreadas se refieren a períodos de recesión, tal y como los define el NBER.

1 Véase Christina Romer, «What ended the Great Depression?», *The Journal of Economic History*, vol. 52, n.º 4, 1992, pp. 757-784. Romer llega a la conclusión de que el incremento observado en la oferta de dinero (medido por M1) no puede atribuirse a ajustes endógenos impulsados por la demanda, ya que ni las reservas en relación con los depósitos ni los depósitos en relación con el efectivo aumentaron en el período comprendido entre 1933 y 1940. Tales cambios son condiciones necesarias para que se produzca un incremento endógeno de M1, dado un nivel determinado de base monetaria.

2 Véase M. Friedman y A. Schwartz, *A Monetary History of the United States, 1867-1960*, Princeton University Press, Princeton, 1963.

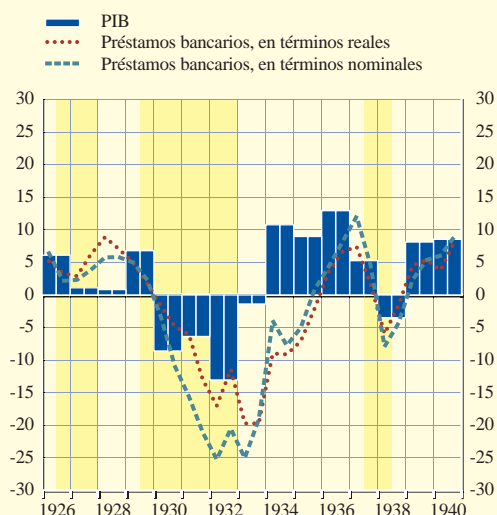
línea con la caída del producto. Si bien la magnitud de la contracción que se registró durante el primer año de la Gran Depresión no era desconocida, la situación del crédito empeoró drásticamente cuando comenzaron las graves crisis bancarias en octubre de 1930. Entre 1931 y 1933, la contracción del crédito se aceleró, observándose tasas interanuales que, en términos reales, fluctuaron entre el -10% y el -20%, y esta tendencia negativa continuó después de que terminara la recesión económica. La tasa de contracción no se moderó hasta 1934, y el crecimiento anual del crédito no se tornó positivo hasta 1936, es decir, tres años después de que concluyera la Gran Depresión. Para entonces, la contracción acumulada en relación con los niveles anteriores a la Gran Depresión era de casi el 50%.

Hay varios factores que pueden explicar el acusado descenso y la lenta recuperación del crédito. En primer lugar, habida cuenta de la profundidad de la recesión económica, el crédito podría haber respondido simplemente a la caída de la demanda y el producto agregados. Sin embargo, esto no explica adecuadamente la persistente contracción del crédito tras el inicio de la recuperación económica. En segundo lugar, la explicación de la evolución del crédito tal vez podría hallarse en las restricciones de oferta derivadas de la necesidad de los bancos de reponer la información sobre sus prestatarios que generalmente se va acumulando a lo largo del tiempo. Esta información se perdió a causa del número excepcionalmente elevado de quiebras bancarias que se produjeron a partir de 1930, lo que, en última instancia, hizo que el número de bancos operativos se redujera casi un 50%. También influyeron en el crédito los cambios en el comportamiento de los bancos, ya que la incertidumbre imperante contribuyó a que incrementaran las reservas en relación con los depósitos por motivos de precaución y a que aumentara la preferencia de los bancos por activos líquidos, como deuda del Tesoro descontable en la Reserva Federal. El resultado fue que solo pudo utilizarse un porcentaje más reducido de los fondos de que disponían los bancos para conceder crédito a largo plazo a prestatarios privados³. Por último, puede que factores de demanda de crédito también intervinieran en su evolución, ya que es posible que se quisieran mantener las ratios de endeudamiento en niveles más bajos que los observados antes de la Gran Depresión.

En conclusión, el descenso observado en el dinero y el crédito durante la Gran Depresión fue espectacular, la recuperación fue lenta y, en el caso del crédito, tardó mucho tiempo en completarse. La divergencia entre el comportamiento del dinero y del crédito en la fase de recuperación puede explicarse de la manera siguiente. Por una parte, la evolución del dinero reflejó el retorno gradual de la confianza en la estabilidad del sistema bancario⁴, propiciado por la recuperación económica y

Gráfico B Crecimiento del crédito en Estados Unidos durante la Gran Depresión

(tasa de variación respecto al año anterior)



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

Notas: Los datos semestrales relativos al crédito se basan en los saldos de los préstamos correspondientes a junio y diciembre de cada año. El crédito real se deflata utilizando el índice de precios de consumo. Las zonas sombreadas se refieren a períodos de recesión, tal y como los define el NBER.

3 Véase Ben Bernanke, «Non-Monetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression», *American Economic Review*, vol. 73, n.º 3, 1983, pp. 257-276.

4 Tras el pánico que se produjo en el sistema bancario en 1933, Estados Unidos introdujo distintas medidas para salvaguardar la estabilidad financiera, entre las que se incluía un sistema de garantía de depósitos permanente.

favorecido por las importantes entradas de capitales extranjeros. Por otra, la débil evolución del crédito encuentra su explicación, por lo general, en las restricciones de oferta derivadas de la necesidad de los bancos de reponer la información sobre sus prestatarios, perdida durante las distintas crisis bancarias, así como en la mayor preferencia de los bancos por activos considerados más líquidos o con mejores características de riesgo.

Recuadro 2

LECCIONES DE ASIA: CRECIMIENTO DEL DINERO Y DEL CRÉDITO EN JAPÓN DURANTE Y DESPUÉS DE LA «DÉCADA PERDIDA» Y EN LAS ECONOMÍAS EMERGENTES DE ASIA EN TIEMPOS DE CRISIS

La crisis registrada en Japón durante los años noventa (período al que se le suele denominar «la década perdida») y la crisis asiática de 1997 a 1999 presentan ciertas similitudes con la reciente crisis económica y financiera en la zona del euro. Por ello, la comparación de la evolución del crecimiento del dinero y del crédito durante estos dos episodios puede aportar información relevante. Así pues, este recuadro se estructura en dos secciones; en la primera se considera el crecimiento del dinero y del crédito en Japón durante y después de la década perdida, y en la segunda se analiza el crecimiento del dinero y del crédito en las economías emergentes de Asia durante la crisis asiática.

Dinero y crédito en Japón durante la década perdida

En esta sección se realizan tres observaciones principales en relación con la evolución del dinero y del crédito en Japón durante los años noventa. En primer lugar, las tasas de crecimiento tendencial del dinero y del crédito cayeron de forma espectacular tras el colapso de los precios de las acciones y del suelo en 1990 y 1991. En segundo lugar, tras fluctuar inicialmente al compás, el crecimiento del dinero y del crédito comenzó a divergir al comenzar la crisis asiática de 1997. Si bien los agregados monetarios más amplios siguieron aumentando a un ritmo moderado, pero estable, la recuperación de la actividad económica tras la crisis asiática no llevó aparejada un crecimiento del crédito al sector privado, que se contrajo durante casi una década. En tercer lugar, el moderado crecimiento del agregado monetario amplio coincidió con una fuerte expansión del agregado monetario estrecho y un repunte del crédito al sector público. La experiencia de Japón sugiere que el crecimiento del dinero y del crédito podría seguir siendo contenido durante un período prolongado tras las turbulencias financieras y que el crecimiento del crédito, en concreto, podría continuar siendo débil mientras subsistan las deficiencias en el sistema bancario.

En la literatura se han presentado dos argumentos principales para explicar la divergencia observada entre el dinero y el crédito en Japón durante la década perdida: la hipótesis de la «contracción del crédito» y la de la «trampa de liquidez». La hipótesis de la contracción crediticia destaca el retraso en la respuesta regulatoria y la importancia de las condiciones de oferta del crédito en la divergencia entre el crecimiento del dinero y del crédito. El acusado descenso observado en los precios de las acciones y del suelo a comienzos de los años noventa provocó graves pérdidas en el sector empresarial y afectó a su solvencia al reducir el valor de sus activos de garantía. No obstante, este hecho no ocasionó una reducción inmediata del crédito. Los bancos siguieron prorrogando los préstamos concedidos a las empresas en dificultades para limitar la morosidad y el saneamiento de los créditos

(un proceso denominado «préstamos a empresas zombis»¹). Al no producirse retiradas importantes de depósitos durante ese período, las entidades de crédito tuvieron pocos incentivos para sanear sus balances e intentaron, en cambio, ocultar los préstamos problemáticos. Por su parte, al principio el saldo vivo del crédito concedido al sector privado se mantuvo prácticamente sin variación. El crecimiento del crédito se redujo casi a cero y solo aumentó moderadamente en 1994, cuando se recuperó la economía (véase gráfico A).

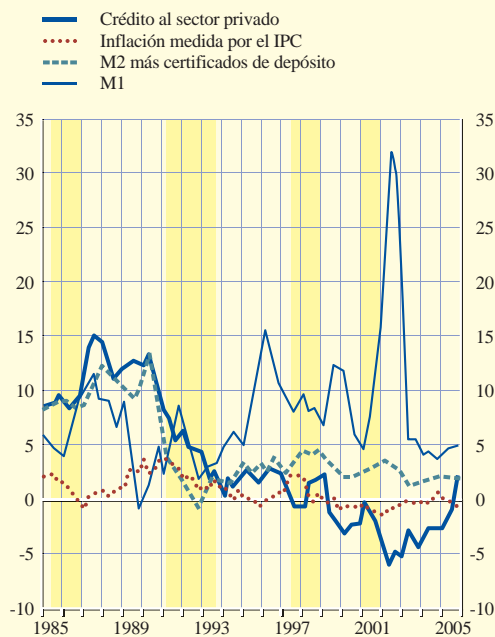
El Gobierno no hizo frente al problema del exceso de préstamos morosos hasta después de la quiebra de varias entidades de crédito en 1997, a través de leyes que limitaban la tolerancia y obligaban a los bancos más débiles a recapitalizarse. Numerosos expertos han llegado a la conclusión de que el prolongado período de contracción del crédito que siguió a esta medida fue consecuencia de haber postergado el saneamiento de los préstamos problemáticos². Ciertamente, los trabajos empíricos constatan que las pérdidas por insolvencias que se derivaron de las reformas prudenciales de 1997 tuvieron un efecto negativo en las reservas de capital de las entidades de crédito, lo que, a su vez, limitó su capacidad para conceder crédito a las empresas privadas³. En su lugar, los bancos aumentaron su exposición a la deuda pública, cuya ponderación de riesgo era cero y, por lo tanto, no implicaba ningún requerimiento de capital adicional.

Por el contrario, los defensores de la hipótesis de la trampa de liquidez argumentan que la divergencia observada en el crecimiento de los dos agregados monetarios se debió a que Japón se encontró en una situación en la que el tipo de interés nominal era cero o próximo a este valor y las políticas monetarias convencionales que incrementan la base monetaria resultaron ineficaces, ya que la base monetaria y los bonos pasaron a ser sustitutos perfectos para los inversores privados⁴.

A partir de mediados de la década de los noventa, cuando los tipos de interés se situaron próximos a cero, la demanda de dinero quedó disociada de la evolución de la economía real. Según la hipótesis de la trampa de liquidez, esta disociación se debió al aumento de la demanda de dinero por motivos

Gráfico A Crecimiento del dinero y del crédito durante y después de la década perdida en Japón

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Banco de Japón, Oficina Económica del Gobierno de Japón, FMI y cálculos del BCE.

Notas: Las zonas sombreadas corresponden a períodos de recesión. Los datos están ajustados para eliminar las incoherencias entre la encuesta monetaria del Banco de Japón y las estadísticas IFS del FMI.

- 1 R. J. Caballero, T. Hoshi y A. K. Kashyap, «Zombie Lending and Depressed Restructuring in Japan», *American Economic Review*, vol. 98, n.º 5, 2008, pp. 1943-1977.
- 2 Véanse, por ejemplo, T. Sekine, «Firm Investment and Balance Sheet Problems in Japan», *Working Paper Series*, n.º 99/111, FMI, Washington DC, 1999; A. Kanaya y D. Woo, «The Japanese Banking Crisis of the 1990s: Sources and Lessons», *Working Paper Series*, n.º 00/7, FMI, Washington DC, 2000; y T. Callen y J. D. Ostry, *Japan's Lost Decade. Policies for Economic Revival*, FMI, Washington DC, 2003.
- 3 Véanse, por ejemplo, W. Watanabe, «Prudential Regulation and the 'Credit Crunch': Evidence from Japan», *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 39, n.º 2-3, 2007, pp. 639-665; y D. Woo, «In Search of the 'Capital Crunch': Supply Factors Behind the Credit Slowdown in Japan», *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 35, n.º 6 (parte 1), 2003, pp. 1019-1038.
- 4 Véase P. Krugman, «It's baaack: Japan's slump and the return of the liquidity trap», *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 29, n.º 2, 1998, pp. 137-206; y B. Bernanke, «Japanese Monetary Policy: A Case of Self-Induced Paralysis», en R. Mikitani y A. Posen (eds.), *Japan's financial crisis and its parallels to the US experience*, Institute for International Economics, Washington DC, 2000, pp.149-166.

de precaución en un entorno de inestabilidad financiera y de volúmenes crecientes de activos morosos en los balances de las entidades de crédito⁵. Los bancos mostraban una preferencia creciente por activos líquidos, lo que también empezó a observarse en el mayor crecimiento del crédito al sector público (principalmente a través de las tenencias de deuda pública). Además, el límite inferior cero restringía la capacidad del banco central de seguir promoviendo el crecimiento del crédito al sector privado mediante la reducción de los tipos de interés nominales, ya que los tipos de interés reales continuaban siendo positivos en un entorno deflacionista. Krugman⁶ y Bernanke⁷ argumentan que una pronta respuesta de política económica podría haber ayudado a evitar el límite inferior cero. Al no desaparecer las persistentes presiones deflacionistas sobre la economía, entre 2001 y 2006, el Banco de Japón introdujo finalmente medidas de política monetaria no convencionales, aplicando una política de «relajación cuantitativa».

Dinero y crédito en las economías emergentes de Asia en períodos de crisis

En esta sección se investiga el comportamiento de los agregados monetarios y crediticios en las economías emergentes de Asia durante la crisis que atravesó esta región entre 1997 y 1999. Lo ocurrido en ese período se compara con los patrones correspondientes de la crisis mundial posterior a la quiebra de Lehman Brothers en 2008. Aunque las dos crisis son sustancialmente diferentes en cuanto a sus orígenes y a la magnitud de las perturbaciones, en ambos casos las importantes salidas de capitales observadas ejercieron presiones sobre los tipos de cambio, provocando tensiones en la balanza de pagos. No obstante, en 1997 y 1998 este hecho quedó finalmente asociado a una crisis bancaria, mientras que en 2008 y 2009 las entidades de crédito se vieron mucho menos afectadas. Por consiguiente, la aparición de una «*twin crisis*» o «crisis gemela» —es decir, una crisis financiera y cambiaria— dio lugar a una fuerte y prolongada contracción del producto real y de la oferta de crédito al sector privado durante los años noventa, en contraposición al descenso más suave y a la recuperación más rápida observada en los últimos años. En el resto de la sección se analizan las diferencias entre estos dos episodios en términos de la evolución de los agregados monetarios y crediticios.

El inicio de la crisis asiática de 1997 a 1999, que en última instancia se desencadenó cuando los inversores descubrieron que los bancos locales tenían una exposición excesiva a activos de baja rentabilidad, estuvo marcado por una importante retirada de fondos de los mercados financieros de la región. La consiguiente inestabilidad política y la incertidumbre en torno a la introducción de reformas en el sector bancario hicieron que los mercados reaccionaran de forma desproporcionada y que se observara un comportamiento gregario, lo que provocó una acusada depreciación de las monedas. La contracción de los mercados financieros condujo posteriormente al desplome del crecimiento del PIB en toda la región.

En el tercer trimestre de 2008, las economías emergentes de Asia también se vieron significativamente afectadas por la crisis financiera mundial que se registró tras la quiebra de Lehman Brothers. El desapalancamiento de las instituciones financieras internacionales y la mayor aversión al riesgo elevó el coste de la financiación externa en los mercados emergentes y redujo su disponibilidad. Entre finales de agosto y finales de noviembre de 2008, los precios de las acciones cayeron y el coste de los seguros de riesgo de crédito (CDS) se incrementó en toda la región, indicando un aumento de la percepción del riesgo de los inversores; los tipos de cambio bajaron ligeramente frente al dólar

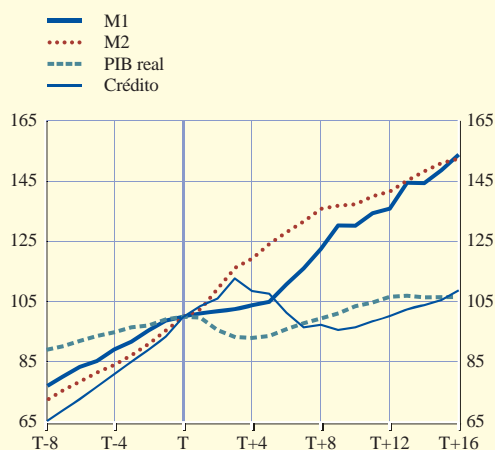
5 K. Iwata, *The role of money and monetary policy in Japan*, intervención en la Cuarta Conferencia sobre Banca Central del BCE titulada «El papel del dinero: dinero y política monetaria en el siglo XXI», Fráncfort del Meno, 9-10 de noviembre de 2006.

6 Véase el documento mencionado en la nota 4.

7 Véase el documento mencionada en la nota 4.

Gráfico B Evolución del crecimiento del dinero y del crédito en torno a la crisis asiática de 1997 a 1999

(índice: T = 100; medias trimestrales)

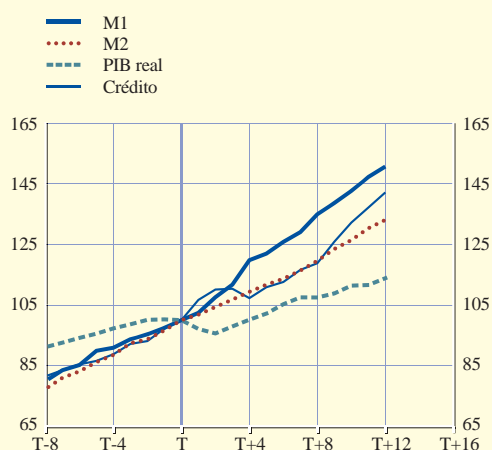


Fuente: Haver Analytics.

Notas: Los datos corresponden a Corea del Sur, Filipinas, Indonesia, Malasia, RAE de Hong Kong y Tailandia. La «T» representa el tercer trimestre de 1997.

Gráfico C Evolución del crecimiento del dinero y del crédito en torno a la quiebra de Lehman Brothers en 2008

(índice: T = 100; medias trimestrales)



Fuente: Haver Analytics.

Notas: Los datos corresponden a Corea del Sur, Filipinas, Indonesia, Malasia, RAE de Hong Kong y Tailandia. La «T» representa el tercer trimestre de 2008.

estadounidense, pero no se desarrolló una verdadera crisis de balanza de pagos. Además, gracias a la adopción de medidas de política económica proactivas y a la solidez de las variables fundamentales, el producto retornó con rapidez a los niveles anteriores a la crisis.

En los gráficos B y C se muestra la evolución general de algunas variables monetarias fundamentales de distintas economías emergentes de Asia durante un período de seis años en torno a la crisis asiática y a la quiebra de Lehman Brothers en 2008. En general, la crisis asiática fue la que tuvo un impacto mayor en la evolución monetaria de las economías mostradas. El crédito interno (definido como activos frente al sector privado) se incrementó inicialmente a raíz de las dos crisis, pero el posterior descenso entre el máximo y el mínimo cíclico observado durante la crisis asiática fue mucho más acusado. Además, el crédito interno no retornó a los niveles anteriores a la crisis hasta doce trimestres después de la perturbación de 1997, mientras que, a excepción de un solo trimestre (el tercer trimestre de 2009), el crédito interno mantuvo su trayectoria al alza tras la quiebra de Lehman Brothers. Mientras tanto, el agregado monetario estrecho (es decir, M1) aumentó con más rapidez en los cuatro primeros trimestres posteriores al inicio de la crisis asiática, antes de crecer a un ritmo más contenido en el período inmediatamente posterior a la crisis; la evolución de M1 tras la quiebra de Lehman Brothers en 2008 fue similar, aunque menos llamativa. Al mismo tiempo, no se observan diferencias significativas entre las dos crisis en lo que se refiere al comportamiento del agregado monetario amplio (es decir, M2). En cambio, el PIB real no retornó a los niveles anteriores a la crisis hasta tres años después del estallido de la crisis asiática, en lugar de los cinco trimestres transcurridos tras la quiebra de Lehman Brothers.

Pese a las diferencias en cuanto a sus orígenes y a la magnitud de las dos perturbaciones, el impacto heterogéneo de estas dos crisis sobre el crecimiento del dinero y del crédito puede explicarse, en gran medida, por la existencia de un sistema bancario significativamente más débil en las economías emergentes de Asia a finales de los años noventa y por las restricciones impuestas en ese momento por el entorno político. En esa crisis, el sistema bancario asiático en su conjunto era muy vulnerable

a las presiones externas de financiación a corto plazo; además, la mayoría de los bancos habían invertido demasiado en proyectos arriesgados y poco rentables⁸. Asimismo, las políticas monetarias y de tipos de interés de los países que habían acordado programas con el FMI estaban limitadas por condiciones estrictas. Por otra parte, en 2008 y años posteriores, los Gobiernos pudieron contrarrestar las turbulencias externas relajando la política monetaria y fiscal ante la sustancial mejora de las variables fundamentales, que se beneficiaron de la reestructuración y el fortalecimiento de los sistemas bancarios que se habían llevado a cabo en la década anterior.

8 G. Corsetti, P. Pesenti y N. Roubini, «What Caused the Asian Currency and Financial Crisis?», *Japan and the World Economy*, vol. 11, n.º 3, 1998, pp. 305-373.

3 PRINCIPALES FACTORES DETERMINANTES DEL CRECIMIENTO DEL DINERO Y DEL CRÉDITO EN TORNO A PERÍODOS DE CRISIS

Varios factores explican la divergencia observada entre el crecimiento del dinero y del crédito en torno a épocas de crisis económicas y financieras en economías avanzadas. En esta sección se analizan algunos de los principales factores y se consideran aquellos que pueden ser específicos de los últimos años y que, por tanto, implican posibles desviaciones con respecto a las medias históricas.

CAUSAS PRÓXIMAS Y CANALES DE PROPAGACIÓN DE LAS CRISIS

Es probable que la evolución de los agregados monetarios y crediticios en torno a épocas de recesión esté determinada por las causas próximas y los principales canales de propagación de una crisis económica. Más concretamente, es posible que el papel que desempeñan los factores financieros a la hora de desencadenar y propagar una crisis sea fundamental para valorar la evolución del crecimiento del dinero y del crédito. En consecuencia, existe abundante literatura económica que considera la función del dinero y del crédito en períodos de recesión y de crisis financieras desde una perspectiva histórica¹². Una de las principales conclusiones es que las crisis económicas y financieras importantes con frecuencia van precedidas de niveles elevados de crecimiento del dinero y del crédito (que suele generarse por unas expectativas excesivamente optimistas de fuerte crecimiento económico) y acompañadas de desequilibrios macroeconómicos, como déficits presupuestarios o por cuenta corriente, lo que genera abundancia de liquidez. Para benefi-

ciarse de los períodos de expansión económica y participar en ellos, los participantes en el mercado tienen un incentivo para centrarse en las ganancias de capital a corto plazo, que cada vez se disocian más de las ganancias de productividad en términos reales. Una época de expansión se transforma de repente en un ciclo bajista si la confianza en la capacidad de los deudores para cumplir sus obligaciones financieras se erosiona o desaparece completamente. En consecuencia, los precios de los activos caen de manera acusada, el valor de los títulos desciende significativamente (o desaparece) y los mercados financieros se paralizan, dejan de funcionar parcialmente o se desploman totalmente¹³. A escala macroeconómica, la interacción entre los precios de los activos y el dinero y el crédito tiene lugar a través de diversos canales. Por ejemplo, los ciclos alcistas y bajistas de los precios de los activos influyen en la demanda de dinero, ya que la rentabilidad de distintos activos determina las tendencias de dinero en el contexto de un problema

12 La literatura sobre el papel del dinero y del crédito en la macroeconomía durante el ciclo económico incluye desde las aportaciones de Irving Fisher (por ejemplo, «The Debt-Deflation Theory of Great Depressions», *Econometrica*, vol. 1, n.º 4, 1933, pp. 337-357), que analiza el papel de los factores monetarios y de la deflación de la deuda en la propagación de desaceleraciones, a las de Friedman y Schwartz, y Bernanke (véanse las publicaciones mencionadas en las notas 2 y 3, respectivamente, del recuadro 1), que consideran el papel del dinero y del crédito en la Gran Depresión de Estados Unidos. Para un análisis más reciente del papel del dinero y del crédito en la macroeconomía, véase la publicación a la que se hace referencia en la nota 1 (particularmente el capítulo 1) y X. Freixas y J.-C. Rochet, *Microeconomics of Banking*, MIT Press, 2008 (particularmente el capítulo 6), respectivamente.

13 Véase, por ejemplo, C. Kindleberger y R. Aliber, *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises*, Palgrave Macmillan, 2005, que proporciona un análisis histórico detallado del papel desempeñado por factores monetarios y crediticios en crisis financieras, así como las publicaciones mencionadas en la nota 6, que considera detenidamente el papel de la deuda a la hora de desencadenar y propagar crisis financieras.

más general de asignación de carteras. Además, la evolución del crédito resulta afectada por estos ciclos a través, por ejemplo, de los balances de las sociedades no financieras y los hogares o de otros canales. Más concretamente, las restricciones de liquidez que afrontan dichos agentes (resultantes de problemas de información asimétrica en los mercados de crédito) aumentan cuando, tras un ciclo bajista de los precios de los activos, su riqueza neta disminuye, reduciendo con ello el valor de los activos utilizados para garantizar préstamos¹⁴.

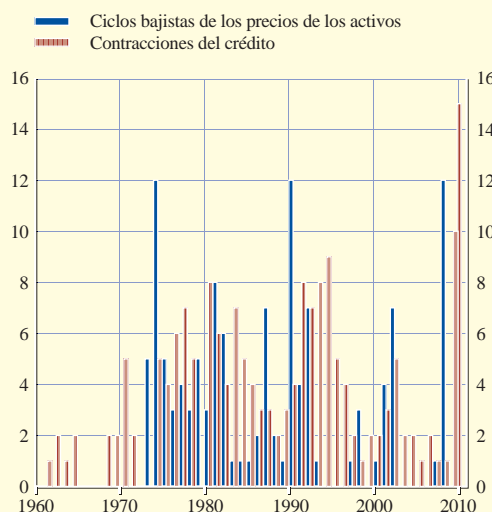
En el período transcurrido desde la Segunda Guerra Mundial se ha observado una expansión sin precedentes del sector financiero que ha coincidido con cambios importantes en las últimas décadas, como la innovación financiera, la flexibilización de la regulación financiera y la globalización financiera, especialmente antes del estallido de la crisis financiera reciente¹⁵. En consecuencia, además de otros beneficios como la mayor disponibilidad de crédito a los hogares y las empresas con fines de consumo e inversión, estos cambios también han acrecentado la importancia del sector financiero como fuente de inestabilidad y de propagación de perturbaciones que tienen su origen en otras áreas de la economía.

La evidencia sugiere que la mayor parte de las recesiones que han experimentado economías de la OCDE desde 1960 (es decir, a mediados de la década de los setenta, a principios de los años ochenta y de los noventa, y en el período 2008-2010, como se indica en el gráfico 3) coincidieron con crisis financieras que se extendieron a varios países. Por ejemplo, como ya se ha indicado, en algunos países las recesiones de principios de la década de los noventa y de 2008-2010 fueron, asimismo, acompañadas de una crisis bancaria sistémica. Además, también hubo etapas en las que estallaron burbujas en los precios de los activos¹⁶ y se contrajo el crédito¹⁷, y que tendieron a solaparse con recesiones (aunque también se produjeron en otros períodos, como a principios de la década de 2000; véase gráfico 7)¹⁸.

En general, las crisis económicas de mayor envergadura han ido acompañadas de algún tipo de crisis financiera que se desarrolló en varios países

Gráfico 7 Ciclos bajistas de los precios de los activos y contracciones del crédito

(número de episodios)



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

Notas: Se consideran 23 países de la OCDE: doce países de la zona del euro y otros once países de la OCDE (véase la nota a pie de página 5). Para conocer definiciones de ciclos bajistas de los precios de los activos y de contracciones del crédito, véanse el texto principal y las notas a pie de página 16 y 17. Los datos sobre ciclos bajistas de los precios de los activos solo están disponibles para el período 1970-2008.

- 14 Para una descripción más detallada de los canales que relacionan los precios de los activos, el dinero y el crédito, véase la publicación a la que se hace referencia en la nota 1 (particularmente el capítulo 6).
- 15 Véase, por ejemplo, M. Schularick y A. Taylor, «Credit booms gone bust: monetary policy, leverage cycles and financial crises, 1870-2008», *NBER Working Paper Series*, n.º 15512, NBER, noviembre de 2009.
- 16 Se han identificado ciclos bajistas en los precios de los activos en 17 economías de la OCDE entre 1970 y 2008 en D. Gerdesmeier, H. E. Reimers y B. Roffia, «Asset price misalignments and the role of money and credit», *Working Paper Series*, n.º 1068, BCE, julio de 2009. Los resultados son similares, en líneas generales, si se utiliza la cronología (para 18 países de la OCDE entre 1970 y 2007) en L. Alessi y C. Detken, «Quasi real time early warning indicators for costly asset price boom/bust cycles: a role for global liquidity», *European Journal of Political Economy*, vol. 27, n.º 3, 2011, pp. 520-533.
- 17 En este artículo, las contracciones del crédito se definen como períodos con una tasa de crecimiento del crédito interno negativa en términos reales.
- 18 Para conocer más evidencia sobre los vínculos entre recesiones y crisis financieras, véanse también: S. Claessens, M. A. Kose y M. Terrones, «What happens during recessions, crunches and busts?», *Economic Policy*, vol. 24, n.º 60, octubre de 2009, pp. 653-700; y S. Claessens, M. A. Kose y M. Terrones, «How do the business and financial cycles interact?», *Working Paper Series*, n.º 11/88, FMI, Washington DC, abril de 2011. Estos autores llegan a la conclusión de que la interacción entre variables macroeconómicas y financieras desempeña un papel clave para determinar la gravedad y la duración de las recesiones.

simultáneamente. Por tanto, no resulta sorprendente que se observen fuertes fluctuaciones en el crecimiento del dinero y del crédito en torno al período en el que se produjeron la mayor parte de las recesiones. No obstante, la crisis económica y financiera de los últimos años se ha caracterizado por ser más profunda y generalizada.

El papel desempeñado por el sector financiero en lo que respecta al origen y la propagación de las crisis más recientes es indiscutible y está asociado, por ejemplo, a las burbujas generadas en los mercados de la vivienda e hipotecarios y a cambios fundamentales en el sistema bancario (como la expansión de los mercados de titulización)¹⁹. De cara al futuro, el papel sin precedentes de los mercados bancarios y de crédito en las crisis recientes, al menos en el período transcurrido desde la Segunda Guerra Mundial, indica que no puede descartarse la posibilidad de que el crecimiento del dinero y del crédito en la zona del euro se esté alejando de sus medias históricas. Un rasgo característico de los últimos años han sido los niveles históricamente muy elevados de endeudamiento de los sectores privado y público en la mayor parte de los países de la OCDE²⁰. Esto sugiere que, después una recesión, cabría esperar que la recuperación del crecimiento del crédito sea más débil de lo habitual, ya que los agentes económicos pueden tratar de limitar su endeudamiento para evitar que alcance cotas insostenibles o verse obligados a ello. Por consiguiente, esto puede señalar la necesidad de una reestructuración más drástica, lo que podría demorar una recuperación más dinámica del PIB real en varias economías avanzadas, incluida la zona del euro. Por tanto, es probable que un crecimiento más débil del crédito influya en la actividad económica, lo que, debido a factores estructurales, también tendrá un efecto moderador en la expansión del dinero y del crédito durante un tiempo prolongado.

DIMENSIÓN INTERNACIONAL DE LAS CRISIS

También es probable que la dimensión internacional sea un aspecto importante para explicar el crecimiento del dinero y del crédito en torno a períodos de recesión y de crisis bancarias. Naturalmente, la

gravedad, la propagación y la duración de las turbulencias económicas y financieras aumentarán en caso de que se produzca una crisis internacional generalizada que provoque efectos de contagio negativos para la economía nacional y ofrezca poco margen de maniobra para aprovechar la expansión económica en otros países.

El análisis presentado anteriormente indica que en diversas ocasiones se han registrado crisis simultáneas en varias economías. Otro aspecto relevante en este contexto es el hecho de que, en los últimos 50 años, los eventos de carácter sistémico en la economía mundial (especialmente en economías importantes) han sido más frecuentes en épocas de crecimiento relativamente acusado de la liquidez mundial, medido este por las tasas de crecimiento de los agregados monetarios y crediticios mundiales. De este modo, en la medida en que, por una parte, las condiciones de liquidez están cada vez más interrelacionadas en las principales economías avanzadas y, por otra parte, existe una creciente integración de los mercados financieros internacionales, las condiciones de liquidez a nivel mundial pueden tener repercusiones importantes para las economías nacionales y deben tomarse en consideración.

La evolución del crecimiento del agregado monetario amplio en términos reales en torno a períodos de recesión ha tendido a variar en función de si los niveles de liquidez global son relativamente moderados o abundantes. En el primer caso solo se produce una leve y breve moderación del crecimiento del agregado monetario amplio en términos reales, mientras que en el segundo se aprecia un descenso prolongado del crecimiento real de este agregado

19 Véase, por ejemplo, M. Brunnermeier, «Deciphering the liquidity and credit crunch 2007-2008», *Journal of Economic Perspectives*, vol. 23, n.º 1, 2009, pp. 77-100.

20 Véase C. Reinhart y K. Rogoff, «A Decade of Debt», *NBER Working Paper Series*, n.º 16827, NBER, febrero de 2011. Los autores demuestran que, en los últimos años, la deuda pública de las economías avanzadas ha alcanzado niveles no registrados desde el final de la Segunda Guerra Mundial, situándose en niveles incluso superiores a los observados durante la Primera Guerra Mundial y la Gran Depresión. Lo mismo es aplicable a los niveles de deuda privada. Los resultados de Reinhart y Rogoff ponen de relieve que, como regularidad empírica, los máximos históricos en términos de apalancamiento se han asociado con mucha frecuencia a un crecimiento económico más lento.

durante la fase de recuperación. La evolución de la zona del euro durante y después de la reciente recesión es coherente, en general, con los patrones que se observan cuando hay abundancia de liquidez global (véase gráfico 8)²¹, y se dispone de evidencia similar en lo que respecta al crecimiento real del crédito interno. Esta evidencia es acorde con la opinión de que la liquidez mundial alcanzó niveles elevados antes de la recesión, sin que se produjera una corrección significativa hasta después de 2009.

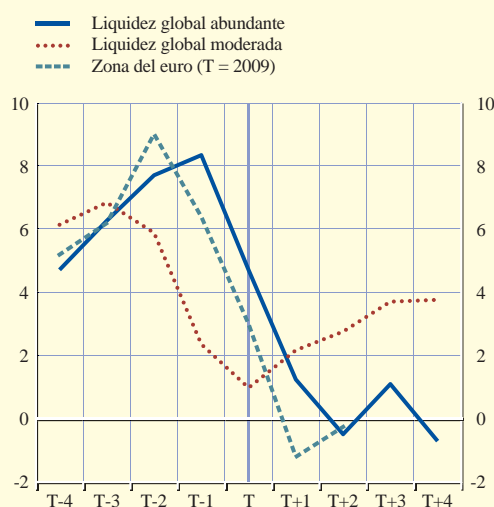
El motivo por el que la evolución monetaria y crediticia varía en función de los niveles de liquidez global es que las condiciones de liquidez a escala mundial, los flujos internacionales de capital, y el dinero y el crédito internos están directamente relacionados a través de diversos canales, como queda reflejado en la balanza de pagos y en su presentación monetaria. En primer lugar, los flujos internacionales de capital, que incluyen las operaciones con el sector tenedor de dinero nacional (incluidas las efectuadas con valores emitidos por

este sector) que se liquidan a través del sector bancario residente, provocan cambios en la posición acreedora neta frente al exterior de las entidades de crédito y, con frecuencia, también en el saldo monetario total. Por tanto, en determinadas circunstancias, las entradas de capital pueden contribuir a la expansión de los agregados monetarios nacionales y, en ocasiones, a un crecimiento monetario excesivo. De igual modo, las salidas de capital pueden limitar la disponibilidad de dinero y, en última instancia, de crédito, en la economía nacional, con consecuencias adversas para el sector financiero y la economía real. De hecho, se dispone de evidencia al respecto que indica que, en promedio, los países que han sido importadores netos de capital antes de una recesión experimentan una caída más pronunciada de su saldo monetario que aquellos que han sido exportadores netos. En segundo lugar, la disponibilidad de financiación transfronteriza puede causar un impacto directo sobre el crédito interno superior al derivado de las condiciones monetarias internas. Ciertamente, los préstamos interbancarios transfronterizos representan un canal a través del que el sistema bancario nacional puede conceder crédito más allá de las limitaciones establecidas por la financiación interna disponible. Esto ayuda a explicar el motivo por el que es más probable que el crecimiento del crédito sea más acusado que el del dinero en torno a períodos de crisis.

En general, la dimensión internacional es un aspecto importante al valorar los patrones de crecimiento del dinero y del crédito en torno a períodos de crisis. Sin duda alguna, la dimensión internacional de la reciente crisis es muy significativa, aunque no carece de precedentes en los países de la OCDE si se tiene en cuenta la caída del sistema de Bretton Woods y la progresiva liberalización de los flujos internacionales de capital en la década de 1970²². Dicho esto, la crisis reciente, en particular, ha sido la más generalizada internacionalmente desde la

Gráfico 8 Crecimiento medio del agregado monetario amplio en términos reales en torno a períodos de recesión con liquidez global abundante y moderada

(tasas de variación interanual)



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

Notas: Se consideran 23 países de la OCDE: doce países de la zona del euro y otros once países de la OCDE (véase la nota a pie de página 5). El período «T» representa el primer año de recesión. Para conocer definiciones de liquidez global abundante y moderada, véase la nota a pie de página 21.

- 21 A los efectos del presente análisis, la liquidez global abundante se define como un crecimiento total del agregado monetario amplio y del crédito interno por encima del percentil 66. El crecimiento por debajo de este umbral se clasifica como liquidez global moderada.
- 22 Se ha de observar que, dado que la mayor parte de las crisis de la muestra considerada coinciden con la ausencia de controles de capital, resulta difícil valorar el impacto de estos controles sobre la evolución del dinero y del crédito en torno a períodos de crisis.

Segunda Guerra Mundial, lo que indica que este factor puede ser también una causa de la desviación con respecto a las medias históricas.

POLÍTICAS ECONÓMICAS Y OTROS FACTORES

Como la gravedad de la reciente crisis económica y financiera carecía de precedentes, al menos desde la Segunda Guerra Mundial, los responsables políticos de varias economías avanzadas han puesto en marcha algunas medidas económicas nunca adoptadas anteriormente. Algunas de ellas estaban específicamente dirigidas a respaldar el crecimiento del crédito interno, que se considera un aspecto importante de la recuperación. Como el crédito interno es la principal contrapartida del agregado monetario amplio, esto también ha influido en la evolución de los agregados monetarios. Es probable que estas medidas económicas sin precedentes, que han incluido medidas de política monetaria no convencionales, expliquen el hecho de que, en los tres o cuatro últimos años, el crecimiento del dinero y del crédito en la zona del euro no se haya desviado significativamente de las medias históricas observadas en períodos de crisis. Por ejemplo, las medidas de política monetaria no convencionales adoptadas por el BCE han sido fundamentales para apoyar al sistema bancario de la zona, mejorando sensiblemente la situación de liquidez. Se dispone, asimismo, de evidencia que sugiere que estas medidas han contribuido a evitar una caída considerable de los agregados monetarios y crediticios, obstaculizando con ello la aparición de espirales adversas con posibles consecuencias negativas para las variables macroeconómicas²³.

Al mismo tiempo subsisten importantes fuentes de incertidumbre, por ejemplo en lo que respecta a la duración y el impacto de la crisis de la deuda soberana en algunos países europeos, así como en lo que atañe a la solidez de los balances bancarios en varios países de la OCDE, siendo probable que esta incertidumbre haya provocado una mayor aversión al riesgo entre los agentes económicos y haya contribuido a un aumento de la volatilidad de los flujos monetarios en los últimos años. Esta aversión al riesgo conduce a la expansión del agregado monetario estrecho y, hasta cierto punto,

del amplio, mientras el crecimiento del crédito sigue siendo contenido. Por tanto, estos factores pueden explicar las desviaciones con respecto a las medias históricas. Ciertamente, es posible que estos factores hayan sido la causa de las fluctuaciones inusualmente pronunciadas del agregado monetario estrecho en términos reales en 2009 y 2010.

4 CONCLUSIONES

Los patrones de crecimiento medio del dinero y del crédito en torno a anteriores crisis económicas y financieras pueden constituir una referencia útil para valorar la evolución actual y futura del dinero, del crédito y del producto. En este artículo se ha presentado evidencia que muestra que estas referencias deben establecer una distinción entre diferentes tipos de recesión, concretamente entre las que coincidieron con una crisis financiera y las que no. Esto demuestra la significativa interrelación existente entre el dinero, el crédito y el producto, especialmente en esos períodos. En general, la evolución reciente del crecimiento del dinero y del crédito en la zona del euro parece estar en consonancia con los patrones generales observados en recesiones y recuperaciones anteriores, si la reciente contracción económica se compara con recesiones que fueron acompañadas de crisis bancarias sistémicas. Ciertamente, la lenta recuperación del crecimiento del agregado monetario amplio y del crédito interno en 2011 es acorde con la moderada recuperación de la actividad económica observada en 2010 y 2011 tras la severa recesión de 2008 y 2009. También es probable que el lento repunte de los agregados monetarios y crediticios refleje la corrección del excesivo crecimiento acumulado antes de la crisis. Además, el crecimiento del agregado monetario amplio, del agregado monetario estrecho y del crédito interno suele presentar divergencias en esos períodos, siendo habitual que el crecimiento de M1 anticipe un cambio de sentido del ciclo económico, que el del agregado monetario amplio evolucione en consonancia con

23 Para conocer evidencia acerca del impacto sobre los agregados monetarios y crediticios, véase el artículo titulado «Las medidas no convencionales del BCE: impacto y retirada gradual», *Boletín Mensual*, BCE, julio de 2011 (particularmente el recuadro 2).

el ciclo económico (aunque de forma menos pronunciada durante la fase descendente del ciclo), y que el crecimiento del crédito vaya a la zaga de la recuperación de la actividad económica. Aunque la evolución reciente en la zona del euro se ajusta en gran medida a estas regularidades, el crecimiento del agregado monetario estrecho ha fluctuado de forma más acusada de lo habitual en los últimos años (es decir, si se compara con la evolución típica en torno a períodos de crisis económica y financiera), debido posiblemente a los niveles excepcionalmente elevados de volatilidad e incertidumbre registrados en la zona del euro en los últimos años.

De cara al futuro no se puede descartar una mayor interrelación entre los agregados monetarios y crediticios de la zona del euro (con la posibilidad de que, como resultado, el producto se desvíe de sus medias históricas), debido principalmente a la presencia simultánea de diversos factores. Esto último puede estar relacionado con: i) los niveles inusualmente elevados de endeudamiento de los sectores público y privado en los últimos años; ii) la interrelación entre la crisis de la deuda soberana, la inquietud de los inversores y las presiones sobre la financiación y el capital de las entidades de crédito en varios países europeos, y iii) la mayor intensidad de propagación de la crisis a escala internacional.

EL ENDEUDAMIENTO DE LAS EMPRESAS EN LA ZONA DEL EURO

ARTÍCULOS

El endeudamiento de las empresas en la zona del euro

A partir de la segunda mitad de 2009, los ratios de endeudamiento de las sociedades no financieras han ido cayendo progresivamente con respecto a los elevados niveles acumulados anteriormente, en un entorno que cambió con el estallido de la crisis financiera a finales del verano de 2007 y que se caracteriza por un aumento sustancial del riesgo de crédito y de la aversión al riesgo, así como por una mayor inquietud acerca de la sostenibilidad de la deuda en general. La ratio de deuda sobre activos totales de las sociedades no financieras se redujo ligeramente entre el segundo trimestre de 2009 y el primer trimestre de 2011, pasando del 46 % al 43 %, y se estabilizó en el segundo trimestre de 2011¹.

El descenso progresivo de los ratios de endeudamiento refleja factores relacionados tanto con la oferta como con la demanda que afectan al crédito concedido al sector empresarial. Por el lado de la demanda, los niveles más bajos de actividad económica y, en particular, la menor formación de capital, así como la mayor propensión a retener beneficios, han contribuido a reducir la necesidad de financiación externa de las empresas. Por el lado de la oferta, el endurecimiento de los criterios de aprobación de préstamos aplicados por las entidades de crédito ha limitado el crecimiento de los préstamos bancarios a las sociedades no financieras, lo que ha contribuido a su desapalancamiento, pero también al cambio general de su estructura de capital, con una menor proporción de financiación mediante préstamos bancarios con relación a la financiación en los mercados. Al mismo tiempo, los ratios de endeudamiento de las empresas son considerables en términos históricos, como puede observarse, en concreto, en las comparaciones a largo plazo con las empresas no financieras de Estados Unidos.

Un aspecto importante del endeudamiento de las empresas en la zona del euro es el elevado grado de heterogeneidad entre los países que la integran, principalmente en lo que respecta a sus niveles de deuda cuando estalló la crisis financiera, pero también al ritmo de desapalancamiento desde mediados de 2009. Sin embargo, las empresas de la mayoría de los principales países de la zona del euro comenzaron un proceso progresivo de desapalancamiento a mediados de 2009, que fue reflejo del panorama general en la zona. Otro factor significativo de la heterogeneidad del endeudamiento de las empresas en la zona del euro es el papel que desempeña el tamaño de estas. Según la evidencia de las encuestas, por lo general, el porcentaje de grandes empresas que indicaron un descenso de sus ratios de deuda sobre activos entre 2009 y 2011 fue mayor que el de pequeñas y medianas empresas (pymes).

Si se considera el impacto de este desapalancamiento en las perspectivas de sostenibilidad de la deuda, las sociedades no financieras han reducido ligeramente su vulnerabilidad en este sentido, como muestra el dato de que su servicio de la deuda haya disminuido desde el máximo registrado en 2009. A pesar de esta señal positiva, el hecho de que el nivel de endeudamiento de estas sociedades sea todavía muy alto en términos históricos apunta a que persisten las vulnerabilidades, en particular en escenarios de costes de financiación de la deuda más elevados.

I INTRODUCCIÓN

El endeudamiento de los sectores privados no financieros (es decir, hogares y sociedades no financieras) de la zona del euro creció con rapidez en la pasada década, con carácter general hasta 2009. Los elevados niveles de endeudamiento alcanzados aumentaron la vulnerabilidad del sector privado no financiero a la evolución de los tipos de

interés y a las valoraciones negativas sobre el riesgo de crédito por parte de los participantes en los mercados.

Aunque un cierto grado de deuda incide positivamente en el crecimiento, pues ayuda a los inversores a financiar el crecimiento mediante la asunción

¹ En este artículo se incluyen datos obtenidos de las cuentas integradas de la zona del euro hasta el segundo trimestre de 2011.

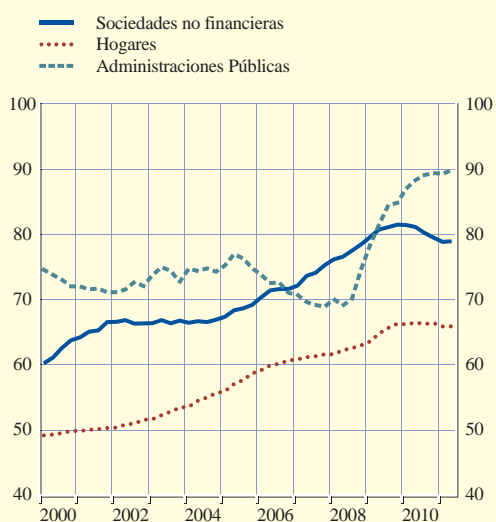
de préstamos o la emisión de valores distintos de acciones, los niveles excesivamente elevados de deuda lo perjudican². La crisis financiera, que comenzó a mediados de 2007 y se intensificó en septiembre de 2008, llevó a un replanteamiento de lo que constituye un nivel sostenible de deuda, así como a un redescubrimiento de los riesgos de crédito. Esto, a su vez, indujo a los deudores a tomar medidas para reducir su endeudamiento. Aunque la escasa actividad económica generó un nuevo incremento de las ratios de endeudamiento a lo largo de 2009, la deuda de las sociedades no financieras en relación con el PIB empezó a descender progresivamente, desde el 81 % en el último trimestre de 2009 hasta el 79 % en el segundo trimestre de 2011 (véase gráfico 1). La ratio deuda/PIB de los hogares siguió aumentando hasta el segundo trimestre de 2010, pero disminuyó ligeramente con posterioridad, hasta el segundo trimestre de 2011. En contraposición a lo ocurrido en los sectores privados no financieros, la deuda de las Administraciones Públicas evolucionó en la dirección opuesta durante la crisis³. La desaceleración económica y, por

ende, la reducción de los ingresos públicos y el aumento del gasto dieron lugar a un acusado incremento de las ratios de deuda de las Administraciones Públicas durante la crisis financiera, que se prolongó hasta el segundo trimestre de 2011. El crecimiento de la deuda pública afecta a la financiación del sector privado cuando se elevan las primas del riesgo país y los riesgos soberanos repercuten en las condiciones del crédito bancario y de la financiación en los mercados de las empresas. Por tanto, la crisis financiera ha puesto claramente de manifiesto la interrelación existente entre los balances del sector público y privado.

Partiendo de esta visión general de la trayectoria de la deuda en los distintos sectores, el presente artículo se centra en la evolución de la deuda de las sociedades no financieras en la zona del euro. En la sección 2 se detalla y se explica la evolución del endeudamiento de las sociedades no financieras en la zona del euro y en los distintos países de la zona durante la pasada década. También se incluye un recuadro en el que se compara la trayectoria del endeudamiento de estas sociedades en la zona del euro y en Estados Unidos. En la sección 3 se analizan la composición de la financiación externa y el papel de la deuda en la financiación de las sociedades no financieras de la zona del euro. En particular, se examinan las variaciones en la estructura de financiación de estas sociedades durante la crisis financiera. En la sección 4 se estudian las necesidades de financiación externa y la evolución de la deuda de las pymes y de las grandes empresas de la zona del euro, según datos individuales de las empresas, así como la financiación mediante deuda en los principales sectores. La sección 5 se centra en la cuestión fundamental de la sostenibilidad de la deuda y analiza los indicadores que pueden ayudar a evaluar la sostenibilidad de la deuda empresarial. Por último, la sección 6 concluye con un resumen de los puntos principales de este artículo.

Gráfico 1 Ratios deuda/PIB de los sectores no financieros de la zona del euro

(porcentaje)



Fuente: BCE.

Notas: La deuda de los hogares está compuesta por préstamos. La de las sociedades no financieras y las Administraciones Públicas incluye préstamos (excluida la financiación interempresarial), valores distintos de acciones y reservas técnicas de seguro. La ratio deuda/PIB de las Administraciones Públicas se ha obtenido de las cuentas integradas de la zona del euro.

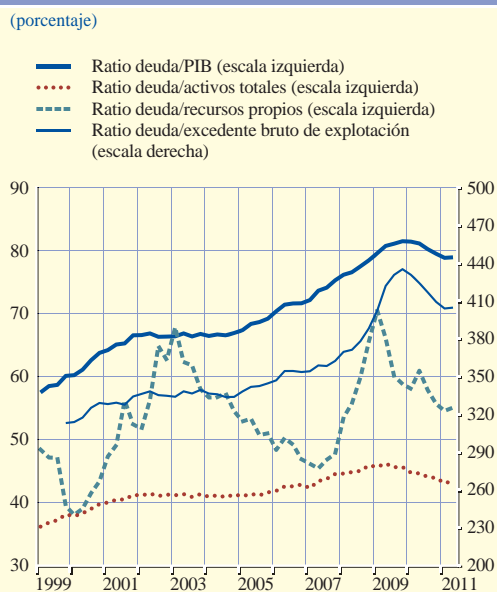
2 S. G. Cecchetti, M. S. Mohanty y F. Zampolli, «The real effects of debt», *Working Paper Series*, BPI, n.º 352. Véase, asimismo, la sección 5 de este artículo.

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

2 EVOLUCIÓN DEL ENDEUDAMIENTO DE LAS EMPRESAS EN LA ZONA DEL EURO

El acusado aumento de la ratio deuda/PIB de las sociedades no financieras en la zona del euro, que pasó del 57 % en el primer trimestre de 1999 a registrar un máximo del 81 % en el cuarto trimestre de 2009, fue reflejo de una acumulación de la deuda empresarial a lo largo de diferentes fases (véase gráfico 2 y también el recuadro para obtener una perspectiva a más largo plazo)⁴. Desde el segundo semestre de la década de los noventa hasta principios de 2002, las ratios de endeudamiento de las sociedades no financieras se incrementaron en el contexto del «auge de la nueva economía», en el que las condiciones para financiar la inversión real y financiera de las empresas eran favorables, y el crecimiento de los préstamos, elevado. Tras un período posterior de saneamiento de balances, las ratios deuda/PIB de las sociedades no financieras de la zona del euro volvieron a subir a partir de 2005 y registraron su máximo nivel en 2009. Múltiples indicadores de deuda reflejan esta evolución. Mientras que la ratio deuda/PIB relaciona el endeudamiento de las empresas con la actividad económica, la ratio de deuda en relación con el excedente bruto de explotación de las sociedades no financieras muestra la deuda empresarial con respecto a la generación de ingresos. Esta ratio es particularmente informativa para evaluar la sostenibilidad de la deuda, ya que el excedente bruto de explotación se utiliza para la amortización de deuda (véase sección 5). La ratio de deuda en relación con el excedente bruto de explotación pasó del 313 % en 1999 al 437 % en el cuarto trimestre de 2009, y cayó posteriormente, hasta situarse en el 405 % en el segundo trimestre de 2011 (véase gráfico 2). El pronunciado aumento registrado en el segundo semestre de 2008 y en 2009 estuvo determinado, principalmente, por un descenso del excedente bruto de explotación, como consecuencia de la escasa actividad económica. El incremento fue menos acusado en el caso de la ratio de deuda sobre activos, que incluye tanto activos fijos como financieros y, por ende, es más completa en relación con los activos de las sociedades no financieras que generan ingresos o que pueden enajenarse en caso necesario. La ratio de deuda sobre activos totales⁵ ascendió desde

Gráfico 2 Ratios de deuda de las sociedades no financieras de la zona del euro



Fuente: BCE.

Notas: La deuda de las sociedades no financieras incluye préstamos (salvo financiación interempresarial), valores distintos de acciones y reservas técnicas de seguro. Los activos financieros han sido consolidados con la financiación interempresarial, acciones y otras cuentas pendientes de cobro, excluidos los créditos comerciales.

el 36,2 % en el primer trimestre de 1999 hasta alcanzar un máximo del 46,2 % en el segundo trimestre de 2009. Posteriormente disminuyó de forma progresiva, hasta situarse en el 43 % en el segundo trimestre de 2011. A diferencia de otros ratios de deuda, la ratio deuda/recursos propios de las sociedades no financieras es más volátil, principalmente debido a los efectos de valoración derivados de las fluctuaciones de los precios de las acciones.

Por tanto, la mayoría de los ratios de deuda de las sociedades no financieras de la zona del euro alcanzaron su máximo nivel en 2009 y se redujeron ligeramente hasta 2011, año en el que se produjo una cierta estabilización. Esta evolución es reflejo

4 La deuda de las sociedades no financieras incluye préstamos (salvo financiación interempresarial, es decir, préstamos concedidos entre sociedades no financieras), valores distintos de acciones emitidos por ellas y reservas de fondos de pensiones de las sociedades no financieras.

5 La deuda y los activos no incluyen la financiación interempresarial. En la definición de activos se excluyeron las acciones y otras participaciones (salvo las participaciones en fondos de inversión) y otras cuentas (sin el crédito comercial).

del impacto del ciclo económico y de las medidas de las sociedades no financieras para desapalancarse, en un entorno de mayor sensibilidad a los riesgos de crédito. La progresión de las ratios de deuda sobre activos fue más moderada, en general, que la de las ratios de deuda en relación con la actividad económica, lo que muestra que el incremento del endeudamiento de las sociedades no financieras estuvo respaldado, en gran medida, por un aumento de los activos utilizables como garantía, que permitió a las empresas asumir más deuda. Al mismo tiempo, el crecimiento del endeudamiento en relación con los ingresos de las empresas genera inquietud sobre la sostenibilidad de su deuda (véase sección 5).

El acusado descenso de actividad económica en 2008 y 2009 provocó una considerable caída de la demanda de crédito, como consecuencia de la menor formación de capital y de la menor necesidad de capital circulante de las sociedades no financieras. Además, la disminución sustancial de las operaciones de fusión y adquisición por parte de estas sociedades entre 2008 y el primer trimestre de 2010 contrajo su demanda de financiación externa. Por tanto, la acumulación de deuda se redujo significativamente, impulsada por factores de demanda, como refleja también la encuesta sobre préstamos bancarios, en la cual, las entidades de crédito participantes indicaron un descenso de la demanda neta de préstamos por parte de las empresas entre el primer trimestre de 2008 y el segundo trimestre de 2010, y de nuevo en el tercer trimestre de 2011.

Además, las restricciones en la oferta de préstamos bancarios pueden haber contribuido al desapalancamiento de las empresas. En el período anterior a la crisis financiera, apenas se prestó atención al aumento de sus niveles de deuda, en particular, debido a que el coste de financiación de la deuda y la carga por intereses de las sociedades no financieras se mantuvieron en niveles moderados. Sin embargo, la actitud de las entidades de crédito y de los participantes en los mercados cambió durante la crisis financiera, cuando el acceso a la financiación de las propias entidades de crédito pasó a estar bajo presión por la preocupa-

ción existente en torno a sus balances. Las entidades participantes en la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro indicaron en 2008 y en 2009, y de nuevo en el tercer trimestre de 2011, que el coste de la financiación y los problemas de disponibilidad de fondos que experimentaban contribuyeron considerablemente al endurecimiento neto de los criterios de concesión de créditos a las empresas⁶. Además, durante el mismo período, un porcentaje neto significativo de entidades bancarias señaló una ampliación de los márgenes de los préstamos, que fue más acusada en el caso de los préstamos de mayor riesgo que en el de los préstamos ordinarios. En cuanto a la financiación de las sociedades no financieras en los mercados, el coste de financiación mediante valores distintos de acciones se elevó considerablemente para las sociedades no financieras en 2008, en un contexto de creciente preocupación en los mercados sobre la solvencia de los prestatarios. Para garantizar o mejorar su solvencia, es posible que las empresas hayan redoblado sus esfuerzos por desapalancarse en respuesta a esta evolución de los préstamos bancarios y de la financiación mediante valores de renta fija, a la que se suma el descenso cíclico de la demanda de financiación externa.

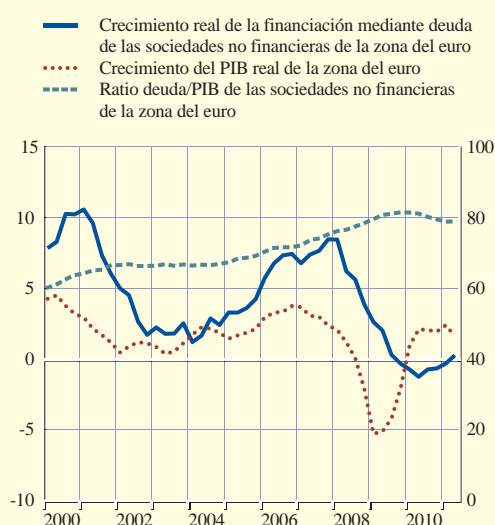
El desapalancamiento de las sociedades no financieras también puede observarse en la evolución del crecimiento real de la financiación mediante deuda y del crecimiento del PIB real (véase gráfico 3). En 2008 y en 2009, el crecimiento real de la financiación mediante deuda de las sociedades no financieras descendió notablemente y pasó a situarse en terreno negativo desde el cuarto trimestre de 2009 hasta el primer trimestre de 2011. Además, la disminución de este crecimiento continuó hasta el segundo trimestre de 2010, mientras que el crecimiento del PIB ya había empezado a recuperarse en 2009. Esta evolución está en consonancia con la evidencia procedente de los patrones históricos de los préstamos a las sociedades no financieras, que tienden a ir con un desfase de alrededor de tres trimestres con respecto al ciclo⁷. También puede

6 Véanse los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro en el sitio web del BCE.

7 Véase el artículo titulado «Evolución reciente de los préstamos al sector privado», *Boletín Mensual*, BCE, enero de 2011.

Gráfico 3 Crecimiento real de la financiación mediante deuda de las sociedades no financieras y crecimiento del PIB real

(tasa de variación interanual, deflactada por el deflactor del PIB; porcentaje)



Fuente: BCE.

Nota: La financiación mediante deuda incluye préstamos (salvo financiación interempresarial), valores distintos de acciones y reservas de fondos de pensiones.

observarse en el gráfico 3 que la caída de la ratio deuda/PIB de las sociedades no financieras de la zona del euro con respecto a su nivel máximo del último trimestre de 2009 comenzó uno o dos años después de la contracción del crecimiento del PIB.

El desapalancamiento de las sociedades no financieras se vio favorecido por el considerable volumen de recursos internos que las empresas habían acumulado. Entre el tercer trimestre de 2009 y el segundo trimestre de 2010, las sociedades no financieras aumentaron notablemente sus beneficios no distribuidos, lo que tuvo su reflejo en el ahorro empresarial (y en las transferencias netas de capital). El ahorro empresarial se mantuvo prácticamente estable en relación con el PIB desde entonces hasta el segundo trimestre de 2011 (véase gráfico D del recuadro). Estos hechos, en combinación con el acusado descenso de la formación de capital, se tradujeron en un estrechamiento sustancial de la brecha de financiación de las sociedades no financieras (que es la ratio entre la capacidad (+)/necesidad (-) de financiación y el PIB), la cual incluso arrojó temporalmente un superávit (desde el cuarto trimestre de 2009 hasta el cuarto tri-

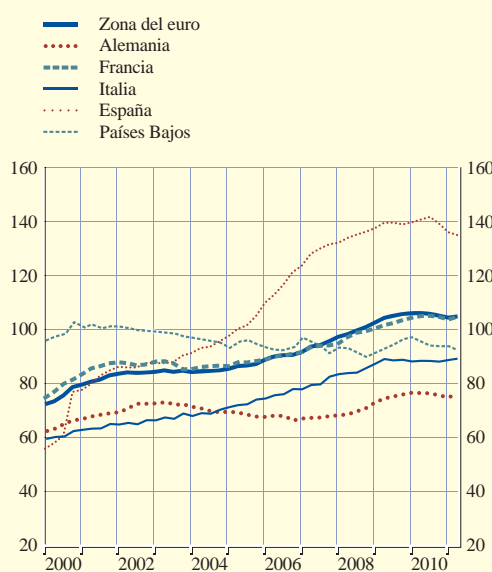
mestre de 2010). La evolución de los resultados de las empresas coincide generalmente con la evidencia sobre la evolución de los beneficios basada en los datos individuales de las empresas. Según esta evidencia, la rentabilidad de los activos de las empresas aumentó entre el segundo semestre de 2009 y mediados de 2010 y, posteriormente, se mantuvo prácticamente estable hasta mediados de 2011, en un entorno de intensificación de las presiones sobre los costes y de ralentización del crecimiento de las ventas.

Aunque los niveles de los distintos indicadores de deuda de las sociedades no financieras se moderaron en 2010 y en el primer trimestre de 2011 en la zona del euro, el panorama es variado en los distintos países de la zona⁸. En primer lugar, por lo que respecta al nivel de las ratios de deuda, las sociedades no financieras de Alemania han registrado la ratio deuda/PIB más baja de los cinco países principales de la zona desde el cuarto trimestre de 2004 (véase gráfico 4). En cambio, en

8 Este artículo se centra básicamente en los cinco países principales de la zona del euro.

Gráfico 4 Ratio deuda/PIB de las sociedades no financieras en una selección de países de la zona del euro

(porcentaje)



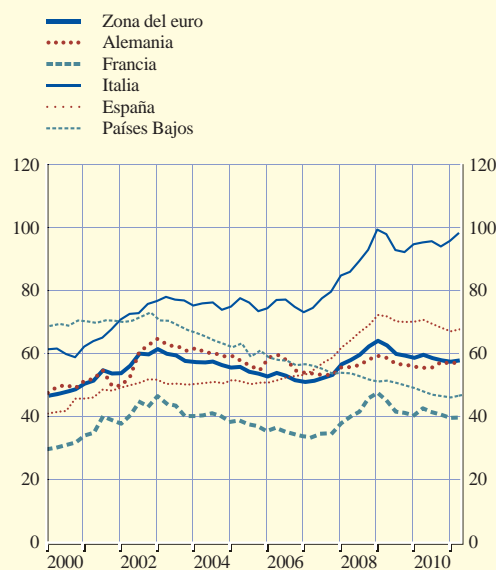
Fuentes: BCE y Eurostat.

Nota: Deuda incluye todos los préstamos, valores distintos de acciones y reservas de fondos de pensiones.

España la ratio se situó considerablemente por encima del nivel de la zona del euro durante la mayor parte del período analizado. Al mismo tiempo, la ratio de deuda sobre activos financieros de las sociedades no financieras francesas estuvo por debajo de la media de la zona del euro durante todo el período considerado, mientras que la de las italianas se situó significativamente por encima del nivel de la zona (véase gráfico 5). Si se examina la evolución de la deuda de los cinco países principales de la zona del euro entre el año 2000 y el segundo trimestre de 2011, las ratios de deuda sobre activos financieros de las sociedades no financieras se incrementaron en mayor medida en Italia y España, mientras que se mantuvieron más estables en Francia y Alemania. En los cuatro países, las ratios de endeudamiento de las sociedades no financieras comenzaron a caer en el segundo trimestre de 2009, reflejando la evolución de la zona del euro. Sin embargo, mientras que la ratio de deuda sobre activos financieros de las sociedades no financieras de Alemania, Francia y España se mantuvo prácticamente estable en 2011, hasta el segundo trimestre del año, la de las sociedades no financieras de Italia empezó a aumentar de nuevo en dicho año. Además, según la ratio de deuda sobre activos financieros, las sociedades no financieras alemanas comenzaron su proceso de desapalancamiento

Gráfico 5 Ratio de deuda sobre activos financieros de las sociedades no financieras en una selección de países de la zona del euro

(porcentaje)



Fuentes: BCE y Eurostat.

Nota: Deuda incluye todos los préstamos, valores distintos de acciones y reservas de fondos de pensiones. Los activos financieros comprenden efectivo y depósitos, préstamos, valores distintos de acciones, acciones y otras participaciones, otras cuentas pendientes de cobro y reservas técnicas de seguro.

mucho antes (a partir del primer trimestre de 2003) que las de los otros cuatro países principales de la zona del euro.

Recuadro

COMPARACIÓN DEL ENDEUDAMIENTO DE LAS EMPRESAS DE LA ZONA DEL EURO Y DE ESTADOS UNIDOS

En este recuadro se compara el endeudamiento de las sociedades no financieras de la zona del euro con el de las empresas no financieras de Estados Unidos, que es el sector más comparable¹. En el momento del estallido de la crisis financiera, las sociedades no financieras de ambas economías tenían un elevado nivel de endeudamiento, y comenzaron a desapalancarse a partir de 2009 en un contexto de crisis. Tanto factores de demanda, dada la acusada desaceleración económica a partir del último trimestre de 2008, como las restricciones en la oferta, en términos de concesión de préstamos

1 El sector de empresas no financieras de Estados Unidos incluye todas las empresas no financieras con o sin forma societaria. A diferencia del sector de sociedades no financieras de la zona del euro, también incluye las empresas individuales, que en las cuentas integradas de la zona del euro se clasifican dentro del sector hogares. Véanse también el recuadro titulado «Evolución de la financiación empresarial: una comparación entre la zona del euro y Estados Unidos», del artículo «Evolución de la financiación empresarial en la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, noviembre de 2005, y el recuadro titulado «La comparación entre las cuentas nacionales de Estados Unidos y de la zona del euro», del artículo titulado «Evolución de los balances de situación del sector privado de la zona del euro y de Estados Unidos», *Boletín Mensual*, BCE, febrero de 2004.

bancarios, han contribuido a la caída de los ratios de endeudamiento de las sociedades no financieras. Además, el incremento de los beneficios ha favorecido el desapalancamiento de las empresas.

Ratios de endeudamiento de las sociedades no financieras de la zona del euro y de Estados Unidos: perspectiva a largo plazo

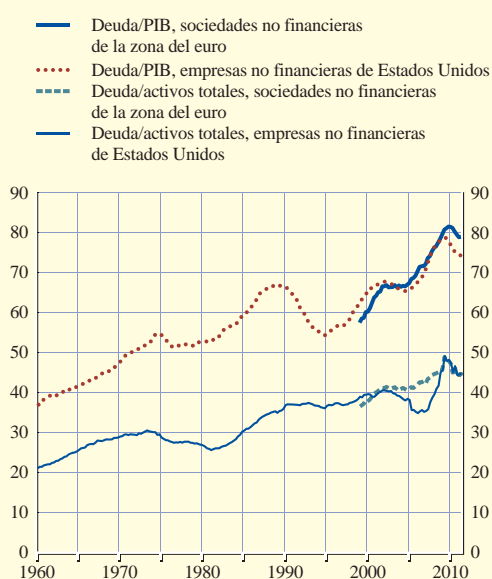
Adoptando una perspectiva a largo plazo, el gráfico A muestra que la ratio deuda/PIB de las empresas no financieras de Estados Unidos se ha duplicado durante los 50 últimos años, pasando del 37 % en 1960 al 74 % en el segundo trimestre de 2011. La ratio de deuda sobre activos totales ha experimentado un aumento igualmente pronunciado, desde el 21 % en 1960 hasta el 45 % en el segundo trimestre de 2011. La ratio deuda/PIB de las empresas no financieras de Estados Unidos se incrementó de forma especialmente marcada durante la década de los ochenta, en un entorno de elevada inflación y tipos de interés, mientras que descendió considerablemente en la primera parte de los años noventa. Entre la segunda mitad de dicha década y 2002, la ratio deuda/PIB volvió a crecer con rapidez en el contexto del «auge de la nueva economía», alcanzando niveles similares a los registrados en 1989. Este aumento fue reflejo, principalmente, del extraordinario crecimiento de los préstamos concedidos entre la segunda mitad de la década de los noventa y el año 2000 para financiar una inversión sustancial, impulsado por los elevados niveles de confianza en un intenso crecimiento de la productividad. Tras un período de saneamiento de balances, la ratio deuda/PIB de las empresas no financieras de Estados Unidos repuntó nuevamente en el segundo trimestre de 2009, hasta situarse en el 79 %, el nivel más alto de los últimos 50 años.

Aunque para la zona del euro no se dispone de datos comparables que cubran un período tan largo, el gráfico A muestra que los ratios deuda/PIB de las sociedades no financieras de la zona del euro y de las empresas no financieras de Estados Unidos han evolucionado registrando niveles similares desde 1999. En el segundo trimestre de 2011, la ratio deuda/PIB de las sociedades no financieras de la zona del euro (78,9 %) era algo más elevada que la correspondiente a las empresas no financieras de Estados Unidos (74,3 %). La ratio de deuda sobre activos totales fue similar, en general, en ambas economías, situándose en el 43,4 % en el caso de las sociedades de la zona del euro y en el 44,7 % en el de las empresas de Estados Unidos.

Aunque las estructuras económicas y el entorno han cambiado radicalmente en estos 50 años, las empresas no financieras son vulnerables a incrementos en el coste de financiación, debido a su extraordinario nivel de endeudamiento en 2009 y a los elevados niveles que siguen registrando actualmente.

Gráfico A Ratios de endeudamiento de las sociedades no financieras de la zona del euro y de Estados Unidos

(porcentaje)



Fuentes: Oficina de Análisis Económico, Junta de Gobernadores de la Reserva Federal y BCE.

Notas: Deuda excluye la financiación interempresarial. Para la zona del euro, los activos se han consolidado con la financiación interempresarial, acciones y otras cuentas (excluido el crédito comercial pendiente de cobro). Las acciones y otras participaciones (salvo las participaciones en fondos de inversión) y otras cuentas (sin crédito comercial) se han excluido de la definición de activos, ya que no se incluyen en los datos de Estados Unidos.

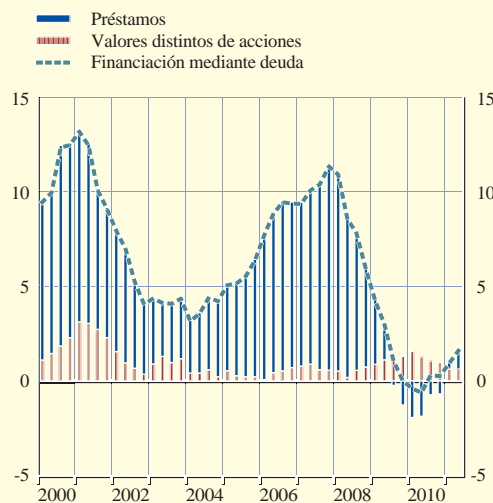
Evidencia del desapalancamiento de las empresas durante la crisis financiera

En el contexto de la crisis financiera, las ratios deuda/PIB de las sociedades no financieras comenzaron a descender en ambas economías en 2009. Como puede observarse en los gráficos B y C, la tasa de crecimiento interanual de la financiación mediante deuda cayó notablemente a partir del segundo semestre de 2007, coincidiendo con el inicio de la crisis financiera, hasta el primer trimestre de 2010. La tasa de variación interanual de la financiación mediante deuda disminuyó de forma más acusada en Estados Unidos que en la zona del euro y, en particular, fue negativa en el caso de las empresas no financieras estadounidenses entre el tercer trimestre de 2009 y el tercer trimestre de 2010. En el caso de las sociedades no financieras de la zona del euro, fue solo ligeramente negativa en el primer semestre de 2010. Esto significó una caída algo más pronunciada de la ratio deuda/PIB de las empresas no financieras de Estados Unidos entre el máximo registrado en el segundo trimestre de 2009 y el segundo trimestre de 2011, mientras que la ratio de las sociedades no financieras de la zona del euro se redujo de manera más gradual (desde el pico del segundo trimestre de 2009).

La caída de la financiación mediante deuda en las dos economías estuvo impulsada por la considerable desaceleración económica durante la crisis financiera. Además, la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro y su equivalente en Estados Unidos (*Senior Loan Officer Survey*) aportan evidencia de que las entidades de crédito endurecieron considerablemente sus criterios de aprobación del crédito a empresas durante la crisis financiera, comenzando en el tercer trimestre de 2007 y alcanzando su punto álgido en el cuarto trimestre de 2008. Esto afecta especialmente a las sociedades no financieras de la zona del euro y, en particular, a las empresas más pequeñas, ya que recurren en gran medida a los préstamos bancarios como fuente de financiación externa. Entre 2009 y 2011, el endurecimiento neto de los criterios de aprobación de préstamos a empresas se suavizó con carácter

Gráfico B Contribución al crecimiento de la financiación mediante deuda de las sociedades no financieras de la zona del euro

(tasa de variación interanual; puntos porcentuales)

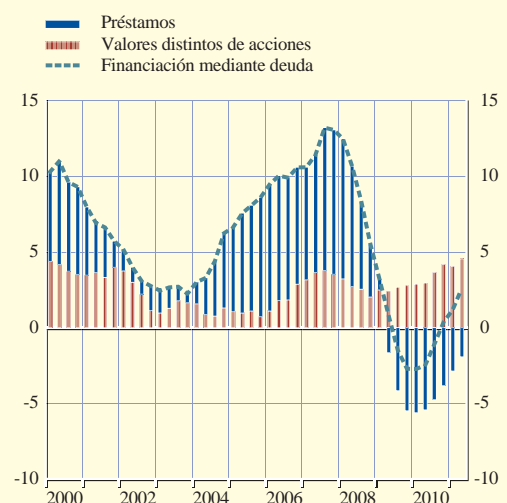


Fuente: BCE.

Nota: La financiación mediante deuda incluye préstamos (excluida la financiación interempresarial) y valores distintos de acciones.

Gráfico C Contribución al crecimiento de la financiación mediante deuda de las empresas no financieras de Estados Unidos

(tasa de variación interanual; puntos porcentuales)



Fuente: Junta de Gobernadores de la Reserva Federal.

Nota: La financiación mediante deuda se define como instrumentos del mercado crediticio según las estadísticas sobre flujos de fondos de Estados Unidos.

general y pasó a una situación de relajación neta en Estados Unidos, mientras que en la zona del euro se intensificó en el tercer trimestre de 2011. Por tanto, parecía que había una restricción en la oferta de préstamos bancarios, particularmente en la primera fase de la crisis financiera. Así pues, tanto la demanda como la oferta de financiación mediante deuda han contribuido a la caída del crecimiento de esta fuente de financiación en ambas economías.

Durante la crisis financiera se produjeron cambios significativos en la composición de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro y de Estados Unidos. La financiación de estas sociedades en los mercados cobró importancia durante la crisis en ambas economías (véanse gráficos B y C). En cambio, las empresas no financieras estadounidenses redujeron su financiación mediante préstamos bancarios entre el segundo trimestre de 2009 y el segundo trimestre de 2011. Las sociedades no financieras de la zona del euro también recortaron este tipo de financiación entre el tercer trimestre de 2009 y el cuarto trimestre de 2010, pero en menor medida que en Estados Unidos.

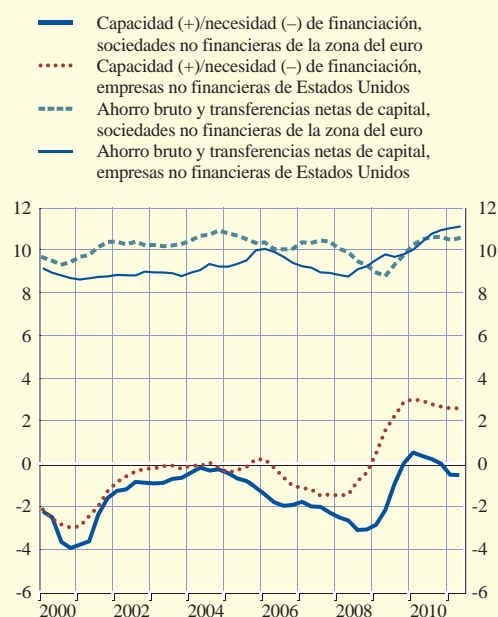
En ambas economías, los sustanciales aumentos de los beneficios no distribuidos generaron una reducción de las ratios de endeudamiento de las sociedades no financieras y, por tanto, también de su dependencia de la deuda. En Estados Unidos, el incremento de los beneficios empresariales se refleja en la relación entre el ahorro bruto y las transferencias netas de capital de las sociedades no financieras y el PIB, la cual aumentó desde el 8,7 % en el segundo trimestre de 2008 hasta el 11,1 % en el segundo trimestre de 2011 (véase gráfico D). En el caso de las sociedades no financieras de la zona del euro, el ascenso fue similar, desde el 8,8 % en el segundo trimestre de 2009 hasta el 10,5 % en el segundo trimestre de 2011. Además, la formación de capital disminuyó drásticamente en 2008 y 2009 en el contexto de la crisis. Ambas evoluciones significan que la necesidad de financiación externa de las sociedades no financieras disminuyó de forma muy considerable. La brecha de financiación [definida como la ratio entre la capacidad (+)/necesidad (-) de financiación y el PIB], que suele ser negativa en las sociedades que necesitan financiar sus inversiones con fondos externos, pasó a ser positiva para las empresas no financieras de Estados Unidos entre el primer trimestre de 2009 (0,5 %) y el segundo trimestre de 2011 (2,6 %), y para las sociedades no financieras de la zona del euro entre el cuarto trimestre de 2009 y el cuarto trimestre de 2010.

Conclusiones

En conjunto, las ratios de endeudamiento de las sociedades no financieras de la zona del euro y de Estados Unidos parecen ser comparables, en general, en términos de su nivel y evolución. En ambas

Gráfico D Brecha de financiación y beneficios no distribuidos de las sociedades no financieras de la zona del euro y de Estados Unidos

(porcentaje del PIB)



Fuentes: Junta de Gobernadores de la Reserva Federal y BCE.

Notas: La brecha de financiación se define como la ratio entre la capacidad (+)/necesidad (-) de financiación y el PIB y es igual, en términos generales, al ahorro bruto y las transferencias netas de capital, menos la formación bruta de capital en relación con el PIB.

economías, las sociedades no financieras habían acumulado niveles muy elevados de deuda, en términos históricos, antes del estallido de la crisis financiera a finales del verano de 2007, pero las ratios de endeudamiento comenzaron a caer a partir de entonces. Sin embargo, estas ratios se mantienen en niveles históricamente altos y constituyen una fuente importante de vulnerabilidad para las perspectivas del sector empresarial, en particular con respecto a los riesgos asociados al aumento de los costes de financiación de la deuda.

3 EL PAPEL DE LA DEUDA EN LA FINANCIACIÓN EXTERNA DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS DE LA ZONA DEL EURO

Determinar la forma de la estructura de capital de una empresa es una de las decisiones más importantes que han de tomar los gestores. Después de la aportación fundamental de Modigliani y Miller⁹ con su proposición de irrelevancia, que se remonta a 1958, ahora se reconoce con carácter general que las imperfecciones de los mercados de capitales hacen que la estructura de capital de una empresa influya en su valor. Distintos enfoques teóricos, basados en la relajación de la hipótesis de Modigliani y Miller, consideran, en escenarios alternativos, que la presencia de costes de agencia, la información asimétrica, el control empresarial y los impuestos son factores que rigen las decisiones de las empresas acerca de su estructura de capital. Según la teoría de la jerarquía financiera o *pecking order*, los gestores consideran que las asimetrías en la información son tales que los mercados generalmente infravaloran las acciones de una empresa y, por tanto, prefieren la financiación interna a la externa y la deuda a los recursos propios¹⁰. Según esta teoría, el apalancamiento de una empresa refleja, principalmente, su rentabilidad histórica y sus oportunidades de inversión. En cambio, cuando los gestores intentan explotar la información asimétrica en beneficio de los accionistas actuales, tienden a vender acciones cuando el valor de la empresa es elevado, vinculando así la estructura de capital a las fluctuaciones de las cotizaciones¹¹. En ambas teorías los gestores no están interesados realmente en fijar un objetivo de deuda específico y, además, no hay razón para que intenten corregir los cambios que experimenta el apalancamiento por las variaciones en el valor de la empresa. Otra teoría alternativa, conocida como la teoría del equilibrio estático o *trade-off*, mantiene

que las imperfecciones de los mercados generan un vínculo entre el apalancamiento y el valor de una empresa¹². Esta teoría sugiere que la estructura de capital óptima para cualquier empresa reflejará el equilibrio entre los beneficios de la deuda como escudo fiscal y los crecientes costes de agencia y de dificultades financieras (como los costes de quiebra) asociados a los elevados niveles de deuda. En este caso, los gestores actúan de forma activa para corregir las desviaciones con respecto a sus niveles de endeudamiento óptimos.

Según estudios recientes¹³, la mayoría de las empresas indicaron que tienen objetivos específicos en relación con la combinación de deuda fija y variable, deuda a corto y a largo plazo, vencimiento medio, duración y proporción de endeudamiento con el sector bancario. A la hora de estimar el volumen de deuda adecuado, se considera fundamental centrarse en los factores determinantes de las ratios objetivo, la flexibilidad financiera, las calificaciones crediticias, la volatilidad de los resultados y las ventajas fiscales de los gastos por intereses.

La ratio deuda/recursos propios de las sociedades no financieras facilita información sobre la importancia de la deuda en relación con los recursos

9 F. Modigliani y H. M. Miller, «The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment», *American Economic Review*, vol. 48(3), junio de 1958, pp. 261-297.

10 S. C. Myers, «The capital structure puzzle», *Journal of Finance*, n.º 39, 1984, pp. 575-592.

11 M. P. Baker y J. A. Wurgler, «Market timing and capital structure», *Journal of Finance*, vol. 57(1), 2002, pp. 1-32.

12 H. DeAngelo y R. Masulis, «Optimal capital structure under corporate and personal taxation», *Journal of Financial Economics*, vol. 8, 1980, pp. 3-29.

13 J. R. Graham y C. R. Harvey, «The theory and practice of corporate finance: evidence from the field», *Journal of Financial Economics*, n.º 60, 2001, pp. 187-243; D. Brounen, A. de Jong y K. Koedijk, «Capital structure policies in Europe: Survey evidence», *Journal of Banking and Finance*, vol. 30(5), 2006, pp. 1409-1442; y H. Servaes y P. Tufano, *The Theory and Practice of Corporate Debt Structure*, Deutsche Bank, 2006.

propios de la empresa y, por tanto, sobre su estructura de capital. Desde 2000, esta ratio se ha situado en una media del 69 % para las sociedades no financieras de la zona del euro (véase gráfico 6). La ratio de una empresa fluctúa considerablemente debido a la volatilidad de los precios de las acciones, lo que significa que su estructura de capital suele estar formada por una proporción mayor de acciones, especialmente acciones no cotizadas¹⁴, que de deuda. Durante el período analizado, la proporción de deuda de las empresas con respecto a sus recursos propios ha estado por debajo de la media de la zona del euro en Francia, y por encima en Alemania. En conjunto, parece que existe una cierta disparidad en la estructura de capital de los distintos países de la zona del euro.

En cuanto a la estructura de la deuda de las empresas, tradicionalmente la deuda de las sociedades no financieras de la zona del euro ha estado formada,

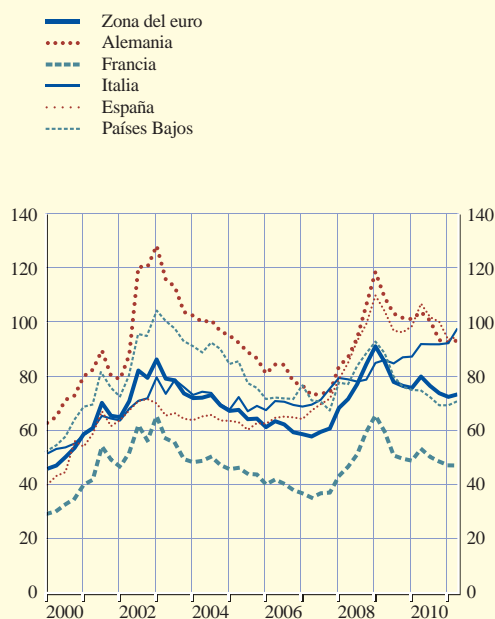
en gran parte, por préstamos bancarios¹⁵. Concretamente, las empresas más pequeñas suelen utilizar esta fuente de financiación externa, ya que su acceso a la financiación en los mercados es limitado. Sin embargo, este patrón cambió notablemente durante la crisis financiera (véase gráfico 7). La contribución de la financiación mediante préstamos bancarios a la financiación total mediante deuda descendió a partir del segundo trimestre de 2008, marcando una tendencia hacia la desintermediación, y pasó a ser negativa entre el tercer trimestre de 2009 y el tercer trimestre de 2010. En cambio, cobraron importancia otras fuentes de financiación

14 Mientras que las acciones cotizadas representaron, en promedio, el 17 % del pasivo total de las sociedades no financieras entre el año 2000 y el segundo trimestre de 2011, las acciones no cotizadas constituyeron el 34 %.

15 Deuda se define en este caso como préstamos (incluida la financiación interempresarial), valores distintos de acciones y crédito comercial (neto del crédito comercial pendiente de cobro), con el fin de reflejar la importancia relativa de los distintos instrumentos.

Gráfico 6 Ratio deuda/recursos propios de las sociedades no financieras en una selección de países de la zona del euro

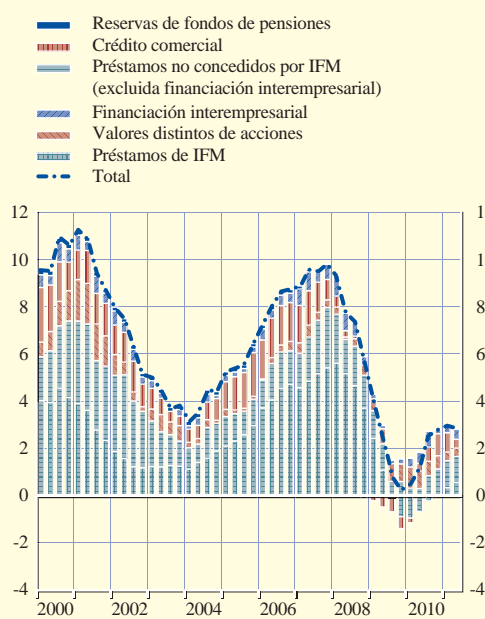
(porcentaje)



Fuentes: BCE y Eurostat.

Gráfico 7 Contribución a la tasa de crecimiento anual de la financiación mediante deuda de las sociedades no financieras de la zona del euro

(tasa de variación interanual; puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

Nota: La financiación mediante deuda incluye todos los préstamos, valores distintos de acciones, crédito comercial y reservas de fondos de pensiones.

mediante deuda. En concreto, la emisión de valores distintos de acciones por parte de las sociedades no financieras adquirió relevancia durante la crisis financiera. Por lo que respecta al coste de financiación, tras el máximo alcanzado en noviembre de 2008, poco después de la quiebra de Lehman Brothers, el coste de la financiación mediante valores de renta fija de las sociedades no financieras disminuyó considerablemente hasta septiembre de 2010 y se incrementó moderadamente a partir de entonces. Asimismo, tras algunas subidas de los tipos de interés de los préstamos bancarios hasta octubre de 2008, las medidas de política monetaria adoptadas por el Consejo de Gobierno del BCE condujeron a un descenso de dichos tipos hasta principios de 2010 y, posteriormente, a un aumento moderado de los mismos hasta mediados de 2011. Por tanto, aunque la evolución del coste de financiación apenas indica un cambio en la estructura de financiación mediante deuda de las sociedades no financieras, la información procedente de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro sugiere que la modificación de dicha estructura, con una contracción de los préstamos bancarios, puede haber sido consecuencia de las restricciones en la oferta de estos préstamos (véase sección 2).

Asimismo, la financiación entre empresas puede haber servido para amortiguar la menor disponibilidad de crédito bancario¹⁶. En particular, los préstamos de las sociedades matrices a sus filiales (financiación interempresarial) posiblemente han ayudado a las pequeñas empresas a conseguir financiación. También cobró importancia el crédito comercial, que está asociado al intercambio de bienes, lo que indica, por tanto, que desempeñó un cierto papel amortiguador¹⁷.

4 NECESIDADES DE FINANCIACIÓN EXTERNA Y EVOLUCIÓN DE LA DEUDA EN LA ZONA DEL EURO, POR TAMAÑO DE LA EMPRESA Y SECTOR DE ACTIVIDAD PRINCIPAL

Una importante fuente de diferencias en el grado de endeudamiento de las empresas de la zona del euro surge del tamaño de las mismas. Es de acep-

tación general que las pequeñas empresas se enfrentan a problemas de financiación distintos, y habitualmente mayores, que las grandes sociedades, debido, sobre todo, a las características específicas de su financiación¹⁸. En primer lugar, suele considerarse que son más opacas y que corren mayor riesgo de quiebra que las grandes empresas. En segundo lugar, las pequeñas empresas suelen estar menos asentadas y no han tenido tiempo de labrar una trayectoria y una reputación. En tercero, las pymes, normalmente, no emiten instrumentos negociables que se cotizan de forma continua en los mercados de valores, de modo que no pueden utilizar estas emisiones para proporcionar información al mercado. Al mismo tiempo, las pequeñas empresas recurren a la financiación externa, en particular a los préstamos bancarios, para financiar su crecimiento. Por tanto, los grandes obstáculos para conseguir financiación pueden ser un reto considerable para las pymes, que, a su vez, puede aumentar los riesgos de crédito del sector empresas y afectar negativamente a la productividad de la economía. Esto parece ser incluso más relevante en la actualidad, ya que las fuentes de financiación de las empresas son más escasas y la disponibilidad de instrumentos de financiación se ha deteriorado durante la crisis financiera.

Para ofrecer una idea de la importancia de la financiación externa para las empresas según su tamaño, en el gráfico 8 se muestra el porcentaje de empresas que utilizan este tipo de fuente para financiar su crecimiento¹⁹.

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

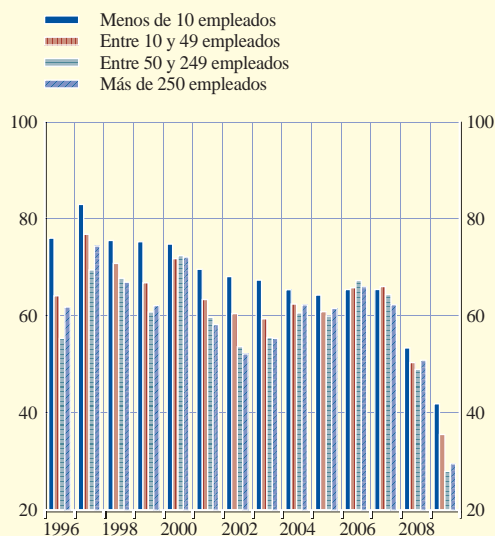
17 En relación con la evolución reciente del crédito comercial, véase el recuadro titulado «La utilización del crédito comercial por parte de las sociedades no financieras de la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, abril de 2011.

18 Véase un análisis en «Corporate finance in the euro area», *Occasional Paper Series*, BCE, n.º 63, junio de 2007.

19 El análisis que se presenta en esta sección se basa en datos individuales de las empresas, extraídos de la base de datos AMADEUS del Bureau van Dijk. La mayor parte de la muestra está formada por sociedades no financieras no cotizadas —excluidos los sectores de agricultura, silvicultura, pesca y minería—, pertenecientes a nueve países de la zona del euro (Bélgica, Alemania, España, Grecia, Francia, Italia, Países Bajos, Portugal y Finlandia). La muestra contiene alrededor de 300.000 empresas presentes en el país durante al menos cuatro años consecutivos en el período 1994-2009.

Gráfico 8 Empresas con un crecimiento mayor del previsto en función de sus recursos internos¹⁾

(porcentaje de empresas)



Fuentes: Bureau van Dijk (base de datos AMADEUS) y cálculos del BCE.

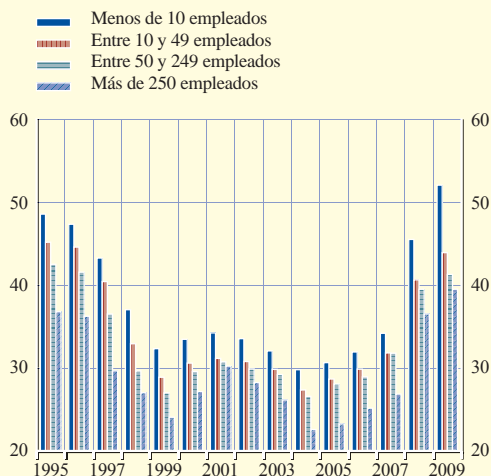
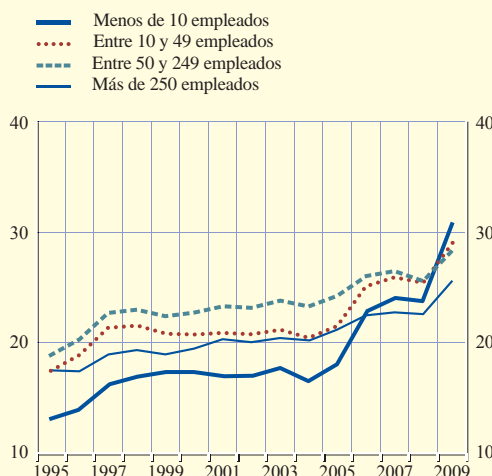
1) Tras el enfoque aplicado por Demirgüç-Kunt y Marksimovic en «Funding growth in bank-based and market-based financial systems: evidence from firm-level data», *Journal of Financial Economics*, vol. 65, pp. 337-363, se utiliza el modelo de planificación financiera del «porcentaje de las ventas» para calcular, para cada empresa, la tasa de crecimiento máxima a la que puede crecer cuando solo dispone de recursos internos.

Dos regularidades empíricas se derivan del gráfico. La primera es que, a finales de la década de los noventa, una gran proporción de pequeñas empresas tendió a utilizar la financiación externa para crecer a una tasa más elevada que la que se derivaba solo de sus recursos internos. La segunda es que esta proporción ha ido disminuyendo con el tiempo, a medida que se ha reducido la capacidad de las empresas para pagar sus intereses con cargo a los ingresos generados. De hecho, la ratio de carga por intereses, que refleja el impacto combinado de las variaciones en los tipos de interés (relacionadas con las condiciones generales del crédito en cada país), así como la rentabilidad de las empresas y sus niveles de endeudamiento, ya había comenzado a aumentar en 2005 y alcanzó su cota máxima en 2009, último año de la observación (véase gráfico 9). Aunque, en conjunto, la carga por intereses ha sido proporcionalmente más elevada en el caso de las pequeñas empresas, sus ratios de endeudamiento crecieron desde la crisis financiera hasta 2009.

La información facilitada directamente por las empresas a través de una encuesta individualizada, basada en una muestra de sociedades no financieras

Gráfico 9 Carga por intereses y ratios de endeudamiento según el tamaño de la empresa

(porcentaje)

a) Carga por intereses**b) Ratios de endeudamiento**

Fuentes: Bureau van Dijk (base de datos AMADEUS) y cálculos del BCE.

Nota: La carga por intereses se define como la relación entre los pagos de intereses y el resultado antes de intereses, impuestos y amortizaciones más ingresos financieros.

de la Unión Europea (encuesta sobre el acceso a la financiación de las pymes de la zona del euro)²⁰, da una idea de la evolución más reciente del endeudamiento de las empresas según su tamaño. Esta encuesta se llevó a cabo en cinco ocasiones entre el verano de 2009 y septiembre de 2011 y, por tanto, refleja la valoración de las empresas sobre la evolución a corto plazo de sus necesidades de financiación y su acceso a la misma ante la intensificación de la crisis financiera. En particular, las empresas señalaron que el importe de su deuda en comparación con el de sus activos había tendido a disminuir en la zona del euro desde el lanzamiento inicial de la encuesta (véase gráfico 10), lo que indica ciertos esfuerzos de despalancamiento, que parecen haber sido más enérgicos en el caso de las grandes empresas que en el de las pymes. A nivel de país, las sociedades españolas y, en menor medida, las italianas indicaron que sus ratios de endeudamiento todavía estaban aumentando durante 2010 y 2011. Resulta

interesante que esta trayectoria emule la evolución macroeconómica mostrada en el gráfico 5.

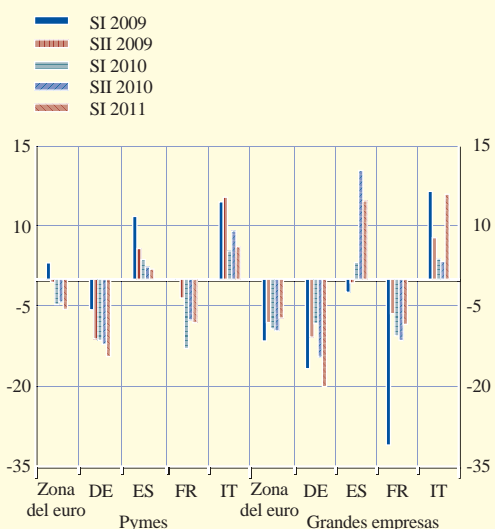
La encuesta también aporta información útil sobre el factor que más limitó el acceso de las pymes a la financiación entre 2009 y 2011. Aunque más de un tercio de las empresas indicaron que no se habían encontrado obstáculos para recibir financiación en la zona del euro, las dificultades de financiación existentes estaban relacionadas, principalmente, con la falta de activos de garantía o avales, y con los tipos de interés o los precios, que se estimaba que eran excesivamente elevados.

En cuanto a los sectores de actividad principal, el gráfico 11 muestra la evolución de la brecha de financiación de las grandes sociedades cotizadas a

20 Para obtener más información sobre la encuesta, así como los informes sobre cada edición, véase <http://www.ecb.europa.eu/stats/money/surveys/sme/html/index.en.html>.

Gráfico 10 Ratio de deuda sobre activos totales

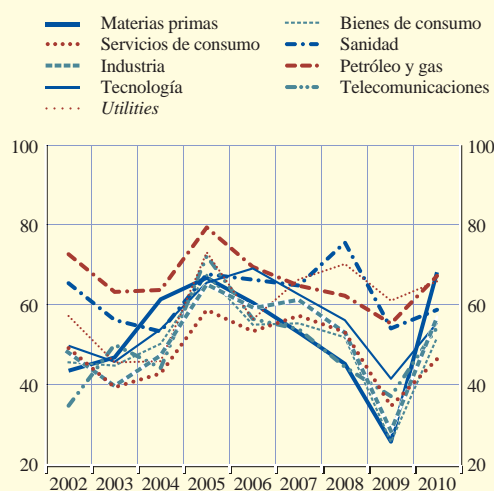
(en los seis meses anteriores; porcentaje neto de encuestados)



Fuente: Encuesta del BCE y la Comisión Europea sobre el acceso a la financiación de las pequeñas y medianas empresas de la zona del euro. Nota: Los porcentajes netos se definen como la diferencia entre el porcentaje de empresas que indican un incremento y el de las que señalan un descenso.

Gráfico 11 Empresas con una brecha de financiación positiva en los distintos sectores

(porcentaje)



Fuentes: Thompson Datastream y cálculos del BCE. Notas: El indicador muestra el porcentaje de empresas con una brecha de financiación positiva. La brecha de financiación se define como la diferencia entre la inversión en capital fijo y los recursos internos disponibles de las empresas, dividida por la inversión en capital fijo. La inversión en activos fijos no financieros se calcula como la primera diferencia en el inmovilizado material e inmaterial más amortizaciones. El flujo de caja neto se define como los flujos de caja (beneficio del período más amortizaciones) menos el aumento de los activos corrientes distintos del efectivo (existencias más cuentas pendientes de cobro), más el incremento del crédito comercial.

lo largo del tiempo. El indicador señala el porcentaje de empresas con una brecha de financiación positiva, es decir, el porcentaje de empresas que no pueden financiar su inversión internamente con sus flujos de caja y, por tanto, necesitan recurrir a fuentes de financiación externas. Dado que las sociedades cotizadas tienen acceso a diversas fuentes de financiación (mediante valores y préstamos) y pueden aprovechar mejor las oportunidades globales de crecimiento a través de los mercados internacionales, se asume que tienen menos impedimentos para acceder a la financiación externa. Por consiguiente, el recurso a la financiación externa por parte de las sociedades cotizadas que pertenecen a un sector determinado debería reflejar fielmente la necesidad de financiación externa de dicho sector²¹.

El indicador marca claramente la prociclicidad de la brecha de financiación, pero también muestra diferencias estructurales entre sectores. Las empresas de los sectores de petróleo y gas, sanidad y *utilities* (agua, gas y electricidad) hacen un uso más intensivo de la financiación externa, lo que podría obedecer a las tasas de inversión excepcionalmente elevadas de estos sectores. En cambio, las empresas que operan en los sectores de materias primas y bienes de consumo hacen un uso menos intensivo de la citada financiación, aunque ello es consecuencia, con toda probabilidad, no de los elevados beneficios, sino de la reducida inversión. La crisis económica y financiera ha tenido un impacto en las necesidades de financiación sectoriales, que por lo general es similar en los distintos sectores. En 2009, el porcentaje de empresas que necesitaban financiación externa registró su nivel más bajo desde comienzos del año 2000 en todos los sectores, salvo el de *utilities*.

5 SOSTENIBILIDAD DE LA DEUDA DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS DE LA ZONA DEL EURO

Aunque las ratios de endeudamiento de las sociedades no financieras han disminuido ligeramente desde 2009 en el contexto de la crisis financiera, siguen siendo elevadas en términos históricos (véase el recuadro de la sección 2). Al mismo

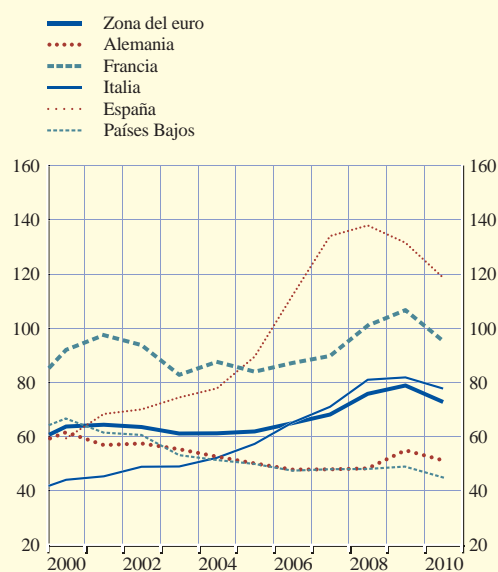
tiempo, los datos sobre el nivel de dichas ratios no son suficientes por sí solos para evaluar la sostenibilidad de la deuda: la fortaleza de una empresa en términos de generación de ingresos, el entorno de tipos de interés y la estructura de vencimientos de su deuda también ayudan a llevar a cabo la citada evaluación.

Un factor importante para evaluar la sostenibilidad de la deuda de las sociedades no financieras es su servicio de la deuda, que refleja la carga combinada de los pagos de intereses y sus obligaciones de amortización de principal. El gráfico 12 muestra el servicio de la deuda en relación con el excedente bruto de explotación de las sociedades no financieras de la zona del euro. El servicio de la deuda de estas sociedades ha tendido a disminuir

21 El enfoque es similar al propuesto por G. R. Rajan y L. Zingales, «Financial Dependence and Growth», *The American Economic Review*, vol. 88(3), pp. 559-586, para las sociedades cotizadas estadounidenses.

Gráfico 12 Servicio de la deuda de las sociedades no financieras en una selección de países de la zona del euro

(en porcentaje del excedente bruto de explotación)



Fuentes: BCE, Dealogic (vencimiento de valores distintos de acciones) y ENSR Survey 2002 (vencimiento de préstamos bancarios). Nota: El servicio de la deuda se define como la suma de los pagos de intereses brutos y las amortizaciones de principal estimadas [basadas en los saldos vivos de los préstamos a largo plazo (netos), los valores distintos de acciones a largo plazo y las reservas de fondos de pensiones y los vencimientos medios de la deuda], en porcentaje del excedente bruto de explotación.

desde el máximo registrado en 2009, como consecuencia de la reducción de los intereses brutos pagados por ellas entre el último trimestre de 2008 y el segundo trimestre de 2010, y del repunte del excedente bruto de explotación en 2010, mientras que la amortización de principal se mantuvo bastante estable. En cuanto a los cinco países principales de la zona del euro, el servicio de la deuda de las sociedades no financieras aumentó hasta 2008 en España y hasta 2009 en Francia e Italia, descendiendo ligeramente a partir de entonces. En consonancia con la evidencia presentada en el gráfico 13 sobre la carga por intereses, el servicio de la deuda se sitúa por encima de la media de la zona del euro en el caso de las sociedades no financieras francesas y españolas y, en cambio, se encuentra por debajo de dicha media en Alemania y Países Bajos, donde disminuyó ligeramente durante la mayor parte del período analizado.

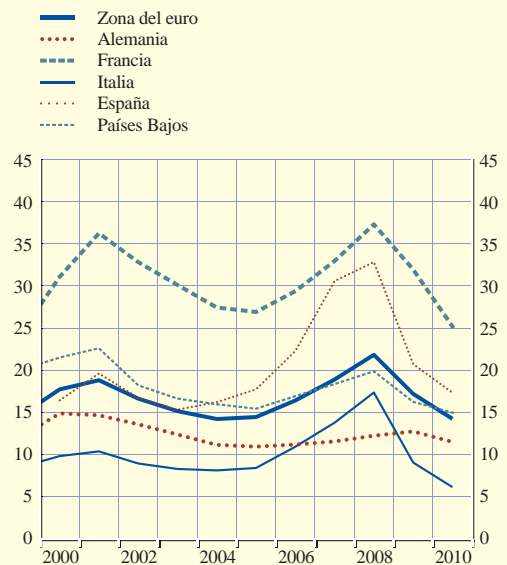
Si se consideran solo los pagos de intereses de las sociedades no financieras, el descenso de la carga por intereses (en porcentaje del excedente bruto de explotación) en 2009 y 2010 se ilustra claramente en el gráfico 13. En el caso de las sociedades no financieras de la zona del euro, esta ratio cayó desde un máximo del 22% en el último trimestre de 2008 hasta el 15% en el segundo trimestre de 2011. En los cinco países principales de la zona del euro, la carga por intereses disminuyó notablemente después de 2008, salvo en Alemania, donde se mantuvo prácticamente estable.

El perfil de vencimientos de la deuda de las empresas también ayuda a indicar la presencia de riesgos de tipo de interés y de liquidez y, por tanto, es importante para evaluar la sostenibilidad de la deuda. Por lo general, una menor proporción de deuda a corto plazo reduce la vulnerabilidad de las empresas, ya que las amortizaciones y la extensión de la deuda se producen con menos frecuencia.

Durante la crisis financiera, la estructura de vencimientos de la deuda de las sociedades no financieras cambió, en el sentido de que la proporción entre su deuda a corto plazo y su deuda a largo plazo disminuyó, desde el 42% en el segundo trimestre de 2008 hasta el 37% en el cuarto trimestre de

Gráfico 13 Carga por intereses de las sociedades no financieras en una selección de países de la zona del euro

(en porcentaje del excedente bruto de explotación)



Fuente: BCE.

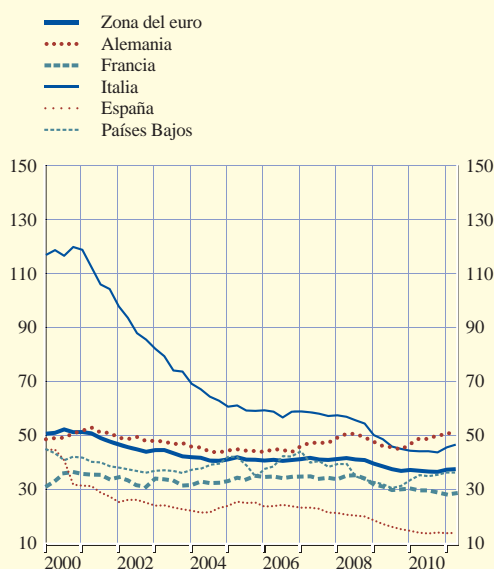
Nota: Relación entre los pagos de intereses brutos y el excedente bruto de explotación.

2010, permaneciendo posteriormente estable, en general, hasta el segundo trimestre de 2011 (véase gráfico 14). Este descenso fue generalizado en los principales países de la zona del euro (salvo en Alemania). Las empresas de Alemania e Italia registraron la proporción más alta de deuda a corto plazo, mientras que en Francia y España esta proporción se situó por debajo de la media de la zona del euro.

En cuanto a los instrumentos de deuda negociable, el plazo medio de los valores de renta fija privada disminuyó entre 2010 y 2011 en la mayoría de los países de la zona del euro que figuran en el cuadro 1. Asimismo, la heterogeneidad entre los países de la zona era considerable. Por lo que respecta a los cinco países principales, el plazo medio de los valores de renta fija privada se redujo considerablemente entre 2010 y 2011 en Francia e Italia, mientras que aumentó particularmente en España y se mantuvo, por lo general, estable en Alemania y Países Bajos. Además, entre estos cinco países principales, el plazo medio de los citados valores era más corto en Alemania.

Gráfico 14 Relación entre la deuda a corto plazo y la deuda a largo plazo de las sociedades no financieras en una selección de países de la zona del euro

(porcentaje)



Fuente: BCE.

Nota: Deuda incluye todos los préstamos, valores distintos de acciones y reservas de fondos de pensiones.

Aunque en la literatura no existe evidencia clara de un nivel de deuda óptimo en la economía, los elevados niveles de deuda suponen una vulnerabilidad en sí mismos, ya que aumentan la fragilidad de las empresas ante cambios en el ciclo económico, la inflación y los tipos de interés. Además, cuando las ratios de endeudamiento se elevan por

encima de un determinado nivel, aumenta la probabilidad de crisis financieras, y también la gravedad de estas, a las que suelen seguir prolongados períodos de contracción de la deuda²². Sin embargo, algunas economías pueden sostener niveles de apalancamiento mucho más altos que otras, debido a sus características institucionales específicas, particularmente en relación con el sistema financiero, o debido a los diferenciales de productividad, que se convierten en un mayor crecimiento económico relativo. Por tanto, el nivel de apalancamiento no debe considerarse como un indicador exacto de la sostenibilidad, sino que debe evaluarse junto con otros factores. Sin embargo, los incrementos significativos o acelerados de la ratio de apalancamiento con respecto a su tendencia histórica o a los aumentos correspondientes en países comparables pueden indicar un auge crediticio no justificado atendiendo a las variables macroeconómicas fundamentales²³.

Según un análisis reciente del BPI sobre el impacto de la deuda en la actividad económica de una muestra de países de la OCDE, existen umbrales a

22 Véase G. Tang y C. Upper, «Debt reduction after crises», *Quarterly Review*, BPI, septiembre de 2010.

23 Por ejemplo, en la preparación del cuadro de mando para vigilar los desequilibrios macroeconómicos, la Comisión Europea ha considerado recientemente algunos umbrales en relación con las ratios deuda/PIB y flujo crediticio/PIB para el sector privado (sociedades no financieras y hogares) en su conjunto. El umbral relativo a la ratio deuda/PIB (160%) se calcula como el cuartil superior utilizando información correspondiente al período 1994-2007 en la UE 27.

Plazo medio de los valores de renta fija privada en una selección de países de la zona del euro

(en años)

	1999-2007	2008	2009	2010	2011
Bélgica	12,4	6,0	8,7	6,0	7,1
Alemania	4,7	5,1	5,9	5,0	4,8
Irlanda	8,8	9,0	7,0	8,4	9,0
Grecia	7,8	5,0	7,5	8,5	5,8
España	7,3	10,1	8,0	6,2	9,2
Francia	6,3	6,7	7,5	9,2	8,3
Italia	8,5	8,8	8,9	8,3	7,3
Luxemburgo	7,5	5,7	8,9	11,2	10,2
Países Bajos	7,6	9,7	8,3	8,6	8,7
Austria	7,6	5,3	7,3	8,1	7,8
Portugal	7,5	7,2	7,8	7,8	7,0
Finlandia	6,8	5,0	8,0	5,7	6,1

Fuente: Dealogic.

partir de los cuales los incrementos de la deuda reducen el crecimiento tendencial²⁴. En el gráfico 15 se refleja la relación entre la ratio deuda/PIB de la zona del euro y el crecimiento del PIB per cápita en el período 1999-2011. La citada relación se calcula dividiendo este crecimiento en la distribución por deciles de la ratio agregada deuda/PIB de la zona del euro (que se define excluyendo la financiación interempresarial). El crecimiento medio del PIB per cápita aumenta del primer al cuarto decil, que corresponde a una ratio media de deuda/PIB del 73%. A medida que se incrementa la ratio de apalancamiento, disminuye la tasa de crecimiento del PIB y, en los últimos deciles, pasa a ser negativa. Haciendo una comparación con los últimos datos disponibles, la ratio agregada de deuda/PIB de la zona del euro se situó en el 79% en el segundo trimestre de 2011, mientras que la tasa de crecimiento interanual del PIB per cápita fue del 1,6%. El gráfico 15 muestra que, históricamente, en la zona del euro, los mayores niveles de deuda en relación con el PIB se han asociado con unas tasas más bajas (y negativas) de crecimiento del producto per cápita. Sin embargo, este sencillo análisis no puede ofre-

cer indicación alguna de la senda que seguirá el apalancamiento en el futuro y su probable impacto en el crecimiento del producto.

6 CONCLUSIÓN

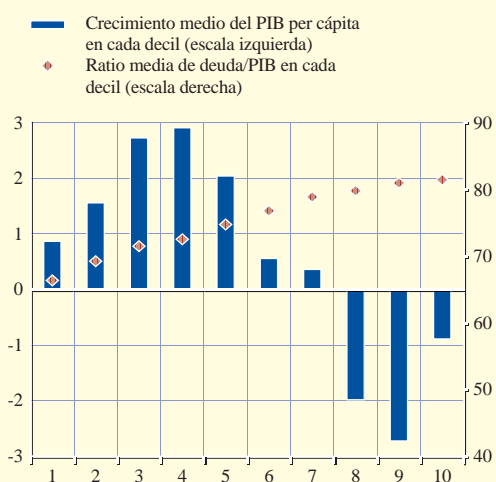
En conjunto, las sociedades no financieras de la zona del euro acumularon unos elevados niveles de deuda antes del comienzo de la crisis financiera a finales del verano de 2007. Aunque sus ratios de endeudamiento empezaron a disminuir progresivamente en el entorno de la crisis, se mantuvieron en niveles considerables hasta el segundo trimestre de 2011, como puede apreciarse mediante una comparación histórica con los datos de las empresas no financieras de Estados Unidos.

Las ratios de endeudamiento de las sociedades no financieras son heterogéneas entre los distintos sectores y países de la zona del euro, principalmente en lo que respecta a los niveles en los que se encontraban en el momento del estallido de la crisis financiera, pero también en relación con el ritmo de desapalancamiento desde mediados de 2009. Sin embargo, coincidiendo bastante con la evolución general de la zona del euro, las ratios de deuda sobre activos financieros de las sociedades no financieras empezaron a caer a partir de mediados de 2009 en la mayoría de los cinco países principales de la zona del euro, y su necesidad de financiación externa también disminuyó en los distintos sectores desde 2009.

En cuanto a la sostenibilidad de la deuda, las sociedades no financieras de la zona del euro han reducido algo su vulnerabilidad desde 2009, ya que su servicio de la deuda ha descendido. No obstante, su considerable nivel de deuda en términos históricos sigue siendo una fuente de vulnerabilidad importante para las perspectivas del sector empresarial, en particular en relación con los riesgos asociados a un aumento de los costes de financiación de la deuda.

Gráfico 15 Deuda y crecimiento del producto

(porcentaje y tasa de crecimiento interanual)



Fuentes: BCE y Eurostat.

Nota: Deuda incluye préstamos (salvo financiación interempresarial), valores distintos de acciones y reservas de fondos de pensiones, mientras que el producto viene dado por el crecimiento del PIB per cápita. Los datos se refieren al período comprendido entre marzo de 1999 y junio de 2011.

24 S. Cecchetti, M. S. Mohanty y F. Zampolli, «The real effects of debt», *Working Paper Series*, n.º 352, BPI, 2011. En los estudios del BPI, el umbral estimado para el sector empresarial a partir del cual un aumento de la ratio deuda/PIB determinará una disminución del crecimiento del PIB se sitúa en torno al 90%. La serie de la deuda se define en bases no consolidadas.

FLUJOS FINANCIEROS TRANSFRONTERIZOS EN LA ZONA DEL EURO

ARTÍCULOS

Flujos financieros transfronterizos en la zona del euro

Desde la introducción de la moneda única en 1999, la Unión Monetaria Europea ha desempeñado un papel clave en el proceso de integración financiera, no solo dentro de la zona del euro, sino también a escala mundial. La crisis financiera mundial que se inició a mediados de 2007 y llegó a un punto álgido tras la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008 interrumpió bruscamente el proceso de constante integración financiera mundial. En este contexto, se analiza, a continuación, el papel de la zona del euro en la financiación internacional antes y desde la eclosión de la crisis financiera mundial.

I EL PAPEL DE LA ZONA DEL EURO EN LA FINANCIACIÓN TRANSFRONTERIZA MUNDIAL

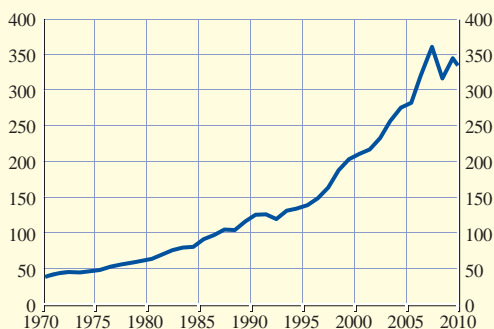
El proceso de integración financiera mundial se manifiesta en un aumento sostenido de los flujos financieros transfronterizos y en la acumulación de abultados y crecientes volúmenes de activos y pasivos externos, que, por ejemplo, pueden adoptar la forma de inversiones de cartera en valores de renta fija o de renta variable, inversión extranjera directa en empresas o préstamos entre residentes de distintos países¹. Así pues, considerados en su conjunto, los flujos financieros transfronterizos totales constituyen una medida agregada del tamaño de las transacciones de activos financieros y, con carácter más general, de la intensidad de los vínculos financieros entre las distintas economías.

Entre 1980 y 2007, antes de que se desencadenara la crisis financiera mundial, los activos y pasivos exteriores mundiales se multiplicaron por seis, pasando de alrededor del 60% a más del 360% del PIB mundial, lo que representa un crecimiento medio anual de más del 10% del PIB mundial (véase gráfico 1). Durante el mismo período, los flujos financieros brutos mundiales crecieron a un ritmo igualmente rápido, pasando del 6% del PIB mundial en 1980 al 36% del PIB mundial en 2007. Aunque el comercio mundial de activos, medido de esta manera, todavía es menor que el comercio de bienes y servicios, este último aumentó durante el período considerado a una tasa mucho menor,

¹ En la sección 2 se presenta con más detalle cómo pueden clasificarse los flujos financieros internacionales y cómo se registran en las estadísticas de la balanza de pagos.

Gráfico 1 Saldo total de activos y pasivos financieros transfronterizos

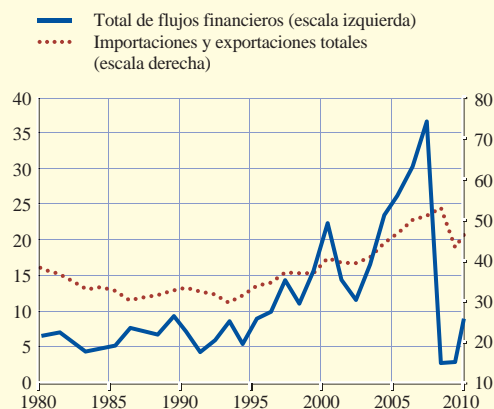
(porcentajes del PIB mundial)



Fuentes: FMI y cálculos de los expertos del BCE.
Nota: La última observación corresponde a 2010. Los datos se basan en la publicación *International Finance Statistics (IFS)*, del FMI. Los datos que faltan de *IFS* se han completado sobre la base de la metodología presentada por P. R. Lane y G. M. Milesi-Ferretti en «The external wealth of nations mark II: Revised and extended estimates of foreign assets and liabilities, 1970-2004», *Journal of International Economics*, vol. 73, n.º 2, 2007, pp. 223-250.

Gráfico 2 Total de flujos financieros transfronterizos e importaciones y exportaciones totales de bienes

(porcentajes del PIB mundial)



Fuente: Perspectivas de la Economía Mundial, FMI.
Nota: La última observación corresponde a 2010.

pasando de alrededor del 40 % del PIB mundial en 1980 a alrededor del 50 % del PIB mundial en 2007 (véase gráfico 2).

Durante la crisis financiera global, el comercio mundial, tanto de bienes y servicios como de activos financieros, se desplomó. Las inversiones transfronterizas, medidas por los flujos mundiales de activos y pasivos financieros, cayeron desde los más de 20 billones de dólares estadounidenses (más del 35 % del PIB mundial) registrados en 2007 hasta alrededor de 1,5 billones de dólares estadounidenses (menos del 5 % del PIB mundial) en el año

siguiente (véase gráfico 2). Desde entonces, las inversiones transfronterizas mundiales se han recuperado de forma sostenida y el valor anual de las transacciones internacionales de activos financieros sobrepasa, actualmente, los 10 billones de dólares estadounidenses, lo que indica que la crisis solo ha frenado temporalmente el proceso de intensificación de la integración financiera y que, en el futuro, la economía mundial probablemente continuará cosechando los notables beneficios que la integración financiera internacional puede ofrecer a las economías que participen en ella (como se analiza con más detalle en el recuadro 1 del presente artículo).

Recuadro 1

VENTAJAS Y DESAFÍOS DE LA INTEGRACIÓN FINANCIERA TRANSFRONTERIZA

Existe un amplio consenso en la literatura sobre integración financiera internacional en que la inversión transfronteriza a escala mundial es beneficiosa tanto para la economía que invierte como para la que recibe la inversión y en que, especialmente en horizontes de más largo plazo, los beneficios pueden ser considerables¹.

En primer lugar, las tenencias transfronterizas de activos y pasivos permiten a las economías compartir el riesgo asociado a sus propios ciclos económicos nacionales². En la medida en que permite a un país endeudarse durante las fases descendentes del ciclo y prestar en las fases de recuperación económica, la apertura financiera favorece el consumo y la distribución del riesgo, al tiempo que reduce la volatilidad del crecimiento del consumo. Este efecto anticíclico de los mercados de capitales mundiales sobre las variables reales reviste particular importancia, dado que las perturbaciones suelen ser transitorias o idiosincrásicas. Además, la mejora de la distribución del riesgo aumenta, a su vez, la capacidad de los países para especializarse en los sectores más productivos, lo que se traduce en una mayor eficiencia económica³.

En segundo lugar, los flujos financieros internacionales son esenciales para dirigir el capital mundial hacia las áreas en las que puede ser utilizado de forma más productiva. Esta observación se basa en el modelo de crecimiento neoclásico, que predice que, conforme al supuesto de los rendimientos marginales decrecientes del capital, este debe fluir desde las economías en las que su utilización produce un rendimiento marginal relativamente menor hacia las economías en las que su productividad marginal es más elevada. La capacidad de recurrir a un fondo común de recursos de carácter internacional afecta, a su vez, a la inversión y al crecimiento internos, dado que permite a las economías expandir la inversión y la producción por encima de las limitaciones que impone el ahorro interno. En muchas economías emergentes, la capacidad de ahorrar se ve limitada por un bajo nivel

1 Véase G. L. Kaminsky y S. L. Schmukler, «Short-run pain, long-run gain: the effects of financial liberalisation», *NBER Working Paper*, n.º 9787, 2003.

2 Véase M. Fratzscher y J. Imbs, «Risk sharing, finance, and institutions in international portfolios», *Journal of Financial Economics*, vol. 94, n.º 3, 2009, pp. 428-447.

3 Véase S. Kalemli-Özcan, B. Sorensen y O. Yosha, «Risk Sharing and Industrial Specialization: Regional and International Evidence», *American Economic Review*, vol. 93, n.º 3, 2003, pp. 903-918.

de renta. Así pues, las entradas netas de capital pueden complementar el ahorro interno y elevar el nivel de utilización del capital, ayudando al país receptor a elevar su tasa de crecimiento económico y a mejorar sus niveles de vida⁴.

En tercer lugar, suele argumentarse que la presencia de inversores extranjeros eleva el nivel de productividad en el país receptor de la inversión; por ejemplo, mediante la correspondiente transferencia de conocimientos que no se registra en los propios flujos de capital⁵. En este contexto, un punto a favor de la apertura financiera es que puede tener un impacto beneficioso en el sistema bancario del país al aumentar la profundidad y la amplitud de los mercados financieros internos y reducir los costes asociados a los mercados oligopolísticos⁶.

En cuarto lugar, existe otro efecto indirecto —o «beneficio colateral»— de la integración financiera transfronteriza, que surge como resultado de la disciplina que dicha integración puede ejercer sobre las políticas económicas internas, así como en la gobernanza pública y en el gobierno corporativo⁷. En la literatura sobre inversiones transfronterizas se observa, habitualmente, que los inversores extranjeros son especialmente sensibles a las asimetrías en la información y prefieren invertir en países con instituciones sólidas y un historial macroeconómico estable⁸. En la medida en que las autoridades nacionales desean cosechar algunos de los frutos de la integración financiera antes mencionados y, por consiguiente, buscan atraer inversión extranjera a la economía nacional, la integración financiera puede tener un efecto de disciplina sobre los responsables de la política económica estimulándoles a centrar sus prioridades en las políticas económicas y monetarias sostenibles y orientadas hacia la estabilidad⁹. Dado que una mayor disciplina en materia de políticas se traduce en una mayor estabilidad macroeconómica, esta da lugar, en sí, a un crecimiento económico más rápido —al igual que los efectos directos de la integración financiera—, como se destaca en la literatura reciente sobre el crecimiento endógeno.

Con el telón de fondo de la crisis financiera mundial, el papel de la disciplina y la estabilidad macroeconómicas se ha trasladado, recientemente, al centro del debate público y de la investigación económica sobre la integración financiera internacional. El motivo es que, pese a los innegables efectos beneficiosos que esta tiene a largo plazo sobre el crecimiento y el bienestar general de la sociedad, los flujos de capital desequilibrados también pueden plantear desafíos considerables y riesgos significativos para las economías con políticas internas insostenibles que no pueden armonizar los objetivos de estabilidad externa e interna.

De hecho, una afluencia neta de capital excesivamente grande y prolongada puede tener efectos macroeconómicos indeseables, incluidas una rápida expansión monetaria y presiones inflacionistas, y, por consiguiente, puede inflar los precios de los activos y estimular el crecimiento del crédito aumentando el riesgo de que se produzcan ciclos de auge y caída. Los flujos financieros que tienen su origen en factores volátiles, como el comportamiento gregario de los inversores, o lo que se conoce

4 Véase R. Levine, «International financial liberalization and economic growth», *Review of International Economics*, vol. 9, n.º 4, 2001, pp. 688-702.

5 Véase M. A. Kose, E. S. Prasad y E. M. Terrones, «Does Openness to International Financial Flows Raise Productivity Growth?», *Journal of International Money and Finance*, vol. 28, n.º 4, 2009, pp. 554-580.

6 Véase R. Levine, «Finance and development: Issues and experience», *Journal of International Economics*, vol. 37, n.º 3, 1994, pp. 273-277.

7 Véase M. A. Kose, E. Prasad, K. Rogoff y S.-J. Wei, «Financial Globalization: A Reappraisal», *IMF Staff Papers*, vol. 56, n.º 1, 2009, pp. 8-62.

8 Para más información sobre el papel de las instituciones, véase L. Alfaro, S. Kalemli-Özcan y V. Volosovych, «Capital Flows in a Globalized World: The Role of Policies and Institutions», NBER Working Paper, n.º 11696, 2005; M. Fidora, M. Fratzscher y C. Thimann, «Home bias in global bond and equity markets: the role of real exchange rate volatility», *Journal of International Money and Finance*, vol. 26, n.º 4, 2007, pp. 631-655; y R. G. Gelos y S.-J. Wei, «Transparency and International Portfolio Holdings», *Journal of Finance*, vol. 60, n.º 6, 2005, pp. 2987-3020.

9 Véase «Financial Globalization and Monetary Policy Discipline: A Survey With New Evidence from Financial Remoteness», *IMF Staff Papers*, vol. 56, n.º 1, 2009, pp. 198-221.

como «caza de rendimiento», pueden dar lugar, en un entorno de mayor apetito por el riesgo, a una valoración errónea de los activos financieros, con el consiguiente riesgo de que se produzcan ajustes bruscos, cuyas consecuencias para la economía real serían dolorosas. Al mismo tiempo, el impacto de esas entradas especulativas de capital sobre el crecimiento a largo plazo podría ser poco importante, si esos recursos se utilizan para financiar inversiones internas especulativas o de baja calidad.

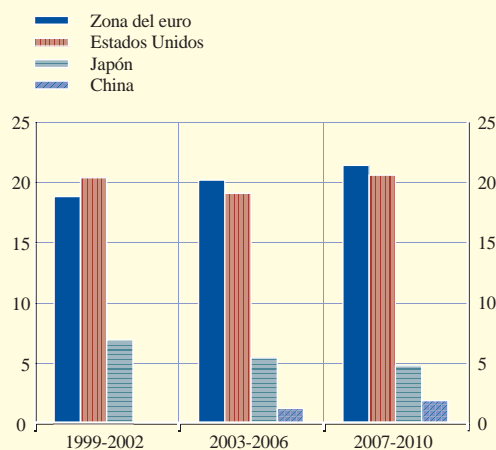
Así pues, la enseñanza que puede extraerse de la literatura económica sobre la integración financiera y los flujos de capital transfronterizos es que, para poder cosechar los frutos de la integración financiera mundial se necesitan políticas macroeconómicas estables y sostenibles, que permiten a los países atraer entradas de capital estables y equilibradas, conducentes al crecimiento a largo plazo de la economía. Además, es necesario que las políticas económicas se armonicen cuidadosamente con el objetivo de la sostenibilidad externa, ya que, en ausencia de unas políticas internas económicas, monetarias y cambiarias orientadas a la estabilidad, la volatilidad inherente a los flujos de capital transfronterizos puede tener un impacto significativo sobre la volatilidad de las variables macroeconómicas del país.

La zona del euro ha desempeñado un papel importante en la rápida expansión de la financiación transfronteriza mundial, facilitando la intensificación de los vínculos financieros, no solo entre los Estados miembros de la zona del euro, sino también entre la propia zona y la economía mundial. Con respecto a lo primero, el efecto catalizador de la Unión Monetaria Europea, que estimuló un proceso continuo de integración en los mercados financieros europeos y trajo consigo un aumento de la inversión transfronteriza dentro de la zona, está bien documentado en la literatura sobre integración financiera². Con la introducción de la moneda única, la Unión Monetaria Europea también ha dado lugar a un aumento de los flujos financieros fuera de la zona del euro y a un aumento constante de la participación de la zona en el comercio mundial de activos financieros (véase gráfico 3).

Las medidas convencionales de integración financiera sugieren que, entre las economías más grandes del mundo, la zona del euro es la que presenta el grado más elevado de integración financiera con el resto del mundo. Entre 2007 y 2010, la zona del euro concentró, en promedio, el 21 % del saldo mundial de activos y pasivos exteriores, colocándose ligeramente por delante de Estados Unidos. Si bien estas cifras reflejan la participación relativamente grande de la zona del euro y de Estados Unidos en la actividad económica mundial, el saldo de activos y pasivos exteriores de la zona del euro también es mayor que el de Estados Unidos y el de otras economías

Gráfico 3 Participación en el total mundial de activos y pasivos exteriores

(porcentajes medios del total mundial)



Fuentes: FMI, BCE y cálculos de los expertos del BCE¹⁾.

Nota: Para la zona del euro, los datos excluyen la inversión transfronteriza entre países de la zona. En el caso de China, solo se dispone de datos para el período 2005-2009.

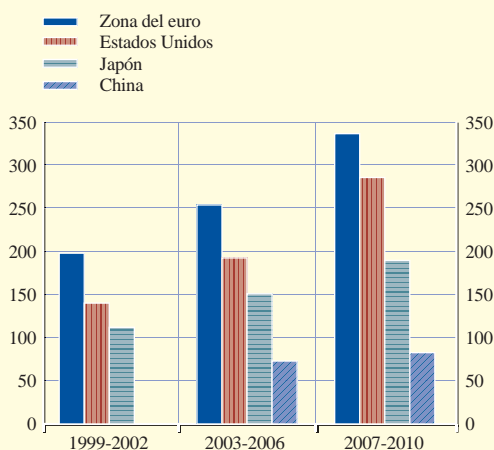
1) Véase nota del gráfico.

cuando se mide en función del respectivo PIB (véase gráfico 4). Este patrón es incluso más pronunciado cuando se compara la actividad financiera transfronteriza de cada economía —tanto en términos de saldos y flujos como en lo que respecta a activos y

2 Véase P. R. Lane, «Global Bond Portfolios and EMU», *International Journal of Central Banking*, vol. 2, n.º 2, 2006, pp. 1-23. Véase también el artículo titulado «Contribución del BCE y del Eurosistema a la integración financiera europea», *Boletín Mensual*, BCE, mayo de 2006 y el titulado «Integración de los mercados financieros europeos», *Boletín Mensual*, BCE, octubre de 2003.

Gráfico 4 Activos y pasivos exteriores en porcentaje del propio PIB

(porcentajes medios del PIB)

Fuentes: FMI, BCE y cálculos de los expertos del BCE¹⁾.

Nota: Para la zona del euro, los datos excluyen la inversión transfronteriza entre países de la zona. En el caso de China, solo se dispone de datos para el período 2005-2009.

1) Véase nota del gráfico.

pasivos— con medidas de la actividad financiera interna, tales como la capitalización del mercado bursátil nacional, el porcentaje de valores distintos de acciones en circulación y el volumen de operaciones total de los mercados financieros nacionales.

Por lo tanto, la zona del euro no solo desempeña un papel de primer orden en los mercados financieros mundiales (como lo demuestra su elevada participación en los saldos y flujos financieros mundiales), sino que presenta, además, un alto grado de integración con la financiación mundial (como lo indica la elevada proporción de saldos y flujos de activos y pasivos exteriores en el PIB de la zona del euro). En conjunto, todo ello es indicativo de la importancia de los flujos financieros transfronterizos de la zona del euro para evaluar la evolución de los mercados financieros mundiales, así como para analizar su impacto sobre la economía financiera y real de la zona.

En el presente artículo se analizan las principales tendencias de la financiación transfronteriza de la zona del euro desde la creación de la Unión Monetaria Europea, haciéndose especial hincapié en la evolución desde el inicio de la crisis financiera

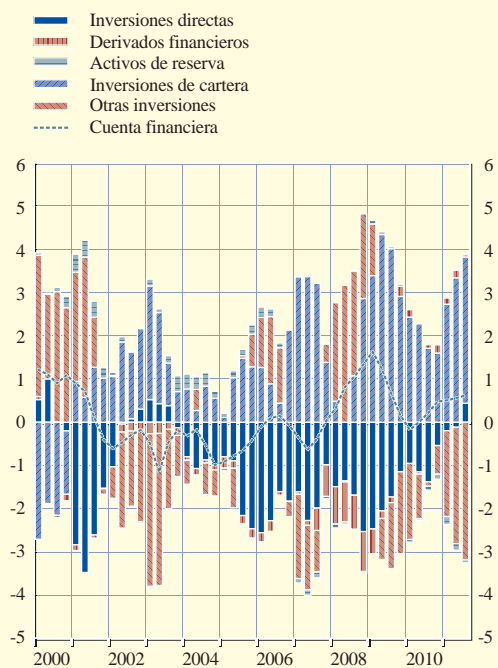
mundial en 2007. También se describen algunos de los principales factores determinantes de los flujos de capital de la zona en el pasado reciente. El artículo concluye con un análisis de las implicaciones para las políticas económicas.

2 TENDENCIAS EN LA FINANCIACIÓN TRANSFRONTERIZA EN LA ZONA DEL EURO

Las transacciones financieras transfronterizas de la zona del euro se resumen en la cuenta financiera de la balanza de pagos de la zona del euro (como se analiza sucintamente en el recuadro 2). Desde la creación de la Unión Monetaria Europea, la cuenta financiera de la zona se ha mantenido estable y, al mismo tiempo, prácticamente en equilibrio. De hecho, desde 1999, el saldo de la cuenta financiera se ha situado, en promedio, en el 0,1 % del PIB y ha fluctuado dentro de una banda estrecha de aproximadamente ± 1 % del PIB (véase gráfico 5).

Gráfico 5 Cuenta financiera de la zona del euro por tipo de inversión

(flujos trimestrales; suma de cuatro trimestres en porcentaje del PIB)



Fuente: BCE.

Nota: La última observación corresponde al tercer trimestre de 2011.

Recuadro 2

LA CUENTA FINANCIERA DE LA BALANZA DE PAGOS

Las transacciones económicas entre la zona del euro y el resto del mundo se registran en la balanza de pagos de la zona¹. Dentro de la balanza de pagos, la suma del saldo de la cuenta de capital de la balanza por cuenta corriente, que normalmente es mucho menor en casi todas las principales economías avanzadas y emergentes, es igual al saldo de la cuenta financiera (teniendo en cuenta los errores y omisiones), que incluye todas las transacciones exteriores que supongan el uso de capital financiero². En el caso concreto de la balanza de pagos de la zona del euro, solo se registran las transacciones realizadas con el resto del mundo, es decir, que se excluyen las efectuadas dentro de la propia zona. Las transacciones registradas se dividen, normalmente, en cinco subcomponentes: inversiones directas, inversiones de cartera, derivados financieros, otras inversiones y activos de reserva.

En primer lugar, las inversiones directas reflejan el objetivo de una entidad residente en una economía de obtener un interés duradero en una empresa residente en otra economía. Dicho interés implica tanto la existencia de una relación económica a largo plazo como un grado significativo de influencia en la gestión de la empresa por parte del inversor directo. En consonancia con las normas y buenas prácticas internacionales, como se indica en el Manual de Balanza de Pagos del FMI, la inversión extranjera directa se compone de transacciones en virtud de las cuales una entidad adquirente haya obtenido una participación del 10%, como mínimo, en el capital de la empresa en que invierte.

En segundo lugar, las inversiones de cartera incluyen las transacciones en valores de renta fija y de renta variable, salvo las que se incluyen en las inversiones directas y en los activos de reserva (véase más adelante).

En tercer lugar, los derivados financieros son instrumentos financieros vinculados a un activo o a un índice subyacente concreto. Los tipos más comunes de instrumentos incluidos en esta categoría son las opciones, los futuros, los *swaps*, los contratos a plazo sobre divisas y los derivados de crédito.

En cuarto lugar, los activos de reserva de la zona del euro se componen de las tenencias de activos exteriores del Eurosistema, es decir, los activos de reserva del BCE y los activos de reserva en poder de los bancos centrales nacionales de los Estados miembros de la zona, que incluyen el oro monetario, los Derechos Especiales de Giro, la posición de reserva en el Fondo Monetario Internacional, los activos en divisas (efectivo y depósitos, así como valores) y otros activos.

En quinto lugar, la partida «otras inversiones» corresponde a una categoría residual que comprende todas las transacciones financieras exteriores no incluidas en los cuatro subcomponentes anteriores de la cuenta financiera y que no reflejan cambios en los activos de reserva de la zona del euro. Incluye, especialmente, los préstamos y depósitos transfronterizos, así como el crédito comercial y otros activos o pasivos.

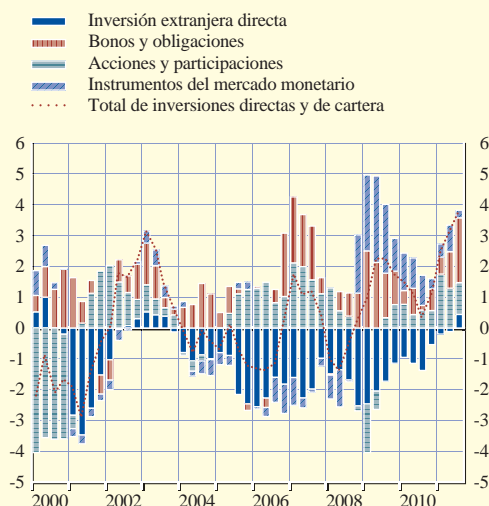
1 En la compilación de sus estadísticas externas, el BCE sigue las recomendaciones del Manual de Balanza de Pagos del FMI.

2 En aras de la simplicidad, y conforme a los usos generales de la literatura económica, en el presente artículo se utilizan los términos «flujos financieros» y «flujos de capital» para referirse a las transacciones de la cuenta financiera.

La principal fuente de financiación de la zona del euro ha sido, normalmente, la inversión de cartera. Desde el año 2001, la zona del euro ha sido, sin interrupción, importador neto de este tipo de inversiones, tanto en forma de valores distintos de acciones (bonos, obligaciones e instrumentos del mercado

Gráfico 6 Total de inversiones directas y de cartera de la zona del euro

(flujos trimestrales; suma de cuatro trimestres en porcentaje del PIB)



Fuente: BCE.

Nota: La última observación corresponde al tercer trimestre de 2011.

monetario), reflejo del tamaño y la profundidad de los mercados de renta fija de la zona, como de valores de renta variable (véanse gráficos 5 y 6).

Al mismo tiempo, la zona del euro ha sido normalmente un exportador neto de inversión extranjera directa, principalmente en forma de acciones y participaciones de capital y, en menor medida, de beneficios reinvertidos y otro capital, este último integrado sobre todo por préstamos entre empresas relacionadas.

El patrón general consistente en que las salidas netas de inversión extranjera directa compensen las entradas netas de inversiones de cartera es una característica común de los flujos financieros transfronterizos de las economías avanzadas, y es así por varias razones: en primer lugar, las economías avanzadas ofrecen mercados de valores suficientemente grandes y profundos para atraer notables entradas de inversiones de cartera; en segundo lugar, los inversores de estas economías prefieren, a menudo, las inversiones directas —que les proporcionan la propiedad y el control inmediatos de una empresa— a las inversiones en cartera en eco-

nomías emergentes, cuyos mercados financieros suelen ser menos profundos y su marco institucional menos desarrollado, y se caracterizan por un gobierno público y corporativo más deficientes³. Además, la inversión extranjera directa suele formar parte de las estrategias de penetración en los mercados de las grandes empresas multinacionales con sede en las economías avanzadas.

Mientras que los derivados financieros y las reservas oficiales representan normalmente solo una pequeña fracción de la cuenta financiera, el componente residual de «otras inversiones» suele ser grande y volátil. Ello refleja, principalmente, la naturaleza de las actividades del sector bancario de la zona del euro, que suponen el uso de préstamos, efectivo y depósitos.

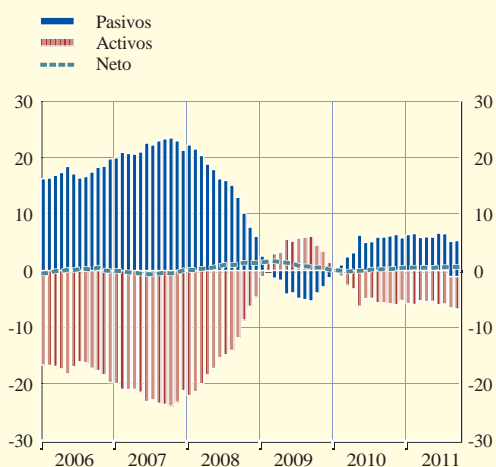
3 FACTORES DETERMINANTES DE LOS FLUJOS FINANCIEROS DE LA ZONA DEL EURO DESDE LA CRISIS

Aunque los patrones generales de los flujos financieros netos no han variado significativamente durante la crisis financiera mundial, la estabilidad de la cuenta financiera neta y su desagregación por instrumentos oculta cambios notables en la evolución de los flujos transfronterizos de activos y pasivos y en su composición por sectores. A este respecto, la reciente contención financiera sirve para destacar tres aspectos importantes que han de tenerse en cuenta en el análisis de los flujos financieros transfronterizos. En primer lugar, los flujos de activos y pasivos pueden ser mucho mayores que los flujos netos. En segundo lugar, los flujos financieros externos pueden ser volátiles y fácilmente reversibles y, en tercer lugar, unos flujos netos equilibrados pueden ocultar la gradual acumulación de desequilibrios macroeconómicos y riesgos financieros, ya que el crecimiento paralelo de los activos y los pasivos en relación con el PIB hace que un país sea más vulnerable a los cambios súbitos en la situación de los mercados financieros y a las perturbaciones negativas de la riqueza y los balances.

3 Véase también C. Daude y M. Fratzscher, «The pecking order of cross-border investment», *Journal of International Economics*, vol. 74, n.º 1, 2008, pp. 94-119.

Gráfico 7 Flujos financieros de activos y pasivos de la zona del euro

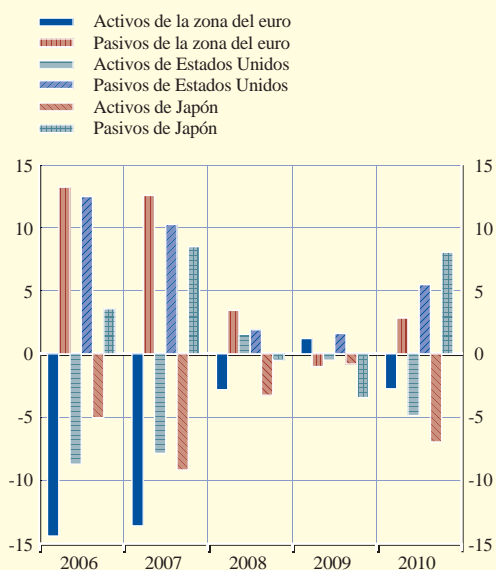
(flujos mensuales; cifras acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB)



Fuente: BCE.
Nota: La última observación corresponde a septiembre de 2011.

Gráfico 8 Flujos financieros de activos y pasivos de algunas economías avanzadas

(flujos anuales en porcentaje del propio saldo)



Fuentes: Haver y cálculos de los expertos del BCE.

Tras el primer período de turbulencias en los mercados financieros, que marcó el inicio de la crisis financiera mundial en 2007, los flujos financieros

de activos y pasivos de la zona del euro experimentaron una acusada caída, pasando del 20% del PIB a menos del 5% del PIB en 2008, y los inversores mundiales —tanto en la zona del euro como en otras grandes economías— repatriaron inversión extranjera en términos netos en 2009 (véase gráfico 7).

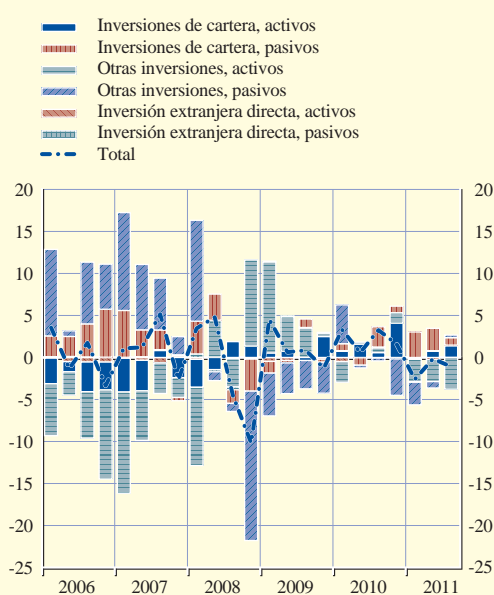
Aunque desde entonces la reanudación de los flujos de capital ha dado lugar a un aumento de los flujos financieros transfronterizos, tanto a escala mundial como de la zona del euro, la actividad financiera transfronteriza a nivel mundial sigue situándose muy por debajo de los niveles previos a la crisis, observados antes de la contención de los flujos financieros mundiales en 2008 y 2009 (véase gráfico 8).

El proceso de desapalancamiento también supuso una significativa reestructuración de los balances de las entidades de crédito de la zona del euro, que se tradujo en una reducción de los préstamos transfronterizos por parte del sector bancario de la zona. Los bancos redujeron sus tenencias de activos en el exterior, al tiempo que disminuyeron sus pasivos frente a inversores extranjeros. Es lo que ocurrió especialmente en el último trimestre de 2008, inmediatamente después de la quiebra de Lehman Brothers, como se refleja en la reducción de los pasivos de otras inversiones —principalmente depósitos y préstamos— en más de un 20% del PIB de la zona del euro (véase gráfico 9).

Otras circunstancias extraordinarias amplificaron la reducción de las inversiones transfronterizas en activos y pasivos. En primer lugar, la falta de liquidez resultante del colapso de los mercados interbancario y de titulización de activos provocó, inicialmente, ventas significativas de otros activos en la medida en que los inversores mundiales se esforzaron por obtener liquidez. En segundo lugar, la mayor incertidumbre y la asimetría en la información entre prestamistas y prestatarios dieron lugar a un súbito aumento de la aversión al riesgo, lo que se tradujo en un comportamiento gregario por parte de los inversores internacionales. Como resultado de la falta de liquidez en el sector bancario mundial, las entidades de crédito de la zona del euro dejaron de ser

Gráfico 9 Cuenta financiera de las IFM de la zona del euro

(flujos trimestrales; porcentajes del PIB)

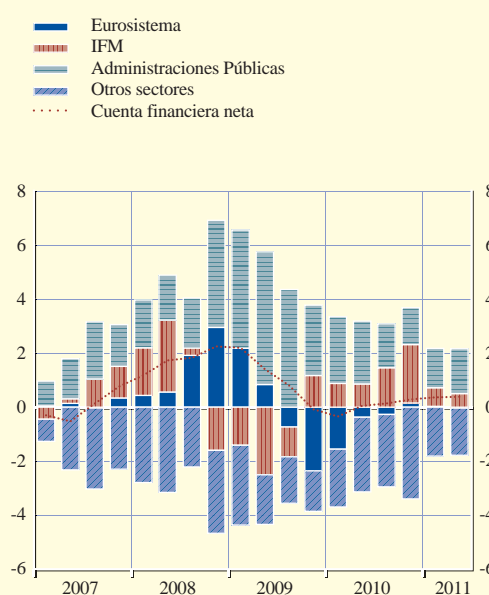


Fuentes: BCE y cálculos de los expertos del BCE.

Notas: La última observación corresponde al tercer trimestre de 2011. Se excluyen los derivados financieros.

Gráfico 10 Cuenta financiera de la zona del euro por sectores

(flujos trimestrales; suma de cuatro trimestres en porcentaje del PIB)



Fuentes: BCE y cálculos de los expertos del BCE.

Notas: La última observación corresponde al segundo trimestre de 2011. Se excluyen los derivados financieros.

prestarios netos para convertirse en prestamistas netos en el último trimestre de 2008 y en la mayor parte de 2009 (véase gráfico 10)⁴.

El desapalancamiento del sector bancario vino acompañado de un aumento en el apalancamiento de los Gobiernos de la zona del euro, que actuaron como sustitutos del apalancamiento privado durante la crisis financiera mundial (véase gráfico 10).

Debido al aumento de las necesidades de financiación de los Gobiernos de la zona del euro por el funcionamiento de los estabilizadores automáticos, y como consecuencia de las medidas de estímulo fiscal adoptadas en respuesta a la crisis financiera mundial, la cuenta financiera neta del sector de Administraciones Públicas, es decir, la necesidad de financiación exterior del sector público, aumentó desde alrededor del 2% del PIB en los años anteriores a la crisis hasta más del 4% del PIB en el último trimestre de 2008 y en los tres primeros trimestres de 2009 (véase gráfico 10). El aumento del

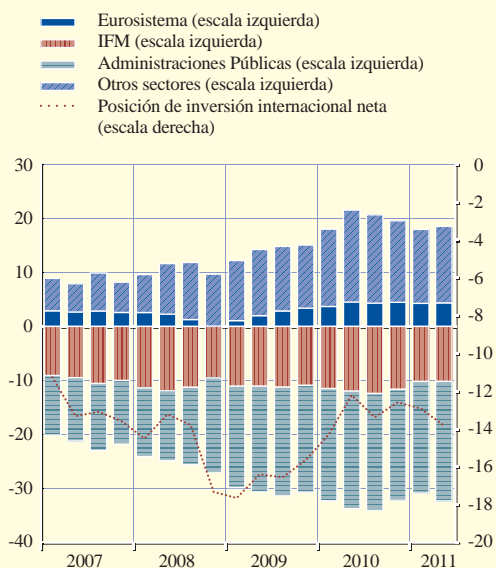
apalancamiento del sector de Administraciones Públicas de la zona del euro —reflejado en el incremento de las entradas de inversiones de cartera que absorbieron parte de la emisión de deuda pública de la zona— y la prórroga temporal de las líneas *swap* de divisas en coordinación con autoridades monetarias extranjeras fueron los principales factores determinantes del moderado aumento de los saldos de la cuenta financiera durante la crisis financiera mundial. Además, la posterior corrección, como consecuencia de las medidas de ajuste fiscal, redujo las necesidades de financiación de este sector de la zona del euro.

El incremento transitorio de las entradas netas de capital en la zona del euro también dio lugar a que la posición de inversión internacional de la zona del euro, que incluye activos y pasivos exteriores, registrase un aumento temporal de la posición deudora

⁴ Véase también K. Forster, M. Vasardani y M. Ca' Zorzi, «Euro area cross-border financial flows and the global financial crisis», *Occasional Paper Series*, n.º 126, BCE, Fráncfort del Meno, julio de 2011.

Gráfico 11 Posición de inversión internacional neta de la zona del euro por sectores

(saldos vivos trimestrales de fin de período en porcentaje del PIB)



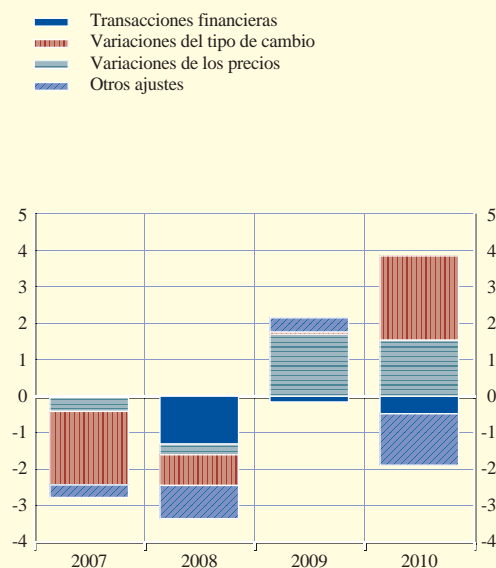
Fuentes: BCE y cálculos de los expertos del BCE.
Notas: La última observación corresponde al segundo trimestre de 2011.
Se excluyen los derivados financieros.

netas. Esta evolución estuvo determinada, principalmente, por un aumento de la posición deudora neta del sector de Administraciones Públicas de casi un 10% del PIB, que solo se contrarrestó en parte con un incremento de la posición acreedora neta de «otros sectores» (véase gráfico 11)⁵. Desde el año 2009, la posición de inversión internacional de la zona del euro se ha ido aproximando a los niveles observados antes de la crisis, debido a la desaceleración de las entradas netas en la zona del euro, a la depreciación del euro en 2010 —que incrementó el valor de los activos exteriores denominados en monedas distintas del euro— y al comportamiento relativamente menos dinámico de los mercados de renta variable en la zona del euro en comparación con el resto del mundo (véase gráfico 12).

No obstante, la estabilidad general de los flujos financieros transfronterizos netos de la zona del euro y su posición de inversión internacional neta ocultan una notable heterogeneidad entre los distintos países miembros de la zona (véase gráfico 13). Algunos de ellos han sido exportadores netos de ca-

Gráfico 12 Detalle de las variaciones de la posición de inversión internacional de la zona del euro

(flujos anuales; porcentajes del PIB)



Fuente: BCE.
Nota: La última observación corresponde a 2010.

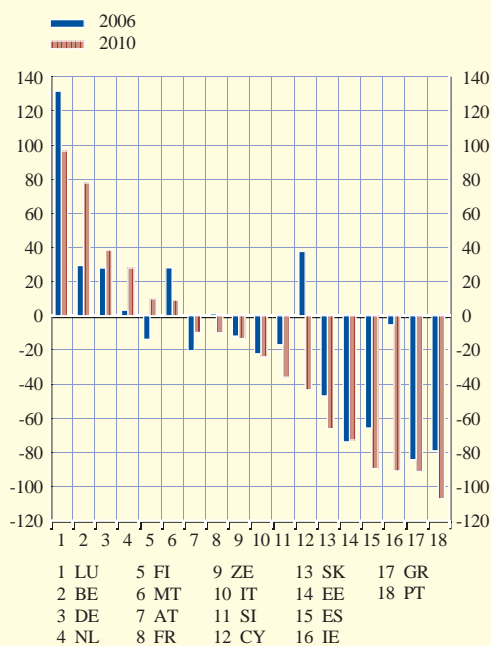
pital en los últimos años, mientras que otros han registrado grandes y persistentes necesidades de financiación y han sido importadores netos de capital durante un período prolongado. En algunos casos, la persistencia de entradas netas de capital ha sido también un reflejo de los prolongados períodos de sólido crecimiento de la demanda interna, que han dado lugar a expectativas excesivamente optimistas respecto a los futuros ingresos y beneficios. Ello ha venido acompañado o se ha intensificado, con frecuencia, por unas políticas internas desequilibradas y, en particular, por una orientación insuficientemente restrictiva de la política fiscal, que, en última instancia, ha socavado el potencial de crecimiento a largo plazo y ha provocado una pérdida progresiva de competitividad.

Como resultado, la posición de inversión internacional neta de algunos países de la zona del euro

5 «Otros sectores» incluye las sociedades no financieras, las instituciones financieras distintas de las IFM —es decir, los fondos de inversión, las empresas de seguros, los fondos de pensiones y otras instituciones financieras— y los hogares.

Gráfico 13 Posición de inversión internacional de los países de la zona del euro en 2006 y 2010

(porcentajes del PIB)



Fuente: BCE.

Nota: Los países se ordenan en función de su posición de inversión internacional como porcentaje del propio PIB en 2010.

se ha deteriorado aún más en los últimos años, lo que ha provocado una creciente inquietud en los mercados financieros mundiales respecto a las ne-

cesidades de financiación de esos países, y las tensiones se han intensificado aún más desde el primer semestre de 2010, cuando resurgió la aversión al riesgo y aumentó la volatilidad en los mercados financieros.

Lo ocurrido durante la crisis ha demostrado que los flujos de capital pueden reaccionar rápidamente ante las perturbaciones adversas. Concretamente, los episodios que provocan incertidumbre pueden generar rápidos cambios en la actitud de los inversores, que podrían manifestarse en súbitas oscilaciones. Aunque las perspectivas económicas y financieras mundiales fueron inicialmente el principal factor que afectó a la dinámica de los flujos transfronterizos de la zona del euro, cada vez han ido cobrando mayor importancia los factores de riesgo específicos de cada país. Ello quedó demostrado, por ejemplo, a comienzos de 2010, cuando se redujeron los flujos financieros transfronterizos hacia los instrumentos de renta fija de la zona del euro al resurgir las tensiones en algunos segmentos de los mercados financieros. Para hacerse una idea más aproximada del impacto de la aversión al riesgo en la dinámica de los flujos de capital, en el recuadro 3 se recurre a un análisis de las correlaciones entre dichos flujos y las medidas de aversión al riesgo durante la crisis, así como de otros posibles factores determinantes.

Recuadro 3**EL PAPEL DE LA AVERSIÓN AL RIESGO EN LOS FLUJOS DE CAPITAL DE LA ZONA DEL EURO DESDE LA CRISIS**

La existencia de abundante literatura sobre los factores determinantes de los flujos financieros internacionales no es sorprendente, dado que, según se ha observado, la integración financiera y los flujos de capital transfronterizos desempeñan, normalmente, un papel importante en la promoción de la inversión y el empleo en las economías de los países que participan en el comercio internacional de activos (como se analizó, anteriormente, en el recuadro 1)¹. Al mismo tiempo, la volatilidad de los flujos financieros en las últimas décadas, especialmente en períodos de intensificación de las tensiones

¹ La literatura sobre los determinantes de los flujos financieros transfronterizos es demasiado extensa para ofrecer aquí una panorámica completa. Además de las contribuciones que se mencionan en otras partes del presente artículo, cabe mencionar, entre otras, las siguientes: A. G. Ahearne, W. L. Grier y F. E. Warnock, «Information costs and home bias: an analysis of U.S. holdings of foreign equities», *Journal of International Economics*, vol. 62, n.º 2, 2004, pp. 313-363; K. Chan, V. Covrig y L. Ng, «What Determines the Domestic Bias and the Foreign Bias? Evidence from Mutual Fund Equity Allocations Worldwide», *Journal of Finance*, vol. 60, n.º 3, 2005, pp. 1495-1534, y H. Rey e Y. Oh, «Information and Capital Flows: The Determinants of Transactions in Financial Assets», *European Economic Review*, vol. 45, n.º 4, 2001, pp. 783-796.

financieras, ha estimulado aún más el interés del mundo académico en los factores determinantes de los flujos financieros transfronterizos. Más recientemente, se ha prestado creciente atención en la literatura a los factores que han desencadenado las distintas «oleadas» de flujos financieros, identificadas como «ceses», «aumentos», «huidas» o «contenciones», dependiendo de su dirección y origen (es decir, que partan de la economía nacional o se dirijan hacia ella o hacia el exterior)².

No obstante, la atención de la literatura se ha centrado, típicamente, en muestras de datos más largas, habida cuenta del carácter de largo plazo del proceso de integración financiera. Por consiguiente, en este caso, para evaluar los determinantes de los flujos financieros transfronterizos de la zona del euro en el período relativamente corto que ha transcurrido desde la eclosión de la crisis, se ha empleado una metodología que trata de captar los factores, variables en el tiempo, que han afectado a los flujos de capital transfronterizos de la zona del euro en diferentes etapas de la crisis.

La cuantificación del impacto, variable en el tiempo, de los diferentes factores sobre los flujos netos de cartera de la zona del euro se basa en un modelo en el que se permite que los coeficientes de regresión varíen en cada período. Se utilizan coeficientes de regresión que varían en el tiempo para captar los posibles cambios en el clima de los mercados, ya que la atención de los participantes en el mercado cambia con el tiempo, al igual, por lo tanto, que los determinantes de los flujos de cartera³.

Más concretamente, las inversiones de cartera netas y los flujos netos mensuales de otras inversiones de la zona del euro se modelizan sobre la base de la siguiente ecuación de regresión de forma reducida:

$$y_t = \sum_i^n \beta_{i,t} x_{i,t-1} + \varepsilon_t,$$

en la que la variable y_t corresponde a las inversiones de cartera netas o, alternativamente, a las otras inversiones netas; cuatro variables x_{it} corresponden a: i) un índice de la volatilidad implícita en los mercados bursátiles para aproximar el grado de aversión al riesgo a escala mundial; ii) el diferencial de rendimiento entre la deuda pública de la zona del euro y una medida agregada de la deuda pública de las economías avanzadas no pertenecientes a la zona; iii) la variación del tipo de cambio efectivo del euro, y iv) la diferencia en el crecimiento de la producción industrial entre la zona del euro y las economías avanzadas no pertenecientes a la zona, que se utiliza como variable sustitutiva de las variables fundamentales que afectan al estado de la economía real.

A su vez, se permite que el grado en el que las inversiones de cartera neta y los flujos netos de otras inversiones responden a las variaciones de cada uno de los factores determinantes, es decir, que $\beta_{i,t}$ varíe en el tiempo en respuesta a los posibles cambios en el clima de los mercados no explicados en el modelo⁴.

$$\beta_{i,t} = \beta_{i,t-1} + \mu_{i,t}$$

A continuación, las respuestas estimadas de las inversiones de cartera y de las otras inversiones a sus factores determinantes, junto con las variaciones observadas de los propios determinantes, pueden

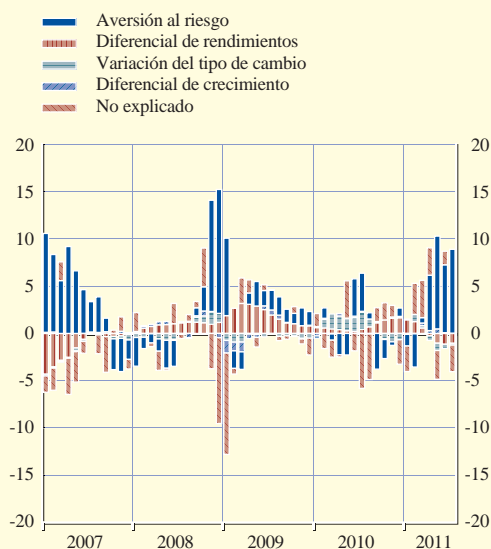
2 Véase, por ejemplo, K. Forbes y F. Warnock, «Capital Flow Waves: Surges, Stops, Flight and Retrenchment», *NBER Working Paper*, n.º 17351, 2011.

3 Para más información sobre la metodología y la forma en que se aplica a los flujos de capital de las economías emergentes, véase el artículo especial titulado «Portfolio flows to emerging market economies: determinants and domestic impact», *Financial Stability Review*, BCE, Fráncfort del Meno, junio de 2011.

4 El modelo puede estimarse aplicando el filtro de Kalman por la máxima verosimilitud, como se sugiere en C.-J. Kim y E. Nelson, *State Space Models with Regime Switching: Classical and Gibbs-Sampling Approaches with Applications*, MIT Press, 1998, o, alternativamente, utilizando métodos bayesianos.

**Gráfico A Inversiones de cartera netas:
determinantes estimados**

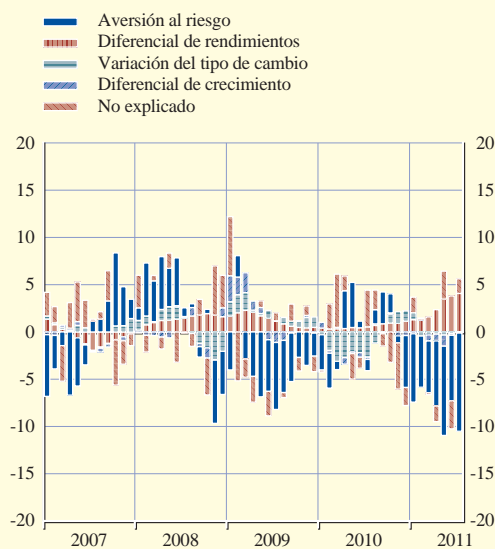
(porcentajes del PIB; flujos acumulados de tres meses)



Fuente: Cálculos de los expertos del BCE.
Nota: La última observación corresponde a julio de 2011.

**Gráfico B Otras inversiones netas:
determinantes estimados**

(porcentajes del PIB; flujos acumulados de tres meses)



Fuente: Cálculos de los expertos del BCE.
Nota: La última observación corresponde a julio de 2011.

transformarse en contribuciones a la variación total de los flujos sobre la base del modelo reducido. A falta de un modelo estructural basado en fundamentos microeconómicos, estas contribuciones pueden interpretarse, desde el punto de vista econométrico, como correlaciones condicionales, variables en el tiempo, entre las inversiones de cartera netas y los flujos netos de otras inversiones y sus factores determinantes.

La conclusión central del análisis basado en el modelo es que, desde el inicio de la crisis financiera mundial, la aversión al riesgo ha sido el principal factor determinante de los flujos financieros de la zona del euro. Cabe señalar que el impacto de la aversión al riesgo sobre la dirección de los flujos ha variado a lo largo de las diferentes etapas de la crisis. En cambio, otros factores que, en el caso de la zona, suelen ser los principales, como la evolución de los tipos de cambio y los diferenciales de tipos de interés, han desempeñado un papel poco importante. Sin embargo, en cierta medida, el diferencial entre el rendimiento de la deuda pública de la zona del euro y la de otras grandes economías avanzadas (en particular, Estados Unidos), que, en general, ha sido positivo desde el comienzo de la crisis, ha favorecido las entradas netas de recursos financieros en la zona del euro (véanse gráficos A y B).

Por lo que respecta a las inversiones de cartera, el modelo asocia la mayor afluencia de capital registrada a finales de 2008 con el sustancial aumento de la aversión al riesgo tras la quiebra de Lehman Brothers (véase gráfico A). Así pues, según el modelo, la aversión al riesgo al inicio de la crisis contribuyó, en general, a las entradas netas en la zona del euro, probablemente porque, en aquel momento, se consideraba que la principal fuente de riesgo se situaba fuera de la zona del euro, lo que convertía a esta en un refugio seguro para los inversores tanto de la propia zona como mundiales.

En 2009, la reintensificación de las tensiones en los mercados financieros, especialmente en Europa, como se evidencia en el renovado aumento de la aversión al riesgo, parece haber respaldado una gradual reducción de las entradas de inversiones de cartera en la zona del euro (y, posteriormente, de las salidas de este tipo de inversiones de la zona), probablemente como resultado del hecho de que las tensiones en los mercados de deuda soberana de algunos países se convirtieron en el centro de atención (véase gráfico A).

Desde 2010 hasta mediados de 2011, el modelo asocia la aversión al riesgo con un aumento general de las notables entradas netas de inversiones de cartera en la zona del euro. Ello podría, muy bien, reflejar los desplazamientos hacia activos más seguros por parte de los inversores extranjeros, que habrían invertido en deuda (soberana) emitida por países del núcleo de la zona del euro (véase gráfico A). Al mismo tiempo, la aversión al riesgo continúa favoreciendo las salidas netas de otras inversiones, un componente residual, que incluye las transacciones del sector bancario de la zona del euro (véase gráfico B).

4 CONCLUSIONES

La crisis actual ha dado lugar a cambios significativos en los patrones de los flujos financieros transfronterizos. Como consecuencia de estos cambios —provocados por las súbitas oscilaciones y el aumento de la volatilidad—, se está prestando más atención a estos flujos y se ha reconocido su importancia para la estabilidad macroeconómica y financiera, tanto en las economías avanzadas como en las emergentes⁶. El análisis desarrollado en este artículo permite extraer las siguientes conclusiones.

En primer lugar, la acumulación de desequilibrios debe ser objeto de un atento seguimiento, prestando especial atención a los déficits —que pueden producirse en paralelo con los problemas de financiación y las crisis cambiarias—, pero también a los superávits, dado que pueden estar asociados a auges del crédito y de los precios de la vivienda, en la medida en que estos auges se ven estimulados por las entradas brutas de capital especulativo.

En segundo lugar, la magnitud de los flujos financieros de activos y pasivos y de las posiciones es importante aunque no existan grandes y persistentes necesidades de financiación, es decir, en los países que presentan una cuenta corriente relativamente equilibrada. Los flujos o las posiciones de magnitud considerable en relación con la actividad económica de un país pueden ser indicio de una elevada exposición a efectos de contagio del exterior. Además, los países con un grado de apertura finan-

ciera muy alto son más vulnerables a los períodos de más tensión en los mercados financieros, lo que da lugar a comportamientos de contención o incluso a la repatriación de la inversión extranjera. El limitado acceso a los mercados de capitales internacionales resultante de lo anterior puede dar lugar rápidamente a perturbaciones de liquidez y a una súbita caída de los precios de los activos, especialmente en la fase bajista del ciclo, con significativas consecuencias negativas para la economía mundial.

En tercer lugar, dentro de la zona del euro es necesario prestar la debida consideración a los factores específicos de cada sector y de cada país. Urge, en particular, vigilar estrechamente la evolución de los desequilibrios internos, a fin de identificar posibles vulnerabilidades que no se aprecian al nivel de la zona del euro.

Finalmente, la crisis también ha permitido extraer algunas enseñanzas en cuanto a la disciplina macroeconómica. El motivo es que, a pesar de los innegables efectos beneficiosos a largo plazo de la integración financiera sobre el crecimiento y el bienestar general de la sociedad, el desequilibrio de los flujos de capital entraña riesgos significativos para las economías si vienen acompañados de políticas internas insostenibles. Unas políticas macroeconómicas equilibradas y sostenibles son requisito indispensable para que los países puedan cosechar los beneficios de la integración financiera

6 Véase también K. Forster, M. Vasardani y M. Ca' Zorzi, *op. cit.*

ARTÍCULOS

Flujos financieros
transfronterizos en la
zona del euro

mundial, ya que les permiten atraer entradas de capital estables y equilibradas, que propician el crecimiento a largo plazo de la economía. Además, es necesario alinear cuidadosamente las políticas económicas con el objetivo de sostenibilidad

externa, dado que la volatilidad propia de los flujos de capital transfronterizos puede afectar significativamente a la volatilidad de las variables macroeconómicas internas si el país no aplica unas políticas económicas orientadas a la estabilidad.

ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO



ÍNDICE¹

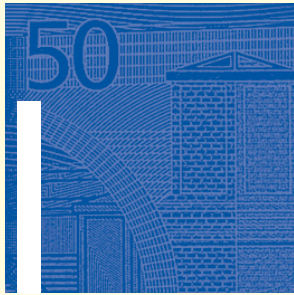
	PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO	
	Resumen de indicadores económicos de la zona del euro	S5
I	ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA	
1.1	Estado financiero consolidado del Eurosistema	S6
1.2	Tipos de interés oficiales del BCE	S7
1.3	Operaciones de política monetaria del Eurosistema adjudicadas mediante 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



ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA

I. Estado financiero consolidado del Eurosistema

(millones de euros)

1. Activo

	13 enero 2012	20 enero 2012	27 enero 2012	3 febrero 2012
Oro y derechos en oro	423.451	423.450	423.446	423.446
Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro	246.024	245.306	244.971	246.012
Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro	94.543	94.514	96.673	100.434
Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro	23.489	25.732	25.009	24.180
Préstamos en euros concedidos a entidades de crédito de la zona del euro	817.255	831.730	809.248	794.978
Operaciones principales de financiación	110.881	126.877	130.317	115.579
Operaciones de financiación a plazo más largo	703.894	701.478	676.505	676.505
Operaciones temporales de ajuste	0	0	0	0
Operaciones temporales estructurales	0	0	0	0
Facilidad marginal de crédito	2.386	3.323	2.366	2.799
Préstamos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	94	53	59	94
Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro	69.534	75.550	72.292	73.319
Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro	623.042	623.968	624.849	623.229
Valores mantenidos con fines de política monetaria	278.835	282.215	282.579	282.541
Otros valores	344.207	341.753	342.270	340.688
Créditos en euros a las Administraciones Públicas	33.926	33.926	33.926	31.176
Otros activos	345.723	352.020	352.164	345.352
Total activo	2.676.987	2.706.197	2.682.576	2.662.126

2. Pasivo

	13 enero 2012	20 enero 2012	27 enero 2012	3 febrero 2012
Billetes en circulación	876.589	871.841	869.167	871.508
Depósitos en euros mantenidos por entidades de crédito de la zona del euro	840.822	845.255	797.868	815.235
Cuentas corrientes (incluidas las reservas mínimas)	132.536	134.722	88.939	83.915
Facilidad de depósito	493.272	491.780	488.884	511.438
Depósitos a plazo	213.000	217.000	219.000	219.000
Operaciones temporales de ajuste	0	0	0	0
Depósitos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	2.015	1.752	1.045	882
Otros pasivos en euros con entidades de crédito de la zona del euro	1.354	1.480	1.676	2.017
Certificados de deuda emitidos	0	0	0	0
Depósitos en euros de otros residentes en la zona del euro	87.509	108.874	136.115	93.804
Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro	117.730	118.930	118.556	122.474
Pasivos en moneda extranjera con residentes en la zona del euro	3.224	1.969	2.845	3.541
Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro	9.777	9.965	9.523	9.584
Contrapartida de los derechos especiales de giro asignados por el FMI	55.942	55.942	55.942	55.942
Otros pasivos	208.460	216.363	215.299	212.116
Cuentas de revalorización	394.031	394.028	394.028	394.028
Capital y reservas	81.550	81.550	81.558	81.877
Total pasivo	2.676.987	2.706.197	2.682.576	2.662.126

Fuente: BCE.

1.2 Tipos de interés oficiales del BCE

(niveles en porcentaje; variaciones en puntos porcentuales)

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

Fuente: BCE.

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

1.4 Estadísticas de reservas mínimas y de liquidez

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

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

Pasivos computables en: ¹⁾	Total	Pasivos a los que se les aplica un coeficiente de reservas positivo 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 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	
Sep	19.247,9	9.761,9	650,5	2.808,3	1.576,5	4.450,7	
Oct	19.126,2	9.718,9	657,4	2.788,5	1.562,7	4.398,7	
Nov	19.073,0	9.708,5	673,6	2.776,0	1.509,5	4.405,4	

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
2010	211,8	212,5	0,7	0,5	1,00
2011	207,7	212,2	4,5	0,0	1,25
2011 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	208,9	2,8	0,0	1,50
13 Dic	207,7	212,2	4,5	0,0	1,25
2012 17 Ene	207,0	212,3	5,3	0,0	1,00
14 Feb	103,3	.	.	.	.

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
	Activos netos en oro y moneda extranjera del Eurosistema	Operaciones de política monetaria del Eurosistema					Billetes en circulación	Depósitos de la Administración Central en el Eurosistema	Otros factores (neto)			
		Operaciones principales de financiación	Operaciones de financiación a plazo más largo	Facilidad marginal de crédito	Otras operaciones de inyección de liquidez ³⁾	Facilidad de depósito				Otras operaciones de absorción de liquidez ⁴⁾		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2010	511,1	179,5	336,3	1,9	130,4	44,7	70,8	815,9	94,4	-79,1	212,5	1.073,1
2011	622,1	238,0	389,0	4,4	260,3	253,7	200,5	869,4	63,8	-85,9	212,2	1.335,3
2011 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
8 Nov	612,1	196,1	387,1	2,8	231,9	204,6	178,0	861,4	57,9	-80,8	208,9	1.274,8
13 Dic	622,1	238,0	389,0	4,4	260,3	253,7	200,5	869,4	63,8	-85,9	212,2	1.335,3
2012 17 Ene	683,9	169,4	627,3	6,0	278,6	399,3	210,8	883,7	67,7	-8,7	212,3	1.495,3

Fuente: BCE.

- 1) Fin de período.
- 2) A partir del período de mantenimiento que comenzó el 18 de enero de 2012 se aplica un coeficiente del 1%. En todos los períodos de mantenimiento anteriores se aplica un coeficiente del 2%.
- 3) 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.
- 4) 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>.

2.3 Estadísticas monetarias ¹⁾

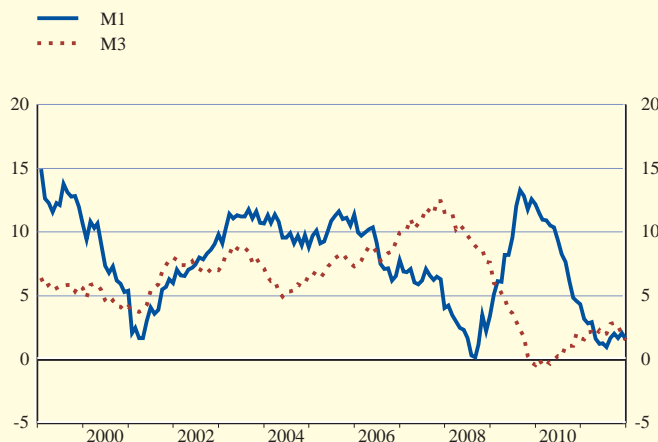
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

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⁾	11	12		
	M1	M2-M1									3		4	5
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Saldos vivos												
2010	4.698,5	3.696,2	8.394,8	1.125,2	9.520,0	-	7.313,7	3.270,4	13.379,4	11.047,8	-	615,1
2011 ^(p)	4.782,1	3.790,8	8.572,8	1.151,5	9.724,3	-	7.718,3	3.220,0	13.444,5	11.185,7	-	918,3
2011 III	4.783,5	3.821,2	8.604,7	1.230,5	9.835,3	-	7.709,2	3.121,0	13.505,1	11.267,6	-	959,3
IV ^(p)	4.782,1	3.790,8	8.572,8	1.151,5	9.724,3	-	7.718,3	3.220,0	13.444,5	11.185,7	-	918,3
2011 Sep	4.783,5	3.821,2	8.604,7	1.230,5	9.835,3	-	7.709,2	3.121,0	13.505,1	11.267,6	-	959,3
Oct	4.769,5	3.809,9	8.579,3	1.200,1	9.779,4	-	7.711,9	3.106,2	13.555,4	11.261,3	-	893,1
Nov	4.789,0	3.800,6	8.589,6	1.185,8	9.775,4	-	7.723,4	3.125,6	13.527,9	11.254,5	-	904,3
Dic ^(p)	4.782,1	3.790,8	8.572,8	1.151,5	9.724,3	-	7.718,3	3.220,0	13.444,5	11.185,7	-	918,3
Operaciones												
2010	194,7	-12,8	181,9	-25,5	156,4	-	254,5	355,2	209,7	207,7	264,6	-83,6
2011 ^(p)	73,8	76,7	150,5	-1,6	148,9	-	210,4	108,0	54,0	107,4	131,5	152,8
2011 III	57,0	35,6	92,6	71,7	164,3	-	69,2	62,6	44,0	57,2	68,9	23,8
IV ^(p)	-6,3	-32,7	-39,1	-72,2	-111,3	-	-11,0	119,7	-66,2	-67,0	-32,6	-77,6
2011 Sep	-5,4	16,7	11,3	9,5	20,7	-	14,5	15,6	-8,3	11,1	9,5	16,3
Oct	-10,5	-7,6	-18,1	-29,6	-47,7	-	22,8	-0,7	57,4	24,0	53,0	-57,9
Nov	14,8	-12,5	2,3	-14,8	-12,5	-	-14,1	46,2	-33,8	-15,3	-11,9	-24,0
Dic ^(p)	-10,7	-12,5	-23,3	-27,8	-51,0	-	-19,7	74,3	-89,8	-75,7	-73,7	4,3
Tasas de crecimiento												
2010	4,3	-0,4	2,2	-2,3	1,7	1,8	3,7	12,1	1,6	1,9	2,4	-83,6
2011 ^(p)	1,6	2,1	1,8	-0,2	1,6	2,1	2,9	3,6	0,4	1,0	1,2	152,8
2011 III	2,0	3,1	2,5	5,8	2,9	2,8	4,2	5,6	1,5	2,5	2,7	193,7
IV ^(p)	1,6	2,1	1,8	-0,2	1,6	2,1	2,9	3,6	0,4	1,0	1,2	152,8
2011 Sep	2,0	3,1	2,5	5,8	2,9	2,8	4,2	5,6	1,5	2,5	2,7	193,7
Oct	1,7	2,3	1,9	7,7	2,6	2,5	4,3	-0,5	2,1	2,7	3,0	224,7
Nov	2,1	2,1	2,1	1,1	2,0	2,1	3,4	0,3	1,0	1,7	1,9	189,7
Dic ^(p)	1,6	2,1	1,8	-0,2	1,6	.	2,9	3,6	0,4	1,0	1,2	152,8

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

2.3 Estadísticas monetarias¹⁾

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

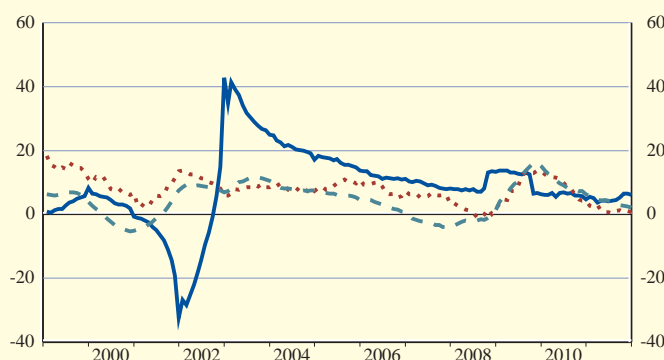
2. Componentes de los agregados monetarios y de los pasivos financieros a más largo plazo

	Efectivo en circulación	Depósitos a la vista	Depósitos a plazo hasta 2 años	Depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses	Cesiones temporales	Particip. en fondos del mercado monetario	Valores distintos de acciones hasta 2 años	Valores distintos de acciones a más de 2 años	Depósitos disponibles con preaviso superior a 3 meses	Depósitos a plazo a más de 2 años	Capital y reservas
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Saldos vivos											
2010	793,6	3.904,9	1.781,3	1.914,9	433,8	570,2	121,2	2.753,6	118,4	2.436,0	2.005,8
2011 ^(p)	842,2	3.939,9	1.830,4	1.960,3	402,2	540,4	209,0	2.855,3	114,9	2.545,0	2.203,2
2011 III	832,3	3.951,2	1.862,7	1.958,6	508,8	552,6	169,1	2.878,6	119,4	2.529,6	2.181,6
IV ^(p)	842,2	3.939,9	1.830,4	1.960,3	402,2	540,4	209,0	2.855,3	114,9	2.545,0	2.203,2
2011 Sep	832,3	3.951,2	1.862,7	1.958,6	508,8	552,6	169,1	2.878,6	119,4	2.529,6	2.181,6
Oct	843,3	3.926,2	1.846,3	1.963,5	486,8	543,1	170,2	2.840,6	118,6	2.568,5	2.184,2
Nov	847,3	3.941,7	1.828,7	1.971,9	464,3	549,3	172,1	2.865,7	115,6	2.550,4	2.191,7
Dic ^(p)	842,2	3.939,9	1.830,4	1.960,3	402,2	540,4	209,0	2.855,3	114,9	2.545,0	2.203,2
Operaciones											
2010	36,0	158,7	-125,7	112,9	95,3	-101,2	-19,6	62,1	-14,1	108,3	98,2
2011 ^(p)	48,7	25,1	38,1	38,6	-13,8	-24,7	36,8	18,4	-2,5	55,4	139,1
2011 III	16,9	40,1	15,1	20,5	74,6	7,3	-10,2	-1,3	-0,4	23,0	47,9
IV ^(p)	9,8	-16,2	-32,3	-0,4	-107,5	9,9	25,4	-51,6	-3,5	8,4	35,7
2011 Sep	6,9	-12,3	11,7	5,0	11,2	3,2	-5,0	0,9	-0,5	16,1	-2,0
Oct	11,0	-21,4	-12,7	5,1	-21,7	-9,4	1,5	-20,1	-0,7	39,9	3,7
Nov	4,0	10,8	-20,2	7,7	-22,8	6,4	1,6	-3,1	-2,1	-21,0	12,1
Dic ^(p)	-5,1	-5,6	0,6	-13,1	-63,0	12,9	22,3	-28,3	-0,7	-10,6	19,9
Tasas de crecimiento											
2010	4,8	4,2	-6,6	6,3	28,3	-15,1	-14,4	2,3	-10,7	4,7	5,3
2011 ^(p)	6,1	0,6	2,1	2,0	-3,3	-4,3	26,8	0,7	-2,1	2,2	6,9
2011 III	5,3	1,4	3,2	3,0	31,1	-9,5	2,8	3,6	-2,4	3,1	6,8
IV ^(p)	6,1	0,6	2,1	2,0	-3,3	-4,3	26,8	0,7	-2,1	2,2	6,9
2011 Sep	5,3	1,4	3,2	3,0	31,1	-9,5	2,8	3,6	-2,4	3,1	6,8
Oct	6,5	0,7	1,9	2,6	34,8	-8,9	8,3	2,5	-1,1	4,5	6,7
Nov	6,5	1,2	1,6	2,6	12,4	-8,9	13,3	2,0	-2,0	2,8	6,2
Dic ^(p)	6,1	0,6	2,1	2,0	-3,3	-4,3	26,8	0,7	-2,1	2,2	6,9

G3 Componentes de los agregados monetarios¹⁾

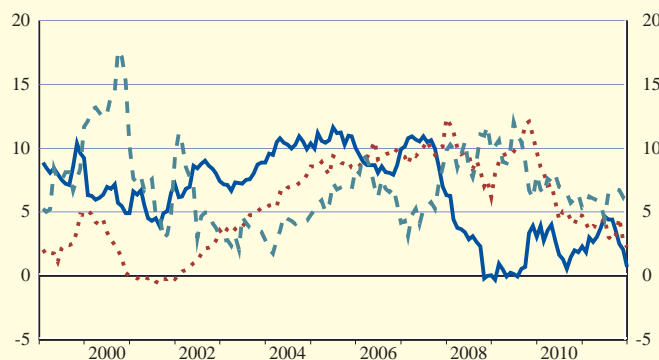
(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)

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


G4 Componentes de los pasivos financieros a más largo plazo¹⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)

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



Fuente: BCE.

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

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

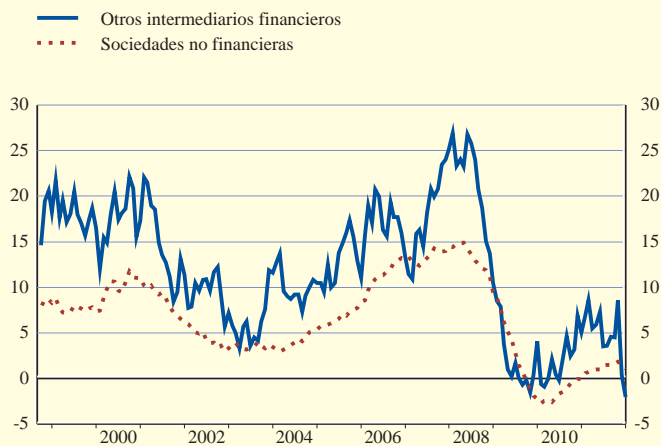
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

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

	Empresas de seguros y fondos de pensiones		Sociedades no financieras					Hogares ³⁾				
	Total	Total	Total	Préstamos ajustados por ventas y titulizaciones ⁴⁾	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Préstamos ajustados por ventas y titulizaciones ⁴⁾	Crédito al consumo	Préstamos para adquisición de vivienda	Otras finalidades
Saldos vivos												
2010	95,0	1.126,4	4.667,2	-	1.127,3	899,0	2.640,9	5.159,3	-	639,3	3.701,3	818,7
2011 ^(p)	92,1	1.137,4	4.721,1	-	1.151,4	857,4	2.712,2	5.235,2	-	611,5	3.778,0	845,8
2011 III	97,0	1.140,7	4.761,0	-	1.178,0	870,3	2.712,6	5.269,0	-	627,6	3.805,8	835,6
2011 IV ^(p)	92,1	1.137,4	4.721,1	-	1.151,4	857,4	2.712,2	5.235,2	-	611,5	3.778,0	845,8
2011 Sep	97,0	1.140,7	4.761,0	-	1.178,0	870,3	2.712,6	5.269,0	-	627,6	3.805,8	835,6
2011 Oct	93,7	1.176,6	4.760,6	-	1.180,7	868,0	2.711,9	5.230,4	-	626,7	3.768,1	835,5
2011 Nov	93,2	1.163,1	4.758,2	-	1.177,4	864,4	2.716,3	5.240,0	-	626,1	3.777,9	836,0
2011 Dic ^(p)	92,1	1.137,4	4.721,1	-	1.151,4	857,4	2.712,2	5.235,2	-	611,5	3.778,0	845,8
Operaciones												
2010	7,0	55,7	-2,1	45,7	-37,5	-26,2	61,6	147,1	155,7	-7,6	133,7	21,0
2011 ^(p)	1,0	-22,4	52,0	56,8	28,4	-31,6	55,1	76,9	96,1	-14,2	79,5	11,5
2011 III	8,5	18,8	24,2	25,0	-0,7	1,4	23,4	5,7	17,1	-3,1	7,4	1,5
2011 IV ^(p)	-5,0	-6,2	-36,7	-35,1	-21,7	-12,8	-2,1	-19,1	14,0	-2,7	-16,1	-0,3
2011 Sep	-2,0	-11,8	18,5	18,5	6,9	2,2	9,5	6,3	5,1	-0,7	7,2	-0,1
2011 Oct	-3,2	38,0	7,0	8,6	4,6	-0,3	2,7	-17,8	9,7	-0,9	-17,7	0,9
2011 Nov	-0,6	-16,8	-6,8	-6,3	-5,0	-4,0	2,3	8,8	12,0	-0,5	8,7	0,6
2011 Dic ^(p)	-1,2	-27,5	-36,9	-37,4	-21,3	-8,5	-7,1	-10,1	-7,7	-1,3	-7,0	-1,8
Tasas de crecimiento												
2010	8,0	5,1	0,0	1,0	-3,2	-2,8	2,4	2,9	3,1	-1,2	3,8	2,7
2011 ^(p)	1,3	-2,0	1,1	1,2	2,5	-3,6	2,1	1,5	1,9	-2,2	2,1	1,4
2011 III	9,8	4,5	1,6	2,2	4,0	-3,7	2,4	2,9	2,6	-1,9	3,9	2,3
2011 IV ^(p)	1,3	-2,0	1,1	1,2	2,5	-3,6	2,1	1,5	1,9	-2,2	2,1	1,4
2011 Sep	9,8	4,5	1,6	2,2	4,0	-3,7	2,4	2,9	2,6	-1,9	3,9	2,3
2011 Oct	5,7	8,5	1,8	2,2	4,6	-3,2	2,4	2,2	2,5	-1,9	3,0	2,2
2011 Nov	1,4	0,5	1,6	1,9	3,9	-3,2	2,2	2,1	2,3	-2,2	3,0	1,6
2011 Dic ^(p)	1,3	-2,0	1,1	1,2	2,5	-3,6	2,1	1,5	1,9	-2,2	2,1	1,4

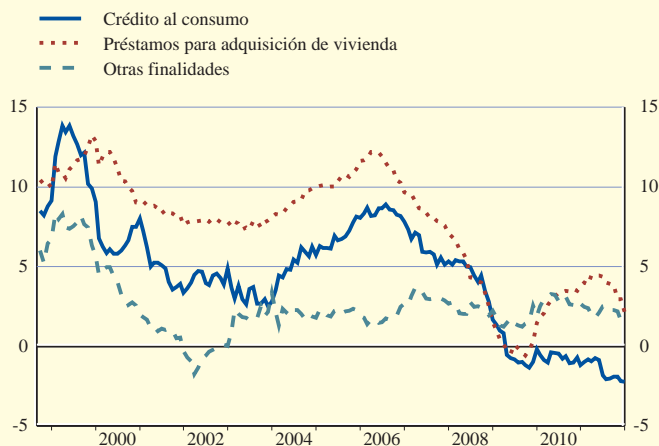
G5 Préstamos a otros intermediarios financieros y sociedades no financieras²⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos sin desestacionalizar)



G6 Préstamos a hogares²⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos sin desestacionalizar)



Fuente: BCE.

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

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

3) Incluye los fondos de inversión.

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

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

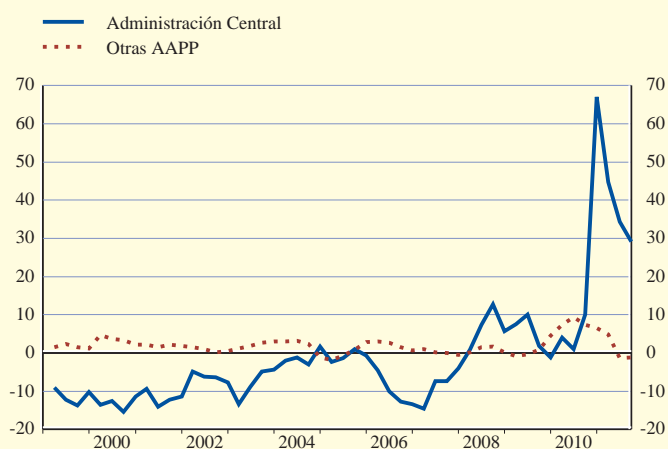
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos sin desestacionalizar; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

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										
2009	1.001,7	229,3	209,8	528,8	33,8	2.821,7	1.914,9	906,8	46,2	860,7
2010	1.221,8	397,5	225,2	553,0	46,1	2.963,0	2.010,9	952,1	49,5	902,6
2010 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	1.152,7	346,4	223,4	555,9	27,0	3.006,5	2.012,0	994,5	60,1	934,4
III ^(p)	1.145,8	343,5	224,0	553,7	24,7	3.155,0	2.132,4	1.022,7	62,7	960,0
Operaciones										
2009	30,5	-2,7	0,1	21,6	11,5	-384,4	-345,9	-38,2	-1,4	-36,9
2010	207,2	156,3	14,9	24,1	11,9	6,0	8,0	-2,3	0,6	-3,0
2010 IV	138,6	126,6	1,6	8,8	1,5	-16,9	-2,4	-14,5	-2,0	-12,5
2011 I	-28,2	-34,3	4,4	4,9	-3,2	56,1	0,0	56,0	6,9	49,0
II	-36,5	-13,0	-6,5	-2,1	-14,9	44,4	21,8	22,6	6,1	16,6
III ^(p)	-7,1	-3,3	0,6	-2,1	-2,4	65,5	59,0	6,4	1,4	5,0
Tasas de crecimiento										
2009	3,1	-1,2	0,1	4,2	51,9	-11,7	-15,1	-4,0	-2,9	-4,1
2010	20,6	67,1	7,1	4,6	35,1	0,6	0,5	-0,1	0,8	-0,2
2010 IV	20,6	67,1	7,1	4,6	35,1	0,6	0,5	-0,1	0,8	-0,2
2011 I	14,3	44,7	9,6	3,4	0,6	0,5	-0,7	2,3	16,2	1,5
II	7,1	34,4	-1,1	1,4	-38,6	2,6	0,5	6,6	30,3	5,3
III ^(p)	6,2	29,1	0,0	1,8	-43,3	5,2	4,0	7,4	24,6	6,4

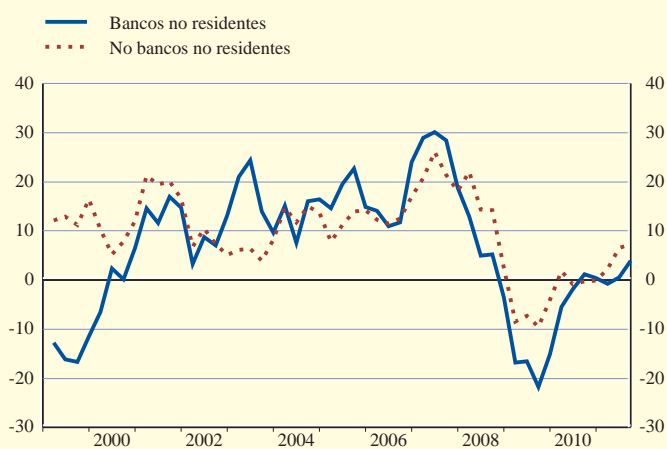
G7 Préstamos a las AAPP ²⁾

(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)}

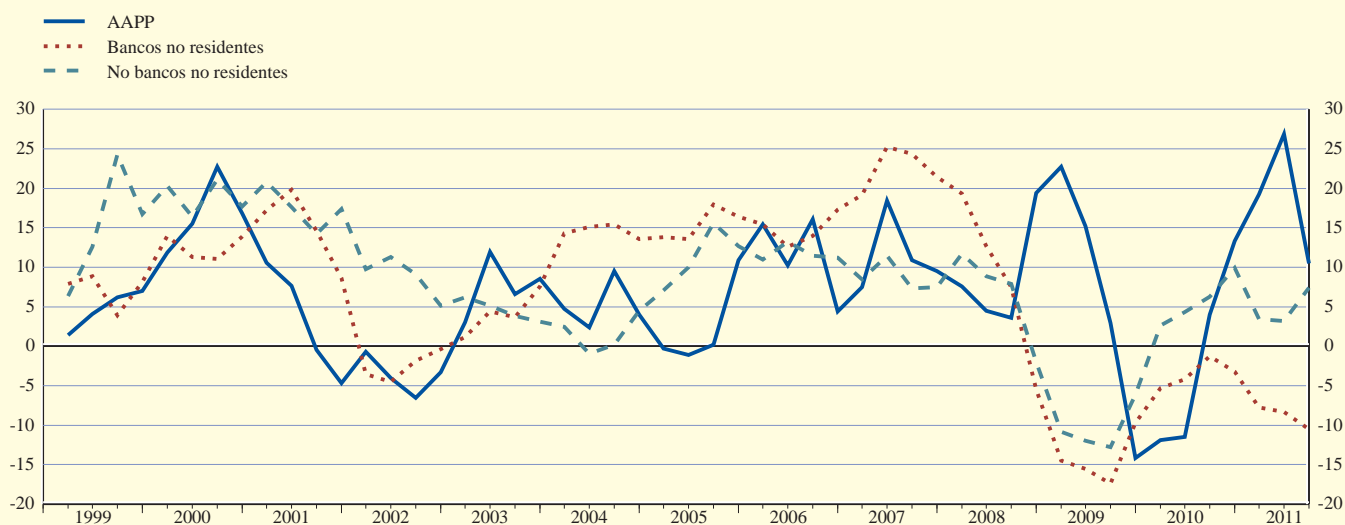
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

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										
2009	374,9	146,0	43,4	114,3	71,2	3.369,4	2.532,8	836,7	56,7	780,0
2010	427,6	196,2	47,7	109,6	74,1	3.488,8	2.492,0	996,9	45,9	950,9
2010 IV	427,6	196,2	47,7	109,6	74,1	3.488,8	2.492,0	996,9	45,9	950,9
2011 I	475,6	235,8	52,3	108,7	78,8	3.314,1	2.346,8	967,4	41,4	926,0
II	521,5	266,4	55,0	112,6	87,5	3.280,6	2.295,8	984,8	47,7	937,1
III ^(p)	464,8	211,4	54,3	111,4	87,8	3.346,4	2.298,8	1.047,6	50,0	997,7
Operaciones										
2009	-62,8	-36,2	-8,7	-2,5	-15,0	-329,9	-274,8	-55,0	-4,5	-50,5
2010	50,0	47,4	4,3	-4,9	2,9	0,2	-84,4	84,6	7,5	77,1
2010 IV	5,4	19,3	-11,0	-2,3	-0,5	-102,8	-108,3	5,5	-2,7	8,2
2011 I	50,4	43,4	4,7	-2,4	4,7	-77,2	-71,7	-5,6	-3,6	-1,9
II	45,7	30,9	2,7	3,9	8,2	-19,8	-41,6	21,8	6,4	15,4
III ^(p)	-56,9	-55,1	-1,0	-1,2	0,2	0,4	-49,4	49,7	1,4	48,4
Tasas de crecimiento										
2009	-14,1	-18,9	-16,7	-2,1	-17,4	-8,7	-9,7	-6,2	-6,9	-6,1
2010	13,3	32,2	9,9	-4,3	4,1	0,3	-3,3	9,9	12,7	9,6
2010 IV	13,3	32,2	9,9	-4,3	4,1	0,3	-3,3	9,9	12,7	9,6
2011 I	19,2	41,4	4,0	-1,3	9,2	-4,7	-7,8	3,4	-10,5	4,2
II	26,8	61,3	1,2	-2,5	14,0	-5,1	-8,3	3,2	5,0	3,1
III ^(p)	10,5	21,6	-7,8	-1,8	17,0	-5,5	-10,5	7,4	3,3	7,6

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

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

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

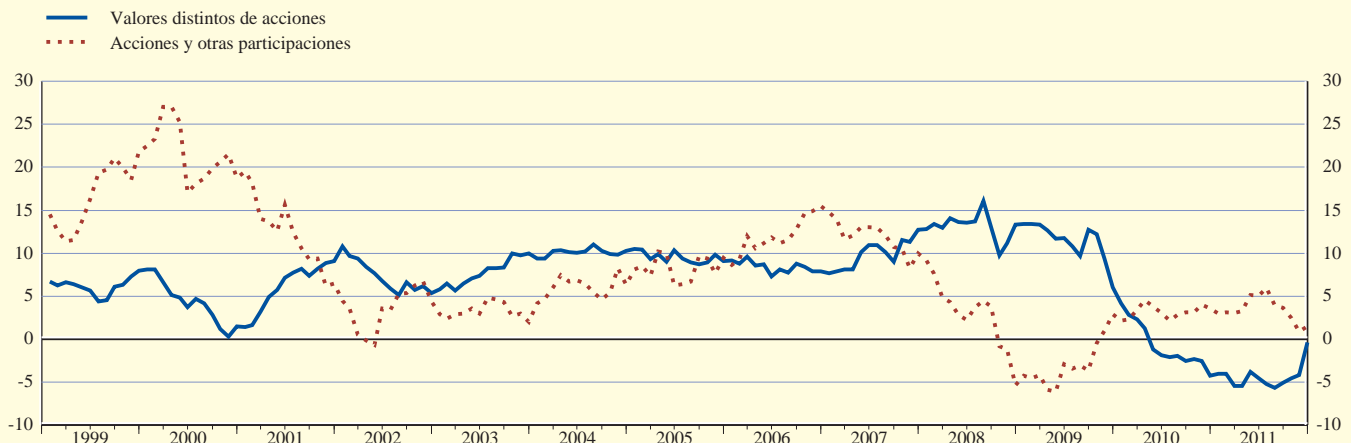
2.6 Detalle de los valores en poder de las IFM ^{1), 2)}

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

	Valores distintos de acciones							Acciones y otras participaciones				
	Total	IFM		AAPP		Otros residentes en la zona del euro		No residentes en la zona del euro	Total	IFM	No IFM	No residentes en la zona del euro
		Euro	No euro	Euro	No euro	Euro	No euro					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	Saldos vivos											
2010	5.993,1	1.778,4	107,4	1.507,8	16,4	1.500,8	27,8	1.054,5	1.535,9	445,3	787,8	302,8
2011 ^(p)	5.692,6	1.760,3	87,7	1.374,8	22,9	1.486,2	28,4	932,2	1.509,1	486,2	727,4	295,4
2011 III	5.635,8	1.706,9	92,8	1.393,8	22,3	1.433,7	25,0	961,2	1.530,5	489,3	740,6	300,5
IV ^(p)	5.692,6	1.760,3	87,7	1.374,8	22,9	1.486,2	28,4	932,2	1.509,1	486,2	727,4	295,4
2011 Sep	5.635,8	1.706,9	92,8	1.393,8	22,3	1.433,7	25,0	961,2	1.530,5	489,3	740,6	300,5
Oct	5.654,0	1.709,9	93,0	1.371,7	21,9	1.493,9	24,9	938,8	1.522,8	487,3	739,2	296,3
Nov	5.653,3	1.707,9	97,4	1.360,6	21,9	1.497,5	26,7	941,4	1.521,7	486,4	741,2	294,1
Dic ^(p)	5.692,6	1.760,3	87,7	1.374,8	22,9	1.486,2	28,4	932,2	1.509,1	486,2	727,4	295,4
	Operaciones											
2010	-268,6	-167,1	-6,9	42,8	-2,0	10,2	-14,8	-130,8	54,4	28,2	5,2	20,9
2011 ^(p)	-23,6	43,2	8,1	6,4	5,5	-24,3	0,4	-63,0	22,5	61,2	-33,0	-5,7
2011 III	-48,0	37,0	0,3	-43,4	0,3	-6,7	-0,7	-34,9	-13,6	17,2	-23,2	-7,6
IV ^(p)	80,1	63,8	0,6	-4,3	-0,2	33,2	2,4	-15,5	-9,9	6,3	-13,2	-2,9
2011 Sep	-0,3	17,0	4,2	-10,8	-2,5	-5,5	-3,3	0,7	-2,4	8,8	-12,0	0,8
Oct	22,4	2,4	2,3	-14,0	0,2	40,4	0,6	-9,5	-10,7	-2,2	-4,8	-3,7
Nov	-0,9	4,2	1,9	4,6	-0,8	3,3	1,0	-14,9	4,4	0,4	4,8	-0,7
Dic ^(p)	58,5	57,3	-3,6	5,1	0,4	-10,5	0,8	8,9	-3,6	8,1	-13,2	1,6
	Tasas de crecimiento											
2010	-4,3	-8,5	-5,5	2,9	-11,1	0,7	-35,4	-11,1	3,6	6,5	0,6	7,5
2011 ^(p)	-0,4	2,5	8,0	0,4	33,7	-1,6	1,0	-6,4	1,5	14,0	-4,3	-1,9
2011 III	-5,1	-4,9	8,0	-1,0	24,8	-4,3	-16,9	-13,0	3,6	13,4	-1,0	1,0
IV ^(p)	-0,4	2,5	8,0	0,4	33,7	-1,6	1,0	-6,4	1,5	14,0	-4,3	-1,9
2011 Sep	-5,1	-4,9	8,0	-1,0	24,8	-4,3	-16,9	-13,0	3,6	13,4	-1,0	1,0
Oct	-4,5	-2,3	6,8	-8,2	49,7	-0,1	-6,3	-10,6	2,4	12,6	-2,3	-0,4
Nov	-4,2	-3,0	6,6	-5,2	28,8	-2,2	0,9	-9,3	0,9	11,8	-3,8	-2,8
Dic ^(p)	-0,4	2,5	8,0	0,4	33,7	-1,6	1,0	-6,4	1,5	14,0	-4,3	-1,9

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

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

2.9 Detalle de valores mantenidos por los fondos de inversión ¹⁾, 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 IV	2.369,5	1.432,6	375,5	692,0	193,9	6,2	165,0	936,8	247,0	365,8	16,1
2011 I	2.354,9	1.430,3	383,4	675,7	200,2	5,6	165,5	924,5	246,5	354,5	14,1
II	2.386,8	1.429,8	386,3	671,3	196,3	5,8	170,1	957,0	252,3	358,6	17,8
III ⁶⁾	2.383,0	1.413,6	380,7	682,1	184,1	4,7	162,0	969,4	252,3	369,7	18,7
	Operaciones										
2011 I	25,2	10,7	9,3	-8,3	7,9	-0,1	1,8	14,5	1,9	2,3	-1,0
II	38,2	-0,4	1,7	-3,5	-1,6	0,4	2,7	37,0	8,2	7,7	3,6
III ⁶⁾	-21,3	-16,9	-5,8	1,3	-7,7	-0,3	-4,3	-4,5	6,0	-4,1	5,3

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

	Total	Zona del euro						Resto del mundo			
		Total	IFM	Adminis- traciones Públicas	Otros intermediarios financieros ²⁾	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Sociedades no financieras	Estados miembros de la UE no pertencientes a la zona del euro	Estados Unidos	Japón	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
	Saldos vivos										
2010 IV	1.987,7	751,1	77,8	-	39,5	25,2	608,7	1.236,5	171,4	355,8	83,8
2011 I	1.973,7	782,8	89,2	-	41,7	26,2	625,7	1.191,0	167,2	365,2	71,1
II	1.958,6	773,6	84,5	-	41,2	26,1	621,9	1.185,0	166,4	362,8	77,0
III ⁶⁾	1.632,5	615,4	53,3	-	35,7	20,4	506,0	1.017,0	141,8	323,6	72,5
	Operaciones										
2011 I	14,9	11,6	5,5	-	2,3	-0,9	4,7	3,3	-0,5	16,0	-3,9
II	25,9	-0,9	-0,6	-	1,3	0,3	-2,0	26,8	2,9	8,5	6,9
III ⁶⁾	-42,0	-8,9	-4,9	-	-0,7	0,2	-3,5	-33,1	-5,1	-11,8	-3,2

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 IV	875,6	740,5	76,0	-	664,4	-	-	135,1	23,8	38,6	0,6
2011 I	882,9	746,3	78,0	-	668,3	-	-	136,6	22,6	41,7	0,5
II	886,8	752,0	79,4	-	672,6	-	-	134,8	22,1	42,8	0,5
III ⁶⁾	829,9	697,5	95,3	-	602,2	-	-	132,4	20,1	42,6	0,5
	Operaciones										
2011 I	8,4	6,1	2,1	-	4,1	-	-	2,3	-0,9	3,3	-0,1
II	12,3	10,8	1,2	-	9,6	-	-	1,5	0,3	1,3	0,0
III ⁶⁾	-16,8	-16,2	16,7	-	-32,9	-	-	-0,6	-0,5	-0,3	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.



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 III						
Cuenta de intercambios exteriores						
Exportaciones de bienes y servicios						584
<i>Balanza comercial</i> ¹⁾						-20
Cuenta de explotación						
Valor añadido bruto (precios básicos)						
Impuestos menos subvenciones sobre los productos						
Producto interior bruto (precios de mercado)						
Remuneración de los asalariados	1.108	115	701	56	235	
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción	27	6	14	4	4	
Consumo de capital fijo	362	97	206	11	49	
<i>Excedente neto de explotación y renta mixta</i> ¹⁾	600	284	279	37	-1	
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	667	39	249	308	71	104
Intereses	399	37	74	217	71	55
Otras rentas de la propiedad	268	2	175	91	0	49
<i>Renta nacional neta</i> ¹⁾	1.979	1.588	129	49	214	
Cuenta de distribución secundaria de la renta						
Renta nacional neta						
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	266	210	46	9	0	2
Cotizaciones sociales	428	428				1
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	457	1	17	33	405	1
Otras transferencias corrientes	184	68	23	45	49	10
Primas netas de seguros no vida	43	33	9	1	1	2
Indemnizaciones de seguros no vida	43			43		1
Otras	98	35	14	1	48	8
<i>Renta disponible neta</i> ¹⁾	1.954	1.421	72	56	404	
Cuenta de utilización de la renta						
Renta disponible neta						
Gasto en consumo final	1.850	1.365			484	
Gasto en consumo individual	1.665	1.365			300	
Gasto en consumo colectivo	184				184	
Ajuste por variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones	16	0	0	16	0	0
<i>Ahorro neto/cuenta de operaciones corrientes con el exterior</i> ¹⁾	104	71	72	41	-80	1
Cuenta de capital						
Ahorro neto / cuenta de operaciones corrientes con el exterior						
Formación bruta de capital	468	148	255	11	54	
Formación bruta de capital fijo	455	145	245	11	54	
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos	13	3	10	0	0	
Consumo de capital fijo						
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos	0	-1	0	0	0	0
Transferencias de capital	30	9	1	2	19	5
Impuestos sobre el capital	6	6	1	0		0
Otras transferencias de capital	24	3	0	2	19	5
<i>Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital)</i> ¹⁾	1	21	37	39	-97	-1
Discrepancia estadística	0	-15	15	0	0	0

Fuentes: BCE y Eurostat.

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

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

(mm de euros)

Recursos	Zona del euro	Hogares	Sociedades no financieras	Instituciones financieras	Administraciones Públicas	Resto del mundo
2011 III						
Cuenta de intercambios exteriores						
Importaciones de bienes y servicios						564
<i>Balanza comercial</i>						
Cuenta de explotación						
Valor añadido bruto (precios básicos)	2.097	502	1.200	108	287	
Impuestos menos subvenciones sobre los productos	240					
Producto interior bruto (precios de mercado) ²⁾	2.338					
Remuneración de los asalariados						
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción						
Consumo de capital fijo						
<i>Excedente neto de explotación y renta mixta</i>						
Cuenta de asignación de la renta primaria						
Excedente neto de explotación y renta mixta	600	284	279	37	-1	
Remuneración de los asalariados	1.109	1.109				4
Impuestos menos subvenciones sobre la producción	267				267	1
Rentas de la propiedad	671	233	99	319	19	100
Intereses	391	62	49	269	10	63
Otras rentas de la propiedad	280	172	49	50	9	37
<i>Renta nacional neta</i>						
Cuenta de distribución secundaria de la renta						
Renta nacional neta	1.979	1.588	129	49	214	
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	267				267	1
Cotizaciones sociales	428	1	17	50	360	1
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	455	455				3
Otras transferencias corrientes	160	85	12	45	18	35
Primas netas de seguros no vida	43			43		2
Indemnizaciones de seguros no vida	43	35	7	1	0	2
Otras	74	50	5	0	18	32
<i>Renta disponible neta</i>						
Cuenta de utilización de la renta						
Renta disponible neta	1.954	1.421	72	56	404	
Gasto en consumo final						
Gasto en consumo individual						
Gasto en consumo colectivo						
Ajuste por variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones	16	16				0
<i>Ahorro neto/cuenta de operaciones corrientes con el exterior</i>						
Cuenta de capital						
Ahorro neto/cuenta de operaciones corrientes con el exterior	104	71	72	41	-80	1
Formación bruta de capital						
Formación bruta de capital fijo						
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos						
Consumo de capital fijo	362	97	206	11	49	
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos						
Transferencias de capital	32	9	16	1	7	3
Impuestos sobre el capital	6				6	0
Otras transferencias de capital	26	9	16	1	1	3
<i>Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital)</i>						
Díscrpencia estadística						

Fuentes: BCE y Eurostat.

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

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

(mm de euros)

Activos	Zona del euro	Hogares	Sociedades no financieras	IFM	Otros intermediarios financieros	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Administraciones Públicas	Resto del mundo	2011 III
Balance al principio del período, activos financieros									
Total activos financieros		18.903	16.948	32.249	15.364	6.834	3.874	16.763	
Oro monetario y derechos especiales de giro (DEG)				412					
Efectivo y depósitos		6.708	1.901	9.114	2.364	805	787	3.572	
Valores distintos de acciones a corto plazo		57	76	464	317	47	32	714	
Valores distintos de acciones a largo plazo		1.371	244	5.973	2.436	2.659	442	3.824	
Préstamos		80	3.132	13.430	3.588	472	545	1.900	
<i>de los cuales: a largo plazo</i>		59	1.796	10.308	2.560	352	463	.	
Acciones y otras participaciones		4.397	7.901	1.912	6.383	2.469	1.363	6.033	
Acciones cotizadas		829	1.413	370	2.154	572	262	.	
Acciones no cotizadas y otras participaciones		2.204	6.078	1.242	3.233	297	933	.	
Participaciones en fondos de inversión		1.364	410	300	996	1.600	168	.	
Reservas técnicas de seguro		5.815	178	3	0	230	4	241	
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		476	3.516	941	276	152	701	479	
<i>Patrimonio financiero neto</i>									
Cuenta financiera, activos financieros									
Total de operaciones de activos financieros		28	195	1.340	50	54	-27	118	
Oro monetario y DEG				0				0	
Efectivo y depósitos		12	19	1.140	92	26	-86	31	
Valores distintos de acciones a corto plazo		-3	4	47	-3	7	0	-18	
Valores distintos de acciones a largo plazo		-10	7	-15	-62	-15	-5	19	
Préstamos		0	93	53	55	-3	-15	38	
<i>de los cuales: a largo plazo</i>		0	27	-140	30	0	-2	.	
Acciones y otras participaciones		-17	69	0	-32	43	13	8	
Acciones cotizadas		6	40	1	-69	3	3	.	
Acciones no cotizadas y otras participaciones		8	34	10	56	3	14	.	
Participaciones en fondos de inversión por operaciones		-30	-5	-11	-19	37	-4	.	
Reservas técnicas de seguro		24	0	0	0	-1	0	-3	
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		22	4	114	0	-3	66	43	
<i>Variaciones del patrimonio financiero neto derivadas de operaciones</i>									
Cuenta de otras variaciones de activos financieros									
Total de otras variaciones de activos financieros		-466	-840	61	-340	-113	-46	8	
Oro monetario y DEG				57					
Efectivo y depósitos		9	5	94	0	2	0	73	
Valores distintos de acciones a corto plazo		-2	3	-1	4	0	-1	21	
Valores distintos de acciones a largo plazo		-43	-16	43	11	21	2	172	
Préstamos		-1	11	41	21	-1	0	24	
<i>de los cuales: a largo plazo</i>		-1	2	19	13	0	0	.	
Acciones y otras participaciones		-406	-823	-155	-383	-137	-58	-283	
Acciones cotizadas		-182	-231	-71	-302	-52	-45	.	
Acciones no cotizadas y otras participaciones		-145	-561	-79	-34	-7	-3	.	
Participaciones en fondos de inversión		-79	-31	-5	-46	-78	-9	.	
Reservas técnicas de seguro		-13	0	0	0	2	0	2	
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		-10	-20	-18	6	0	11	-1	
<i>Otras variaciones del patrimonio financiero neto</i>									
Balance al final del período, activos financieros									
Total activos financieros		18.466	16.303	33.651	15.074	6.776	3.800	16.889	
Oro monetario y DEG				469					
Efectivo y depósitos		6.728	1.925	10.348	2.456	833	700	3.676	
Valores distintos de acciones a corto plazo		52	83	510	318	54	31	717	
Valores distintos de acciones a largo plazo		1.318	235	6.001	2.385	2.666	439	4.015	
Préstamos		79	3.237	13.524	3.664	468	530	1.961	
<i>de los cuales: a largo plazo</i>		58	1.825	10.187	2.603	352	461	.	
Acciones y otras participaciones		3.974	7.146	1.758	5.968	2.375	1.318	5.758	
Acciones cotizadas		652	1.222	301	1.782	523	220	.	
Acciones no cotizadas y otras participaciones		2.066	5.551	1.173	3.254	293	943	.	
Participaciones en fondos de inversión		1.255	374	284	932	1.559	155	.	
Reservas técnicas de seguro		5.827	177	3	0	231	4	240	
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		488	3.499	1.037	282	149	777	521	
<i>Patrimonio financiero neto</i>									

Fuente: BCE.

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

(mm de euros)

Pasivos	Zona del euro	Hogares	Sociedades no financieras	IFM	Otros intermediarios financieros	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Administraciones Públicas	Resto del mundo
Balance al principio del período, pasivos								
Pasivos totales		6.670	26.813	31.393	14.736	6.891	9.218	14.801
Oro monetario y derechos especiales de giro (DEG)								
Efectivo y depósitos			30	22.301	21	0	259	2.640
Valores distintos de acciones a corto plazo			82	623	78	1	687	235
Valores distintos de acciones a largo plazo			799	4.540	2.738	33	6.002	2.838
Préstamos		6.152	8.564		3.376	270	1.706	3.079
<i>de los cuales: a largo plazo</i>		5.784	6.077		1.855	121	1.401	.
Acciones y otras participaciones		7	13.364	2.691	8.389	423	6	5.577
Acciones cotizadas			3.914	489	250	122	0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		7	9.451	1.155	2.552	300	6	.
Participaciones en fondos de inversión				1.048	5.587			.
Reservas técnicas de seguro		35	335	70	1	6.029	1	.
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		476	3.638	1.168	133	135	558	431
<i>Patrimonio financiero neto ¹⁾</i>	-1.550	12.233	-9.865	856	628	-57	-5.345	
Cuenta financiera, pasivos								
Total de operaciones de pasivos		22	143	1.288	100	18	69	118
Oro monetario y DEG								
Efectivo y depósitos			-1	1.148	12	0	3	72
Valores distintos de acciones a corto plazo			11	6	-10	0	15	11
Valores distintos de acciones a largo plazo			3	-17	-7	0	-35	-24
Préstamos		16	40		96	6	28	35
<i>de los cuales: a largo plazo</i>		24	25		43	-2	27	.
Acciones y otras participaciones		0	54	27	23	1	0	-20
Acciones cotizadas			4	17	3	1	0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		0	50	9	75	0	0	.
Participaciones en fondos de inversión				0	-55			.
Reservas técnicas de seguro		0	0	2	0	17	0	.
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		6	34	122	-13	-6	58	44
<i>Variaciones del patrimonio financiero neto ¹⁾</i>	1	6	53	52	-50	36	-97	-1
Cuenta de otras variaciones de pasivos								
Total de otras variaciones de pasivos		6	-1.435	-2	-367	-83	90	-2
Oro monetario y DEG								
Efectivo y depósitos			0	117	0	0	0	66
Valores distintos de acciones a corto plazo			0	10	0	0	0	15
Valores distintos de acciones a largo plazo			27	64	-32	-1	97	36
Préstamos		1	13		42	-1	1	38
<i>de los cuales: a largo plazo</i>		2	1		14	-1	1	.
Acciones y otras participaciones		0	-1.461	-200	-379	-45	0	-159
Acciones cotizadas			-776	-158	-68	-25	0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		0	-685	-61	0	-20	0	.
Participaciones en fondos de inversión				19	-311			.
Reservas técnicas de seguro		0	0	0	0	-9	0	.
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		4	-14	8	3	-28	-7	3
<i>Otras variaciones del patrimonio financiero neto ¹⁾</i>	47	-472	595	64	26	-29	-137	10
Balance al final del período, pasivos								
Total activos financieros		6.698	25.520	32.680	14.470	6.825	9.378	14.917
Oro monetario y DEG								
Efectivo y depósitos			30	23.566	32	0	262	2.778
Valores distintos de acciones a corto plazo			94	639	68	1	702	261
Valores distintos de acciones a largo plazo			828	4.587	2.699	32	6.064	2.850
Préstamos		6.169	8.617		3.514	275	1.735	3.151
<i>de los cuales: a largo plazo</i>		5.811	6.104		1.912	118	1.429	.
Acciones y otras participaciones		7	11.958	2.518	8.033	378	6	5.398
Acciones cotizadas			3.142	348	185	97	0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		7	8.816	1.103	2.627	279	6	.
Participaciones en fondos de inversión				1.067	5.221			.
Reservas técnicas de seguro		35	335	72	1	6.038	1	.
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		487	3.658	1.298	123	101	609	479
<i>Patrimonio financiero neto ¹⁾</i>	-1.502	11.767	-9.217	971	604	-50	-5.578	

Fuente: BCE.

3.2 Cuentas no financieras de la zona del euro

(mm de euros; flujos acumulados de cuatro trimestres)

Empleos	2007	2008	2009	2009 IV- 2010 III	2010 I- 2010 IV	2010 II- 2011 I	2010 III- 2011 II	2010 IV- 2011 III
Cuenta de explotación								
Valor añadido bruto (precios básicos)								
Impuestos menos subvenciones sobre los productos								
Producto interior bruto (precios de mercado)								
Remuneración de los asalariados	4.278	4.460	4.442	4.472	4.490	4.517	4.548	4.575
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción	99	94	85	87	82	84	88	94
Consumo de capital fijo	1.294	1.361	1.384	1.405	1.415	1.425	1.435	1.442
<i>Excedente neto de explotación y renta mixta</i> ¹⁾	2.398	2.360	2.117	2.187	2.213	2.240	2.259	2.271
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	3.689	3.936	2.959	2.759	2.803	2.848	2.922	2.976
Intereses	2.129	2.383	1.606	1.401	1.410	1.441	1.484	1.532
Otras rentas de la propiedad	1.560	1.553	1.353	1.358	1.393	1.407	1.438	1.445
<i>Renta nacional neta</i> ¹⁾	7.773	7.807	7.538	7.680	7.733	7.797	7.862	7.920
Cuenta de distribución secundaria de la renta								
Renta nacional neta								
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	1.136	1.145	1.028	1.043	1.054	1.071	1.081	1.096
Cotizaciones sociales	1.596	1.671	1.676	1.689	1.699	1.708	1.717	1.733
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	1.586	1.657	1.774	1.813	1.821	1.826	1.831	1.837
Otras transferencias corrientes	738	771	775	779	771	771	773	772
Primas netas de seguros no vida	183	187	181	180	180	178	178	179
Derechos de seguros no vida	184	188	182	180	180	179	178	179
Otras	370	395	412	419	412	414	416	415
<i>Renta disponible neta</i> ¹⁾	7.679	7.705	7.430	7.565	7.621	7.684	7.750	7.810
Cuenta de utilización de la renta								
Renta disponible neta								
Gasto en consumo final	6.884	7.135	7.140	7.259	7.301	7.350	7.399	7.438
Gasto en consumo individual	6.185	6.399	6.369	6.486	6.529	6.576	6.623	6.660
Gasto en consumo colectivo	699	737	771	773	772	774	776	778
Ajuste por variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones	61	70	62	56	55	54	55	58
<i>Ahorro neto</i> ¹⁾	796	570	290	306	320	334	351	373
Cuenta de capital								
Ahorro neto								
Formación bruta de capital	2.065	2.074	1.719	1.768	1.793	1.838	1.855	1.871
Formación bruta de capital fijo	1.990	2.011	1.763	1.761	1.773	1.799	1.814	1.828
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos	75	63	-43	7	19	39	41	43
Consumo de capital fijo								
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos	-1	1	1	2	1	1	1	1
Transferencias de capital	153	152	185	221	226	214	206	164
Impuestos sobre el capital	24	24	34	30	25	26	25	25
Otras transferencias de capital	129	128	151	191	201	188	181	139
<i>Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital)</i> ¹⁾	40	-135	-37	-47	-49	-70	-61	-48

Fuentes: BCE y Eurostat.

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

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

(mm de euros; flujos acumulados de cuatro trimestres)

Recursos	2007	2008	2009	2009 IV- 2010 III	2010 I- 2010 IV	2010 II- 2011 I	2010 III- 2011 II	2010 IV- 2011 III
Cuenta de explotación								
Valor añadido bruto (precios básicos)	8.069	8.275	8.028	8.151	8.200	8.265	8.329	8.382
Impuestos menos subvenciones sobre los productos	960	946	894	931	940	956	958	966
Producto interior bruto (precios de mercado) ²⁾	9.029	9.221	8.922	9.082	9.139	9.221	9.288	9.347
Remuneración de los asalariados								
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción								
Consumo de capital fijo								
<i>Excedente neto de explotación y renta mixta</i>								
Cuenta de asignación de la renta primaria								
Excedente neto de explotación y renta mixta	2.398	2.360	2.117	2.187	2.213	2.240	2.259	2.271
Remuneración de los asalariados	4.286	4.468	4.450	4.481	4.500	4.527	4.558	4.585
Impuestos menos subvenciones sobre la producción	1.067	1.047	996	1.032	1.035	1.053	1.059	1.072
Rentas de la propiedad	3.711	3.867	2.933	2.740	2.788	2.825	2.908	2.968
Intereses	2.092	2.327	1.561	1.358	1.370	1.402	1.446	1.496
Otras rentas de la propiedad	1.619	1.540	1.372	1.382	1.418	1.423	1.462	1.473
<i>Renta nacional neta</i>								
Cuenta de distribución secundaria de la renta								
Renta nacional neta	7.773	7.807	7.538	7.680	7.733	7.797	7.862	7.920
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	1.144	1.153	1.034	1.047	1.059	1.076	1.087	1.103
Cotizaciones sociales	1.595	1.670	1.674	1.688	1.698	1.707	1.716	1.732
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	1.578	1.649	1.767	1.807	1.814	1.819	1.824	1.830
Otras transferencias corrientes	644	671	669	665	662	660	662	664
Primas netas de seguros no vida	184	188	182	180	180	179	178	179
Derechos de seguros no vida	180	184	178	177	176	175	175	175
Otras	280	298	309	308	306	306	309	310
<i>Renta disponible neta</i>								
Cuenta de utilización de la renta								
Renta disponible neta	7.679	7.705	7.430	7.565	7.621	7.684	7.750	7.810
Gasto en consumo final								
Gasto en consumo individual								
Gasto en consumo colectivo								
Ajuste por variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones	61	70	62	56	55	54	55	58
<i>Ahorro neto</i>								
Cuenta de capital								
Ahorro neto	796	570	290	306	320	334	351	373
Formación bruta de capital								
Formación bruta de capital fijo								
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos								
Consumo de capital fijo	1.294	1.361	1.384	1.405	1.415	1.425	1.435	1.442
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos								
Transferencias de capital	168	162	194	231	236	224	215	174
Impuestos sobre el capital	24	24	34	30	25	26	25	25
Otras transferencias de capital	144	138	160	202	211	198	190	149
<i>Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital)</i>								

Fuentes: BCE y Eurostat.

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

3.5 Empresas de seguros y fondos de pensiones

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

	2007	2008	2009	2009 IV- 2010 III	2010 I- 2010 IV	2010 II- 2011 I	2010 III- 2011 II	2010 IV- 2011 III
Cuenta financiera, operaciones financieras								
Inversión financiera: principales partidas (+)								
Activos a corto plazo	23	78	-49	-4	-10	-24	-37	3
Efectivo y depósitos	7	57	-33	6	-10	-9	-15	9
Participaciones en fondos del mercado monetario	5	18	-2	-4	-6	-23	-25	-15
Valores distintos de acciones ¹⁾	11	3	-14	-6	5	8	3	9
Activos a largo plazo	229	126	281	261	230	215	232	199
Depósitos	47	-9	21	-12	-8	8	10	16
Valores distintos de acciones	108	75	101	159	142	112	105	51
Préstamos	-15	26	6	12	28	22	25	17
Acciones cotizadas	20	-7	-60	14	14	17	15	10
Acciones no cotizadas y otras participaciones	7	18	-22	-18	-13	-8	-5	2
Participaciones en fondos de inversión	63	24	235	106	66	64	82	103
Otros activos netos (+)	9	20	38	38	21	0	-42	-35
Financiación: principales partidas (-)								
Valores distintos de acciones	3	4	5	2	0	0	2	3
Préstamos	-2	24	-18	5	3	10	6	0
Acciones y otras participaciones	2	8	1	4	4	4	0	1
Reservas técnicas de seguro	245	130	229	279	256	209	176	140
Particip. neta hogares en reservas seguros de vida y fondos de pensiones	211	126	225	269	244	200	176	144
Reservas para primas y para siniestros	34	4	4	10	12	9	0	-4
= Variaciones del patrimonio financiero neto derivadas de operaciones	13	58	53	6	-24	-32	-31	24
Cuenta de otras variaciones								
Otras variaciones de los activos financieros (+)								
Acciones y otras participaciones	34	-562	228	126	118	37	68	-119
Otros activos netos	-38	52	20	68	-10	-33	-12	-22
Otras variaciones de los pasivos (-)								
Acciones y otras participaciones	-21	-173	11	-19	-9	-9	12	-38
Reservas técnicas de seguro	30	-260	188	144	94	35	54	-18
Particip. neta hogares en reservas seguros de vida y fondos de pensiones	18	-248	185	146	97	38	58	-24
Reservas para primas y para siniestros	12	-12	4	-2	-3	-3	-5	6
= Otras variaciones del patrimonio financiero neto	-14	-77	49	69	23	-22	-11	-85
Balance financiero								
Activos financieros (+)								
Activos a corto plazo	321	401	346	369	341	328	329	365
Efectivo y depósitos	163	224	195	203	190	181	181	203
Participaciones en fondos del mercado monetario	94	110	99	106	94	85	86	93
Valores distintos de acciones ¹⁾	63	67	52	60	57	62	62	69
Activos a largo plazo	5.503	5.074	5.662	5.989	5.997	6.092	6.123	6.030
Depósitos	594	599	617	610	610	624	624	630
Valores distintos de acciones	2.203	2.269	2.446	2.637	2.575	2.628	2.643	2.650
Préstamos	411	434	439	453	467	468	472	468
Acciones cotizadas	750	492	524	542	563	578	572	523
Acciones no cotizadas y otras participaciones	381	313	305	297	307	301	297	293
Participaciones en fondos de inversión	1.164	965	1.331	1.449	1.474	1.494	1.515	1.466
Otros activos netos (+)	173	241	228	294	252	257	247	279
Pasivos (-)								
Valores distintos de acciones	20	23	31	31	33	31	33	33
Préstamos	245	273	255	279	262	267	270	275
Acciones y otras participaciones	578	413	425	415	420	438	423	378
Reservas técnicas de seguro	5.295	5.165	5.582	5.916	5.932	6.005	6.029	6.038
Particip. neta hogares en reservas seguros de vida y fondos de pensiones	4.472	4.350	4.760	5.081	5.101	5.161	5.195	5.201
Reservas para primas y para siniestros	822	815	822	835	831	844	835	837
= Riqueza financiera neta	-140	-159	-56	11	-57	-64	-57	-50

Fuente: BCE.

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

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

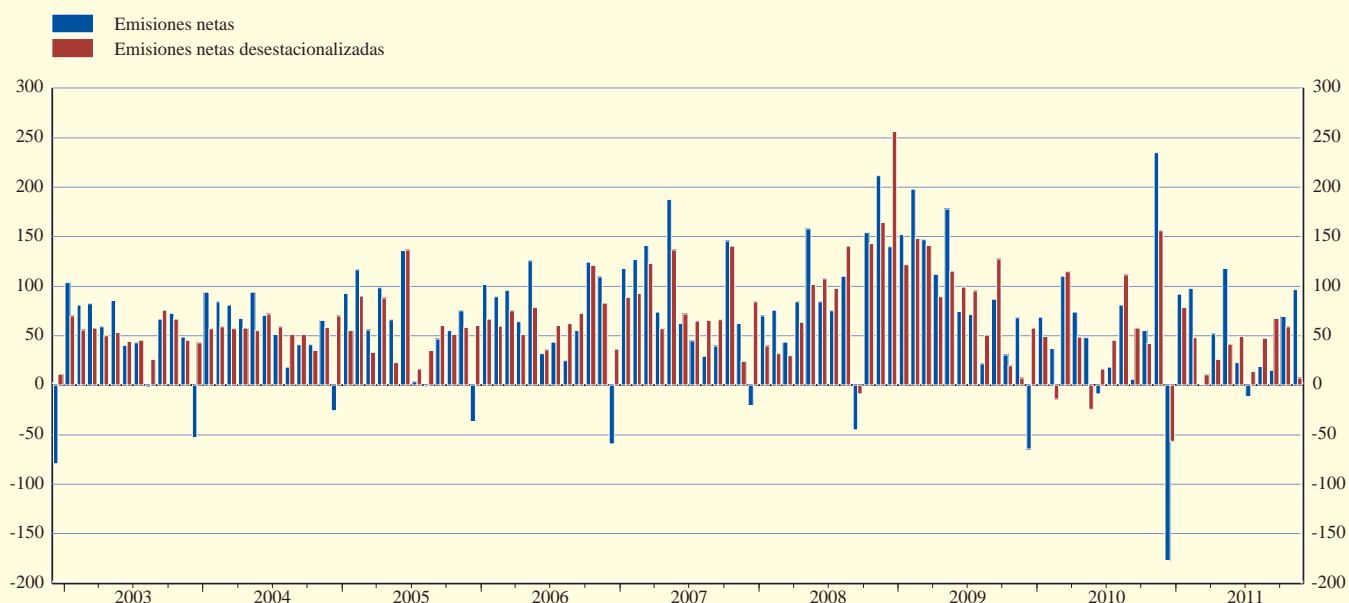
(mm de euros, salvo indicación en contrario; operaciones realizadas en el período; valores nominales)

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	89,6	10,2	21,7	8,6	44,9	4,2	89,4	10,1	21,6	8,3	45,2	4,2
2010	45,6	-1,2	4,8	5,0	31,6	5,3	45,4	-1,4	5,0	5,0	31,8	5,1
2010 IV	37,7	-19,9	25,5	1,5	22,9	7,7	47,0	-4,5	-1,4	4,3	44,0	4,6
2011 I	63,6	43,0	-20,4	4,2	32,5	4,3	45,5	24,0	-3,9	2,7	16,7	5,9
II	64,4	4,9	-1,9	2,8	47,5	11,0	39,0	0,5	-7,0	-0,2	34,2	11,5
III	7,4	12,6	-8,0	4,5	-3,8	2,0	42,9	20,1	7,3	6,3	5,6	3,7
2011 Ago	18,7	27,2	-24,3	1,3	4,8	9,6	47,4	33,3	-18,0	8,4	10,1	13,6
Sep	15,1	13,6	0,6	3,5	-8,9	6,3	67,6	31,9	42,5	4,8	-20,2	8,6
Oct	69,4	1,5	34,2	8,3	2,2	59,2	9,4	12,9	7,4	35,1	-5,7	
Nov	96,2	25,6	8,0	6,4	45,1	11,2	7,3	18,1	-35,2	5,6	8,1	10,7
A largo plazo												
2009	90,2	14,9	24,7	12,8	33,0	4,8	90,3	15,1	24,6	12,8	33,0	4,8
2010	54,1	1,8	2,1	5,4	41,3	3,5	54,5	1,9	2,3	5,4	41,4	3,5
2010 IV	70,4	-5,3	16,4	3,0	53,1	3,3	65,6	8,2	-8,7	4,4	58,8	2,9
2011 I	58,4	27,4	-16,6	2,3	40,5	4,9	53,7	17,1	-1,6	2,5	31,2	4,6
II	66,6	16,6	-5,6	2,4	46,7	6,5	35,1	5,5	-9,9	-0,6	35,1	5,0
III	-6,9	2,8	-4,3	0,9	-6,9	0,6	34,3	10,7	9,5	2,3	9,1	2,7
2011 Ago	-9,6	0,8	-21,9	-1,3	9,0	3,9	28,4	10,2	-13,0	4,6	20,9	5,7
Sep	2,3	6,9	5,2	2,6	-13,4	1,0	49,1	21,7	41,5	0,6	-16,9	2,2
Oct	70,2	-10,8	38,1	8,4	31,4	3,1	74,2	-3,9	21,2	9,4	45,2	2,3
Nov	88,5	1,4	8,6	6,7	63,4	8,4	5,6	5,7	-35,8	6,2	21,0	8,4

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

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



Fuente: BCE.

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

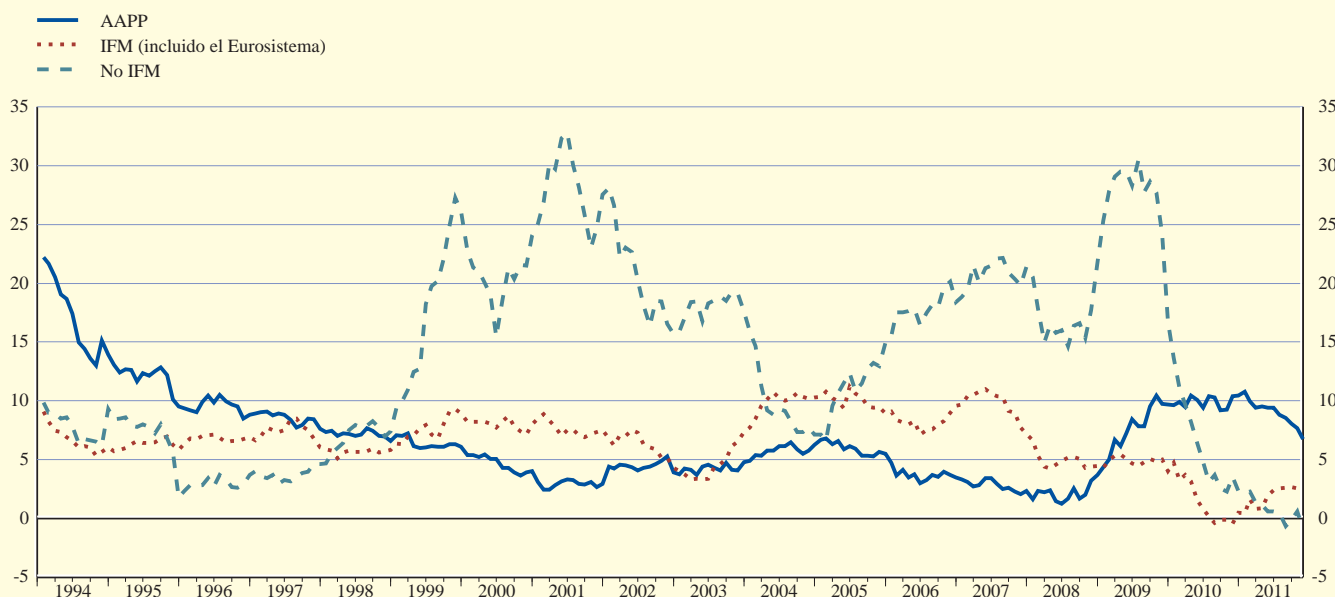
4.3 Tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro ¹⁾

(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 Nov	4,3	0,1	2,5	8,5	8,1	12,8	5,5	0,5	4,9	4,9	9,7	19,1
2010 Dic	3,6	-0,3	1,8	7,5	7,0	13,2	4,5	0,6	3,2	6,8	8,0	13,3
2011 Ene	3,7	0,0	1,8	7,1	7,1	13,4	5,0	2,3	3,8	6,8	7,3	10,9
2011 Feb	4,1	1,6	2,3	5,4	6,7	11,9	4,1	2,5	1,4	6,0	6,4	9,4
2011 Mar	3,4	0,8	1,3	4,7	5,9	14,5	3,5	2,2	-1,0	5,2	6,3	12,1
2011 Abr	3,2	0,4	1,2	3,4	6,0	14,6	3,3	-2,9	-0,7	2,5	5,3	12,3
2011 May	3,6	1,7	0,4	4,3	6,1	17,4	1,8	3,0	-4,0	3,7	2,7	15,8
2011 Jun	3,9	1,8	0,5	4,2	6,5	16,1	3,2	2,8	-2,0	1,8	5,2	20,1
2011 Jul	3,7	1,8	0,4	4,9	6,2	13,3	2,4	1,2	-2,8	2,9	5,1	15,9
2011 Ago	3,2	1,9	-1,2	5,2	5,6	15,3	2,4	1,2	-3,8	4,4	4,9	22,0
2011 Sep	3,3	2,3	-0,4	4,8	5,1	14,2	3,1	2,3	0,1	4,4	4,0	16,8
2011 Oct	3,4	2,9	0,0	4,7	4,7	12,9	3,5	2,9	0,8	6,9	4,2	12,9
2011 Nov	2,5	3,1	-1,9	5,0	3,0	13,6	3,1	3,2	0,0	6,3	3,4	11,1
	A largo plazo											
2010 Nov	4,8	-0,5	2,1	9,6	10,4	10,9	5,5	0,4	4,1	7,3	10,4	13,0
2010 Dic	4,8	0,5	0,8	8,8	10,5	9,2	5,6	1,9	1,8	7,4	11,2	6,8
2011 Ene	4,8	0,4	0,8	8,0	11,0	8,3	6,2	3,7	2,0	7,4	10,9	7,5
2011 Feb	5,0	1,7	1,3	6,4	10,1	8,6	5,6	4,1	0,2	6,0	10,0	8,5
2011 Mar	4,3	0,8	0,3	5,7	9,4	9,0	5,1	3,3	-1,9	5,6	11,0	9,4
2011 Abr	4,3	0,9	0,2	5,0	9,5	9,5	4,8	3,4	-1,5	4,0	10,0	8,7
2011 May	4,5	2,0	-0,5	5,2	9,1	12,1	3,4	3,6	-4,8	3,1	7,9	11,0
2011 Jun	4,6	2,4	-0,3	4,4	9,4	9,4	3,7	2,9	-2,2	1,5	7,8	11,9
2011 Jul	4,4	2,5	-0,5	4,7	8,7	9,8	2,7	1,4	-2,9	2,1	6,6	12,2
2011 Ago	4,0	2,6	-1,8	4,4	8,4	10,2	2,5	1,1	-3,9	2,9	6,8	12,1
2011 Sep	4,0	2,7	-1,0	3,4	7,9	9,4	2,9	2,1	-0,1	1,3	5,0	9,3
2011 Oct	4,0	2,5	-0,1	3,5	7,6	8,7	3,2	1,7	1,4	3,1	5,3	8,5
2011 Nov	3,3	2,7	-2,0	4,0	6,4	10,0	3,1	1,8	0,6	4,9	4,9	9,1

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

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

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

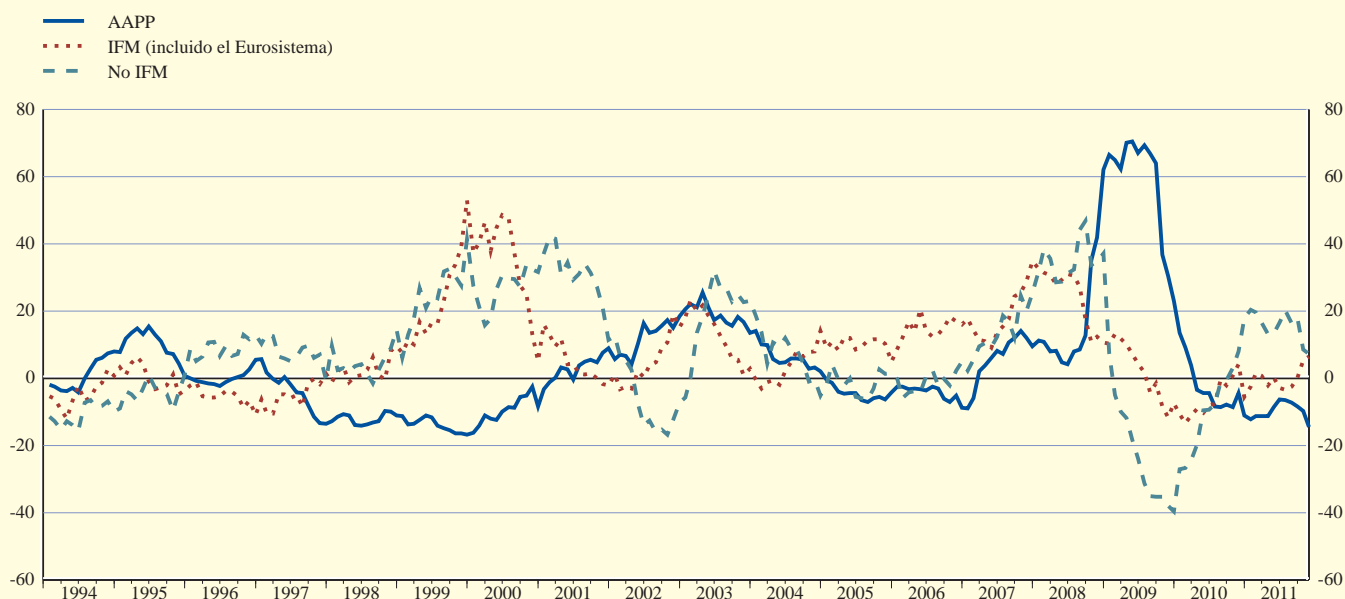
4.3 Tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro ¹⁾ (cont.)

(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	7,1	17,3	25,3	8,0	5,4	12,2	1,7	36,9	-1,8	-0,3	22,2
2010	8,8	5,8	6,4	19,7	9,9	8,8	-0,6	-3,9	0,7	-1,5	6,4	27,5
2010 IV	7,0	2,8	3,2	12,4	9,8	7,2	-0,2	-3,3	-0,9	-1,0	12,1	25,7
2011 I	6,9	3,4	3,2	9,2	9,7	5,6	0,5	-1,8	-1,9	-1,2	19,0	20,0
II	6,5	4,6	3,7	6,4	8,2	7,9	-0,4	-2,1	-4,5	-1,5	23,5	18,4
III	6,6	6,2	4,3	5,2	7,4	8,9	-1,4	-1,4	-7,6	-2,3	25,7	13,0
2011 Jun	7,0	5,9	4,4	5,3	8,3	8,6	-0,7	-1,2	-6,2	-1,9	25,7	12,3
Jul	6,8	6,1	4,4	5,5	7,7	9,0	-1,3	-1,3	-7,2	-1,8	24,4	12,7
Ago	6,5	6,3	3,9	5,2	7,2	9,4	-1,9	-1,5	-8,5	-2,2	25,6	13,4
Sep	6,1	6,3	4,6	4,3	6,4	8,3	-1,4	-1,2	-8,1	-3,7	28,3	13,4
Oct	5,7	5,7	3,5	4,2	6,2	7,5	-0,5	-1,0	-5,9	-2,9	25,8	12,7
Nov	5,2	5,1	1,6	4,6	5,8	8,5	-1,6	0,0	-7,4	-2,3	14,6	15,1
En euros												
2009	10,0	9,0	20,4	23,6	8,3	4,4	14,7	3,9	39,3	-2,3	-0,4	21,4
2010	9,1	5,6	7,4	20,1	10,0	8,3	-0,3	-3,3	0,5	-1,9	5,9	26,2
2010 IV	7,2	1,6	4,2	12,8	10,0	6,6	0,1	-2,4	-1,3	-1,5	12,3	26,5
2011 I	7,0	2,2	3,4	9,5	9,9	4,5	1,0	-0,1	-2,7	-1,7	19,1	21,0
II	6,6	3,8	4,1	6,5	8,5	7,3	0,3	-0,6	-4,6	-2,6	23,5	18,1
III	6,7	5,4	4,5	5,9	7,6	8,6	-1,1	-0,2	-8,3	-3,4	25,6	11,1
2011 Jun	7,1	5,0	4,8	6,0	8,5	8,1	0,0	0,1	-6,0	-2,4	25,5	10,6
Jul	6,9	5,3	4,7	6,3	7,9	8,4	-1,2	-0,2	-8,2	-3,2	24,3	10,7
Ago	6,6	5,6	4,0	6,0	7,4	9,0	-1,6	-0,5	-9,1	-3,6	25,6	11,5
Sep	6,1	5,7	4,5	4,8	6,6	8,4	-1,4	0,0	-9,4	-4,5	28,3	11,4
Oct	5,8	5,4	3,4	4,5	6,4	8,2	0,0	0,5	-6,5	-3,9	25,6	11,0
Nov	5,4	5,1	1,8	4,7	6,1	9,0	-1,1	1,5	-7,9	-3,3	14,3	13,7

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)

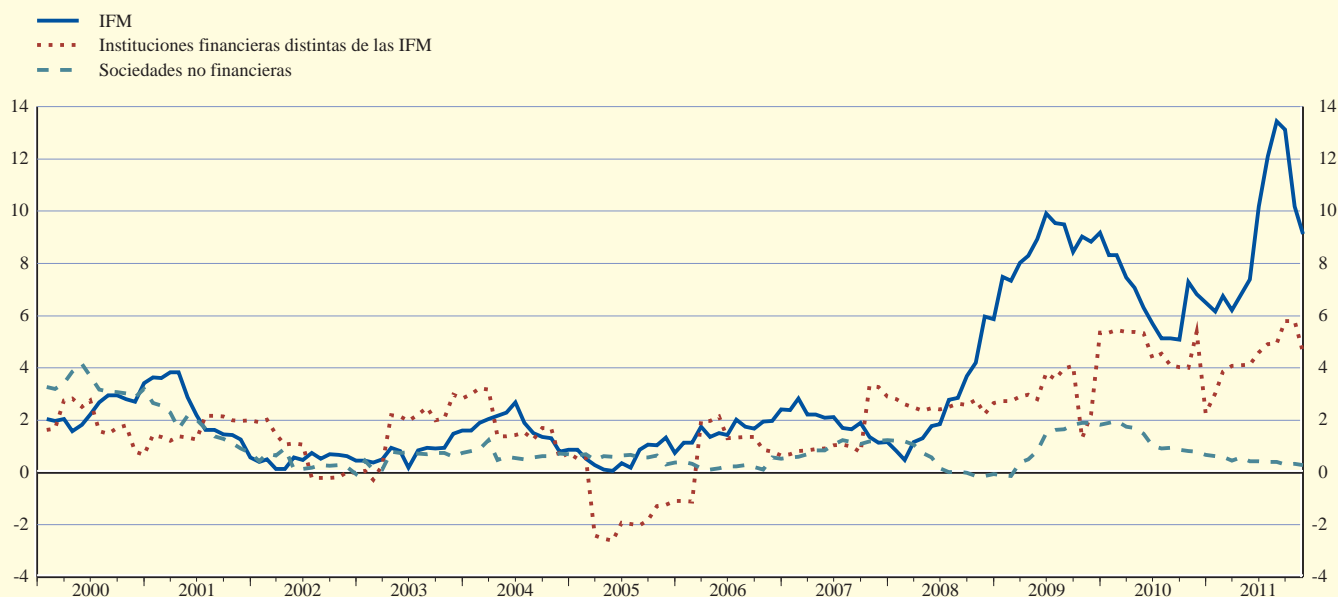
1. Saldos vivos y tasas de crecimiento interanual

(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 Nov	4.079,4	102,6	2,7	563,8	8,8	319,9	2,2	3.195,7	1,9
Dic	4.410,6	103,0	3,0	566,0	9,2	350,9	5,4	3.493,7	1,8
2010 Ene	4.242,8	103,1	2,9	516,7	8,3	340,7	5,4	3.385,4	1,9
Feb	4.161,5	103,2	3,0	499,3	8,3	339,2	5,4	3.323,0	2,0
Mar	4.474,4	103,4	2,8	543,6	7,5	365,2	5,4	3.565,5	1,8
Abr	4.409,1	103,4	2,7	508,4	7,1	345,7	5,4	3.555,0	1,7
May	4.093,4	103,5	2,4	445,9	6,3	322,7	5,3	3.324,9	1,5
Jun	4.054,6	103,7	1,9	446,4	5,7	315,5	4,4	3.292,7	1,0
Jul	4.256,1	103,7	1,7	519,8	5,1	338,0	4,5	3.398,3	0,9
Ago	4.121,2	103,7	1,7	479,3	5,1	314,4	4,1	3.327,5	0,9
Sep	4.345,2	103,8	1,6	487,0	5,1	326,6	4,0	3.531,6	0,9
Oct	4.531,0	104,2	1,8	514,4	7,3	333,5	4,0	3.683,1	0,8
Nov	4.413,3	104,4	1,8	437,8	6,8	316,6	5,4	3.658,9	0,8
Dic	4.596,2	104,4	1,4	458,4	6,5	334,0	2,3	3.803,8	0,7
2011 Ene	4.759,8	104,6	1,4	514,3	6,2	365,8	3,0	3.879,7	0,6
Feb	4.845,8	104,7	1,5	535,0	6,8	378,9	3,9	3.931,9	0,6
Mar	4.767,3	104,8	1,4	491,7	6,2	363,2	4,1	3.912,5	0,5
Abr	4.891,8	105,0	1,5	497,5	6,8	371,5	4,1	4.022,8	0,6
May	4.777,5	105,0	1,5	475,9	7,4	356,2	4,1	3.945,4	0,4
Jun	4.722,7	105,5	1,7	491,6	10,2	350,5	4,6	3.880,6	0,4
Jul	4.504,3	105,7	1,9	458,8	12,1	325,5	4,9	3.720,0	0,4
Ago	3.975,4	105,9	2,0	383,0	13,4	281,6	4,9	3.310,7	0,4
Sep	3.749,2	105,9	2,0	350,7	13,1	264,3	5,8	3.134,2	0,3
Oct	4.044,0	105,9	1,7	361,3	10,2	288,0	5,8	3.394,8	0,3
Nov	3.893,4	106,0	1,5	330,6	9,1	271,5	4,6	3.291,3	0,3

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

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

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

4.4 Acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro

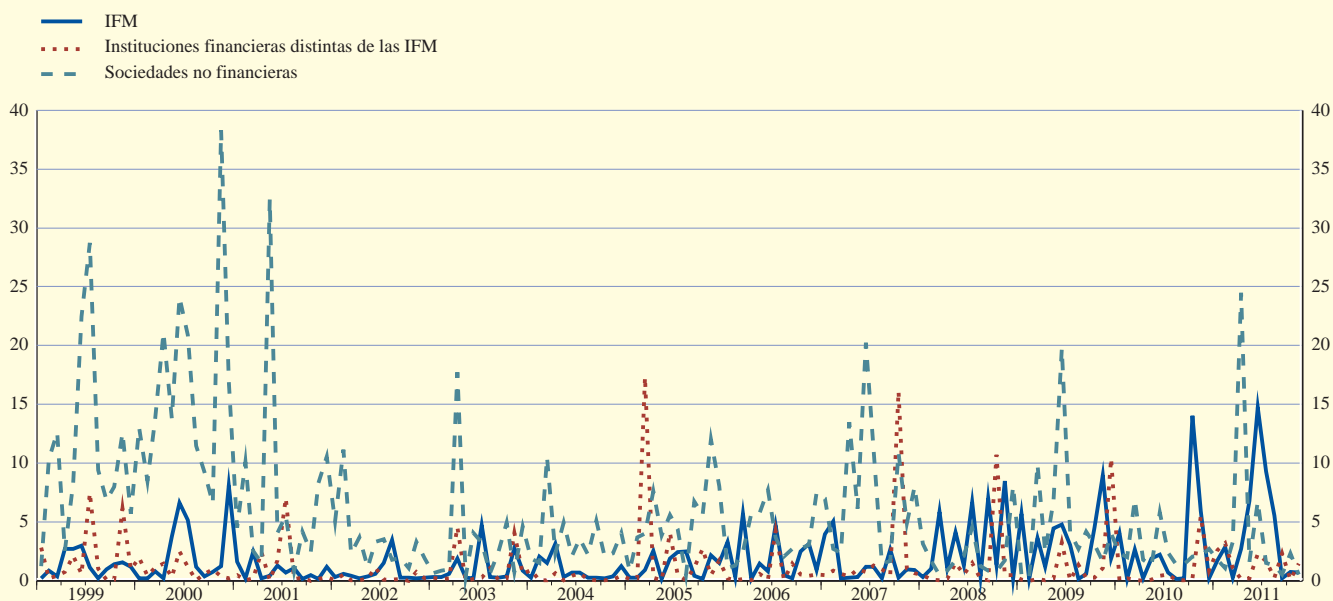
(mm de euros; valores de mercado)

2. Operaciones realizadas en el mes

	Total			IFM			Inst. financieras distintas de las IFM			Sociedades no financieras		
	Emisiones brutas 1	Amorti- zaciones 2	Emisiones netas 3	Emisiones brutas 4	Amorti- zaciones 5	Emisiones netas 6	Emisiones brutas 7	Amorti- zaciones 8	Emisiones netas 9	Emisiones brutas 10	Amorti- zaciones 11	Emisiones netas 12
2009 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	13,5	1,5	12,0	5,9	0,0	5,9	5,5	0,1	5,4	2,1	1,4	0,7
Dic	3,7	3,5	0,2	0,2	0,0	0,2	0,9	0,3	0,5	2,7	3,2	-0,5
2011 Ene	6,1	1,3	4,8	1,7	0,0	1,7	2,6	0,0	2,6	1,8	1,3	0,5
Feb	7,1	0,2	6,9	2,9	0,0	2,9	3,2	0,0	3,2	1,1	0,2	0,8
Mar	4,4	1,0	3,5	0,1	0,0	0,1	1,0	0,2	0,8	3,3	0,7	2,6
Abr	27,3	18,5	8,8	2,7	0,0	2,7	0,1	0,0	0,1	24,5	18,5	6,0
May	8,6	8,8	-0,2	6,8	2,1	4,6	0,2	0,0	0,2	1,6	6,6	-5,0
Jun	23,7	1,3	22,5	14,7	0,0	14,7	2,3	0,3	2,0	6,7	1,0	5,7
Jul	12,4	0,7	11,7	9,3	0,0	9,3	1,6	0,0	1,6	1,5	0,7	0,8
Ago	7,1	1,1	6,0	5,5	0,0	5,5	0,3	0,2	0,1	1,3	0,9	0,4
Sep	2,9	2,9	0,0	0,0	0,9	-0,9	2,3	0,0	2,3	0,5	2,0	-1,4
Oct	3,1	0,4	2,7	0,7	0,0	0,7	0,1	0,0	0,1	2,3	0,4	1,9
Nov	2,6	1,5	1,1	0,7	0,0	0,7	1,4	0,0	1,4	0,5	1,5	-1,0

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
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	2,69	2,99	1,42
Sep	0,55	2,73	3,15	2,92	1,79	1,94	0,69	1,71	2,72	2,79	1,47
Oct	0,55	2,88	3,17	3,14	1,80	1,96	0,69	1,67	2,74	3,23	1,65
Nov	0,55	2,78	3,08	3,03	1,80	1,96	0,67	1,46	2,60	2,84	1,62
Dic	0,54	2,78	3,20	3,05	1,81	1,97	0,65	1,50	2,80	2,90	1,39

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					Préstamos para adquisición de vivienda					Crédito a empresarios individuales y sociedades sin personalidad jurídica		
			Por fijación inicial del tipo			TAE ⁴⁾	Por fijación inicial del tipo				TAE ⁴⁾	Por fijación del tipo inicial			
			Sin fijación del tipo y hasta 1 año	A más de 1 y hasta 5 años	A más de 5 años		Sin fijación del tipo y hasta 1 año	A más de 1 y hasta 5 años	A más de 5 y hasta 10 años	A más de 10 años		Sin fijación del tipo y hasta 1 año	A más de 1 y hasta 5 años	A más de 5 años	
						1					2				3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
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	8,41	17,18	5,77	6,57	7,94	7,64	3,41	3,86	4,02	4,02	4,02	3,97	4,86	4,20	
Oct	8,43	17,18	5,60	6,53	7,94	7,54	3,44	3,79	3,86	3,94	3,95	3,98	4,76	4,16	
Nov	8,40	17,12	5,56	6,47	7,78	7,39	3,43	3,74	3,84	3,93	3,96	4,22	4,93	4,02	
Dic	8,38	17,08	5,27	6,44	7,64	7,16	3,48	3,74	3,81	3,95	4,02	4,13	4,84	3,92	

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

	Préstamos renovables y descubiertos	Otros préstamos y créditos hasta 250.000 euros por fijación del tipo inicial						Otros préstamos y créditos de más de un millón de euros por fijación del tipo inicial					
		Tipo flexible y hasta 3 meses	Más de 3 meses y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 3 años	Más de 3 y hasta 5 años	Más de 5 y hasta 10 años	Más de 10 años	Tipo flexible y hasta 3 meses	Más de 3 meses y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 3 años	Más de 3 y hasta 5 años	Más de 5 y hasta 10 años	Más de 10 años
2011 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	4,55	4,59	4,94	4,79	4,94	4,46	4,31	2,84	3,44	3,74	3,63	3,64	3,74
Oct	4,60	4,70	5,10	4,86	4,99	4,56	4,27	2,98	3,55	3,85	3,89	3,60	3,71
Nov	4,61	4,77	5,26	4,98	5,10	4,66	4,26	2,81	3,69	3,51	3,92	3,60	3,71
Dic	4,66	4,89	5,17	4,91	5,04	4,58	4,27	3,01	3,76	3,11	3,95	3,75	3,75

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
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	1,80	3,09	1,59
Mar	0,45	2,38	2,71	1,61	1,88	0,54	1,85	3,13	1,65
Abr	0,46	2,40	2,73	1,65	1,90	0,61	1,94	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	2,49	2,75	1,70	1,92	0,67	2,07	3,11	1,93
Jul	0,52	2,54	2,77	1,70	1,93	0,66	2,13	3,13	1,94
Ago	0,54	2,58	2,77	1,77	1,93	0,68	2,12	3,14	1,97
Sep	0,55	2,62	2,79	1,79	1,94	0,69	2,14	3,15	2,07
Oct	0,55	2,65	2,78	1,80	1,96	0,69	2,16	3,14	2,15
Nov	0,55	2,69	2,80	1,80	1,96	0,67	2,17	3,16	2,24
Dic	0,54	2,72	2,78	1,81	1,97	0,65	2,14	3,13	2,37

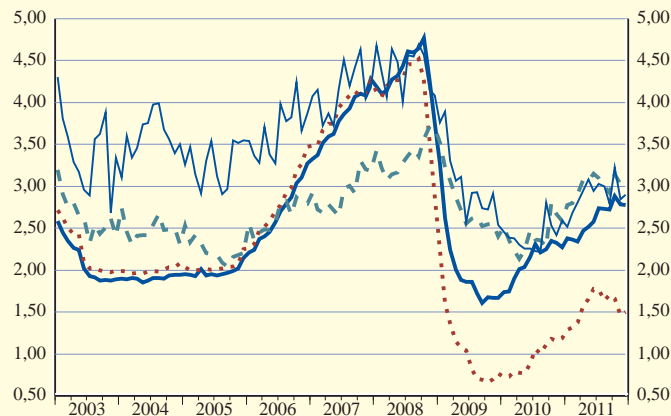
5. Tipos de interés aplicados a los préstamos (saldos vivos)

	Préstamos a hogares					Préstamos a sociedades no financieras			
	Préstamos para adquisición de vivienda, detalle por plazo			Crédito al consumo y otros fines, detalle por plazo		Detalle por plazo			
	Hasta 1 año	A más de 1 y hasta 5 años	A más de 5 años	Hasta 1 año	A más de 1 y hasta 5 años	A más de 5 años	Hasta 1 año	A más de 1 y hasta 5 años	A más de 5 años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2011 Ene	3,70	3,80	3,80	7,85	6,40	5,18	3,59	3,44	3,42
Feb	3,68	3,81	3,82	7,88	6,43	5,20	3,64	3,47	3,46
Mar	3,72	3,80	3,84	7,92	6,40	5,20	3,68	3,49	3,48
Abr	3,82	3,78	3,84	7,94	6,43	5,23	3,78	3,60	3,53
May	3,81	3,78	3,85	7,96	6,38	5,24	3,84	3,65	3,56
Jun	3,87	3,78	3,86	7,95	6,45	5,28	3,93	3,73	3,63
Jul	4,03	3,79	3,90	8,03	6,42	5,30	4,00	3,80	3,69
Ago	4,06	3,78	3,89	8,07	6,42	5,31	4,06	3,84	3,72
Sep	4,13	3,80	3,92	8,14	6,48	5,32	4,11	3,85	3,74
Oct	4,12	3,78	3,91	8,17	6,44	5,33	4,18	3,87	3,74
Nov	4,12	3,77	3,91	8,09	6,45	5,34	4,20	3,90	3,76
Dic	4,12	3,75	3,89	8,11	6,42	5,31	4,26	3,87	3,72

G21 Nuevos depósitos a plazo

(porcentaje, excluidas comisiones; medias del período)

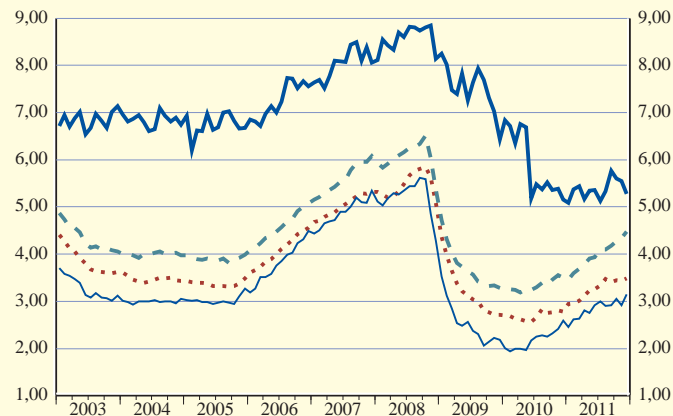
- De los hogares, hasta 1 año
- De las sociedades no financieras, hasta 1 año
- - - De los hogares, a más de 2 años
- De las sociedades no financieras, más de 2 años



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.

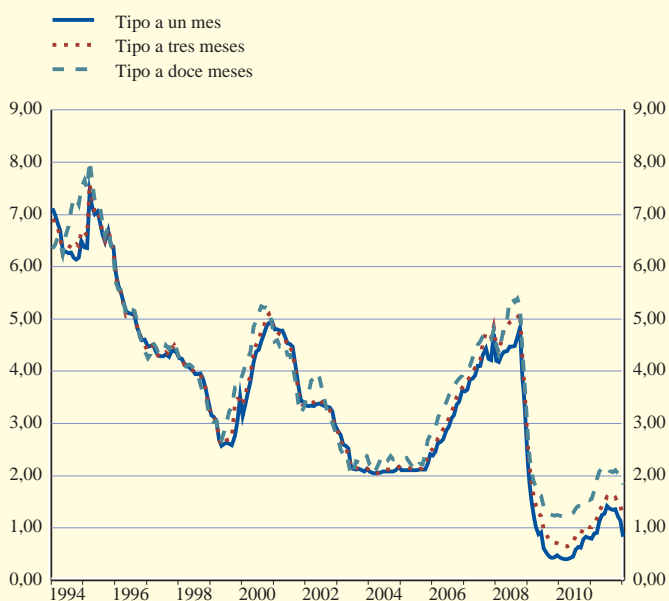
4.6 Tipos de interés del mercado monetario

(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
2009	0,71	0,89	1,22	1,43	1,61	0,69	0,47
2010	0,44	0,57	0,81	1,08	1,35	0,34	0,23
2011	0,87	1,18	1,39	1,64	2,01	0,34	0,19
2010 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
IV	0,79	1,24	1,50	1,72	2,05	0,48	0,20
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
Nov	0,79	1,23	1,48	1,71	2,04	0,48	0,20
Dic	0,63	1,14	1,43	1,67	2,00	0,56	0,20
2012 Ene	0,38	0,84	1,22	1,50	1,84	0,57	0,20

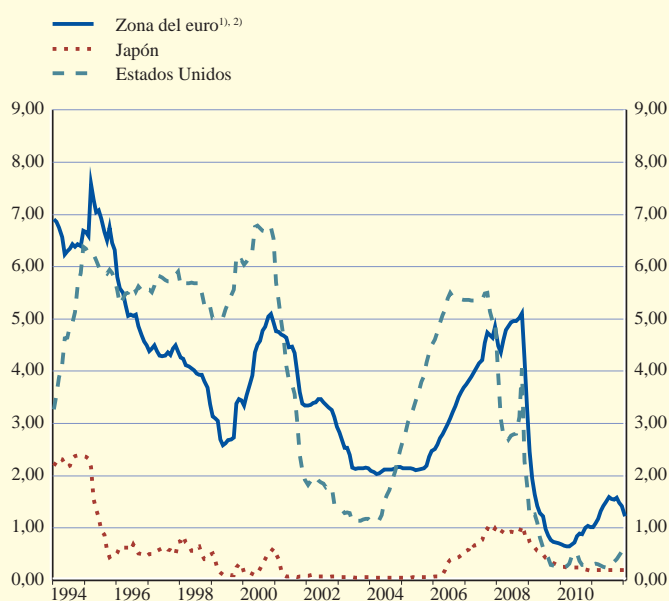
G23 Tipos de interés del mercado monetario de la zona del euro^{1),2)}

(medias mensuales; porcentaje)



G24 Tipos a tres meses del mercado monetario

(medias mensuales; porcentaje)



Fuente: BCE.

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

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

4.7 Curvas de rendimientos de la zona del euro ¹⁾

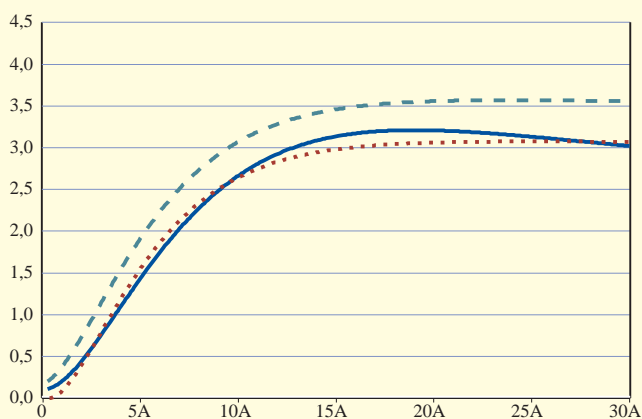
(deuda de las Administraciones centrales con calificación AAA de la zona del euro; fin de período; tipos de interés en porcentaje; diferenciales en puntos porcentuales)

	Tipos al contado								Tipos forward instantáneos			
	Tres meses	Un año	Dos años	Cinco años	Siete años	Diez años	Diez años-tres meses (diferencial)	Diez años-dos años (diferencial)	Un año	Dos años	Cinco años	Diez años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2009	0,38	0,81	1,38	2,64	3,20	3,76	3,38	2,38	1,41	2,44	4,27	5,20
2010	0,49	0,60	0,93	2,15	2,78	3,36	2,87	2,43	0,85	1,70	3,99	4,69
2011	0,00	0,09	0,41	1,56	2,13	2,65	2,65	2,24	0,32	1,15	3,24	3,84
2010 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
IV	0,00	0,09	0,41	1,56	2,13	2,65	2,65	2,24	0,32	1,15	3,24	3,84
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
Nov	0,20	0,38	0,74	1,92	2,51	3,07	2,87	2,33	0,69	1,53	3,64	4,41
Dic	0,00	0,09	0,41	1,56	2,13	2,65	2,65	2,24	0,32	1,15	3,24	3,84
2012 Ene	0,11	0,21	0,45	1,44	2,03	2,67	2,55	2,22	0,39	1,03	3,07	4,26

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

(porcentaje; fin de período)

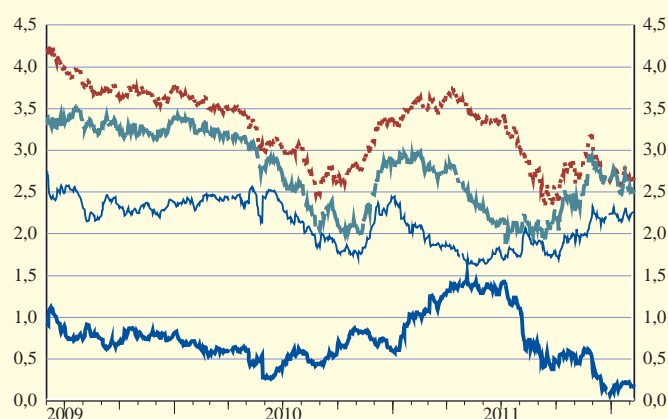
— Enero 2012
 ···· Diciembre 2011
 - - - - Noviembre 2011



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.

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

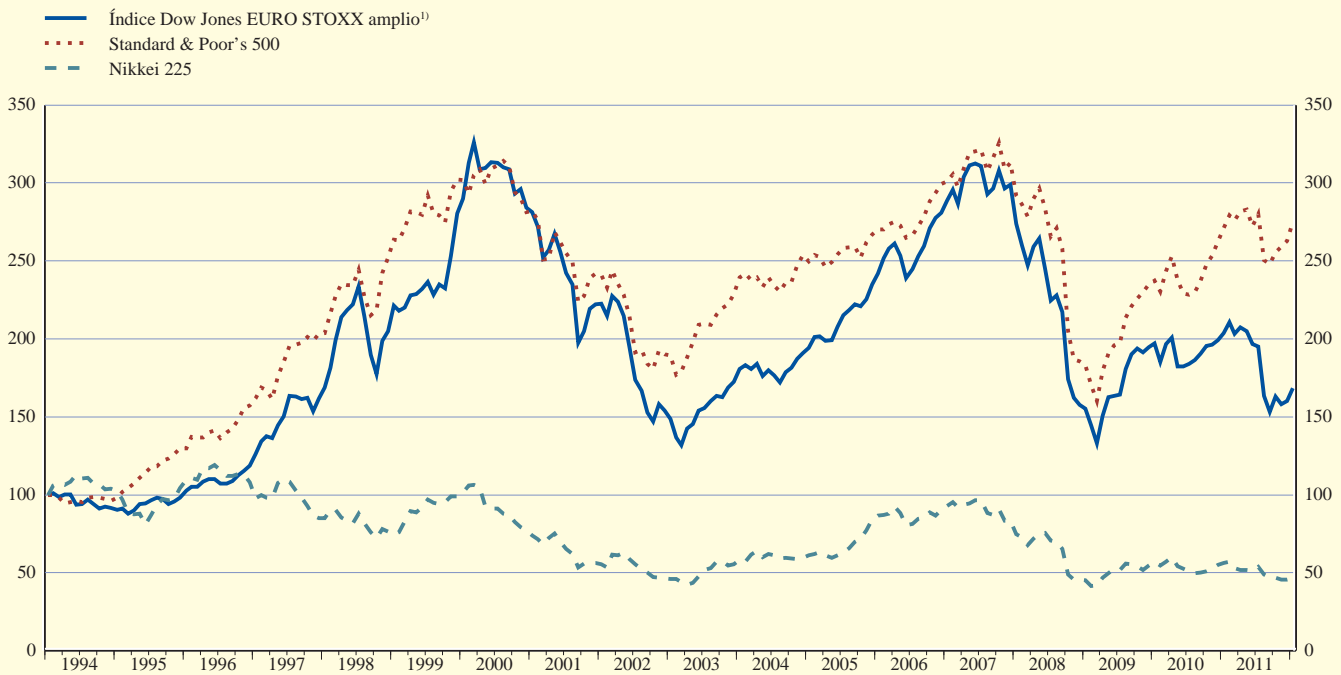
4.8 Índices bursátiles

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

	Índices Dow Jones EURO STOXX ¹⁾												Estados Unidos	Japón
	Referencia		Principales índices sectoriales											
	Índice amplio	50	Materias primas	Servicios de consumo	Bienes de consumo	Petróleo y gas	Financiero	Industrial	Tecnología	Agua, gas y electricidad	Telecomunicaciones	Sanidad	Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2009	234,2	2.521,0	353,2	140,5	244,5	293,5	172,1	269,7	200,7	353,7	380,4	363,5	946,2	9.321,6
2010	265,5	2.779,3	463,1	166,2	323,4	307,2	182,8	337,6	224,1	344,9	389,6	408,4	1.140,0	10.006,5
2011	256,0	2.611,0	493,4	158,1	351,2	311,6	152,6	349,4	222,5	301,7	358,4	432,7	1.267,6	9.425,4
2010 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
IV	222,4	2.277,8	427,1	142,1	327,1	295,5	117,2	296,6	201,8	256,5	320,3	432,4	1.225,7	8.580,6
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
Nov	219,2	2.239,6	423,6	141,5	325,9	293,5	112,8	292,2	205,7	250,6	316,6	423,3	1.226,4	8.506,1
Dic	222,2	2.283,3	433,2	142,4	329,9	302,9	115,9	295,5	196,6	249,3	310,3	448,4	1.243,3	8.506,0
2012 Ene	233,4	2.382,1	477,6	146,9	351,8	317,3	120,4	319,2	206,9	248,8	305,0	473,6	1.300,6	8.616,7

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	
2008	107,8	3,3	2,4	3,8	2,6	-	-	-	-	-	-	3,4	2,7	
2009	108,1	0,3	1,3	-0,9	2,0	-	-	-	-	-	-	0,1	1,8	
2010	109,8	1,6	1,0	1,8	1,4	-	-	-	-	-	-	1,6	1,5	
2011	112,8	2,7	1,7	3,3	1,8	-	-	-	-	-	-	2,6	3,5	
2010 IV	110,8	2,0	1,1	2,5	1,3	0,5	0,5	0,4	0,3	2,0	0,4	2,0	2,3	
2011 I	111,3	2,5	1,3	3,1	1,6	1,0	0,9	0,4	-0,1	6,3	0,5	2,4	3,4	
II	113,1	2,8	1,8	3,3	1,9	0,8	1,1	0,4	0,5	2,8	0,6	2,7	3,6	
III	112,8	2,7	1,7	3,2	2,0	0,3	1,1	0,1	-0,3	0,4	0,5	2,6	3,5	
IV	114,1	2,9	2,0	3,7	1,9	0,8	1,0	0,9	1,1	1,5	0,3	2,9	3,5	
2011 Ago	112,6	2,5	1,5	3,0	1,9	0,2	0,3	0,1	0,2	-0,2	0,2	2,4	3,4	
Sep	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	113,9	3,0	2,0	3,9	1,8	0,2	0,5	0,4	0,2	0,6	0,1	3,0	3,6	
Nov	114,0	3,0	2,0	3,9	1,9	0,2	0,2	0,4	0,1	0,7	0,1	3,0	3,5	
Dic	114,4	2,7	2,0	3,3	1,9	0,1	0,1	0,1	0,0	-0,1	0,2	2,7	3,5	
2012 Ene ³⁾		2,7												

	Bienes						Servicios					
	Alimentos (incl. bebidas alcohólicas y tabaco)			Bienes industriales			Vivienda	Transporte	Comunicaciones	Recreativos y personales	Varios	
	Total	Elaborados	No elaborados	Total	No energéticos	Energía						Alquileres
% del total en 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
2008	5,1	6,1	3,5	3,1	0,8	10,3	2,3	1,9	3,9	-2,2	3,2	2,5
2009	0,7	1,1	0,2	-1,7	0,6	-8,1	2,0	1,8	2,9	-1,0	2,1	2,1
2010	1,1	0,9	1,3	2,2	0,5	7,4	1,8	1,5	2,3	-0,8	1,0	1,5
2011	2,7	3,3	1,8	3,7	0,8	11,9	1,8	1,4	2,9	-1,3	2,0	2,1
2010 IV	1,9	1,3	2,7	2,9	0,8	9,2	1,6	1,3	1,9	-0,8	1,2	1,5
2011 I	2,2	2,1	2,3	3,6	0,5	12,7	1,8	1,3	2,0	-0,4	1,5	1,9
II	2,6	3,0	1,9	3,7	1,0	11,5	1,9	1,4	3,2	-1,0	2,0	2,1
III	2,8	3,7	1,3	3,4	0,4	12,0	1,8	1,5	3,2	-1,8	2,2	2,1
IV	3,3	4,2	1,8	3,9	1,2	11,5	1,7	1,4	3,0	-1,8	2,2	2,1
2011 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
Oct	3,3	4,3	1,8	4,2	1,3	12,4	1,7	1,4	2,9	-1,9	2,2	2,0
Nov	3,4	4,3	1,9	4,1	1,3	12,3	1,7	1,3	2,9	-1,7	2,2	2,2
Dic	3,1	4,1	1,6	3,4	1,2	9,7	1,7	1,4	3,2	-1,9	2,2	2,3

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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

	Precios industriales, excluida construcción										Construcción ¹⁾	Precios de los inmuebles residenciales ²⁾	
	Total (índice: 2005 = 100)	Industria, excluidas construcción y energía											Energía
		Industria manufac- turera	Total	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo			Total	Duradero				No duradero
% del total en 2005	100,0	100,0	82,8	75,6	30,0	22,0	23,7	2,7			21,0	24,4	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2008	114,4	6,1	4,8	3,4	3,9	2,1	3,9	2,8	4,1	14,2	3,8	1,9	
2009	108,6	-5,1	-5,4	-2,9	-5,3	0,4	-2,1	1,2	-2,5	-11,8	0,1	-3,1	
2010	111,7	2,9	3,4	1,6	3,5	0,3	0,4	0,9	0,3	6,4	1,9	1,1	
2011	118,3	5,9	5,5	3,8	5,9	1,4	3,1	2,1	3,3	11,9	.	.	
2010 IV	113,5	4,8	4,6	3,1	5,9	0,8	1,5	1,4	1,5	9,6	2,8	1,9	
2011 I	116,7	6,5	6,3	4,4	7,9	1,3	2,5	1,8	2,6	12,5	4,1	2,0	
II	118,5	6,3	5,8	4,3	6,8	1,3	3,4	1,9	3,7	11,9	3,0	1,1	
III	118,9	5,9	5,5	3,8	5,6	1,5	3,3	2,2	3,5	11,8	3,2	1,0	
IV	119,3	5,1	4,5	2,9	3,4	1,5	3,3	2,5	3,4	11,4	.	.	
2011 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	3,8	5,7	1,5	3,3	2,1	3,5	11,4	-	-	
Sep	119,0	5,8	5,4	3,5	5,0	1,5	3,4	2,5	3,5	12,2	-	-	
Oct	119,2	5,5	5,0	3,2	4,1	1,5	3,4	2,5	3,5	12,3	-	-	
Nov	119,5	5,4	4,7	3,0	3,5	1,4	3,4	2,5	3,6	12,4	-	-	
Dic	119,2	4,3	3,7	2,6	2,8	1,5	3,1	2,3	3,2	9,5	-	-	

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

	Precios del petróleo ³⁾ (euros por barril)	Precios de las materias primas no energéticas						Total (d.; índice: 2005 = 100)	Total	Deflatores del PIB 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		
		% del total	100,0	35,0	65,0	100,0	45,0			55,0					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2008	65,9	2,0	18,4	-4,4	-1,7	9,7	-8,6	106,2	1,9	2,6	2,7	2,8	2,3	2,4	3,9
2009	44,6	-18,5	-8,9	-23,0	-18,0	-11,4	-22,8	107,1	0,9	-0,1	-0,4	2,1	-0,5	-3,3	-5,9
2010	60,7	44,6	21,4	57,9	42,1	27,1	54,5	107,9	0,7	1,5	1,7	0,8	1,1	2,7	4,9
2011	79,7	12,2	22,4	7,7	12,9	20,7	7,5	.	.	.	.	.	.	.	.
2010 IV	64,4	48,6	36,6	54,7	48,7	48,4	48,9	108,2	0,9	1,8	2,1	0,6	1,5	3,9	6,2
2011 I	77,3	42,9	46,1	41,4	41,0	47,2	36,6	108,7	1,1	2,3	2,5	0,6	2,0	4,7	7,7
II	81,3	11,6	28,8	4,6	13,3	26,2	5,1	109,1	1,2	2,1	2,7	0,8	1,6	3,2	5,3
III	79,3	3,8	16,7	-1,6	4,9	11,7	0,3	109,5	1,3	2,2	2,6	0,8	1,6	2,8	4,8
IV	80,7	-2,5	3,6	-5,2	-1,7	4,4	-6,0	.	.	.	.	.	.	.	.
2011 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	1,6	10,7	-2,4	2,5	10,6	-3,2	-	-	-	-	-	-	-	-
Nov	81,4	-1,9	4,7	-4,9	-0,7	6,0	-5,5	-	-	-	-	-	-	-	-
Dic	81,7	-6,7	-3,6	-8,1	-6,3	-2,5	-9,0	-	-	-	-	-	-	-	-
2012 Ene	86,2	-4,6	-4,1	-4,8	-4,1	-1,9	-5,8	-	-	-	-	-	-	-	-

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

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

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

3) Brent (para entrega en un mes).

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

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

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

5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual)

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

(datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin ajustar)

	Total (índice: 2005 = 100)	Total	Por ramas de actividad									
			Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	Ind. manu- facturera, agua, gas y electricidad y otras energías	Construcción	Comercio, transporte y hostelería	Información y comuni- caciones	Actividades financieras y de seguros	Actividades inmobiliarias	Actividades profesionales, adminis- trativas y servicios auxiliares	Administra- ción pública, sanidad y educación	Actividades artísticas, recreativas y otros servicios
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Costes laborales unitarios ¹⁾												
2009	110,0	4,0	-0,6	8,9	5,4	5,3	-0,3	-2,7	-3,7	5,4	2,7	1,9
2010	109,1	-0,8	-1,4	-5,8	1,6	-1,9	-0,9	0,3	2,6	1,5	1,1	1,7
2010 IV	109,4	-0,3	-0,9	-4,0	0,0	-1,2	-0,2	0,9	2,8	2,2	1,3	2,0
2011 I	109,6	0,2	0,8	-1,4	0,0	-1,2	1,8	2,8	4,4	3,0	0,8	2,3
II	110,3	1,2	-0,1	0,6	0,1	0,0	3,2	3,7	3,5	3,2	0,6	3,3
III	110,2	1,3	-1,2	0,1	-0,8	1,7	3,6	1,5	3,3	3,1	0,8	3,6
Remuneración por asalariado												
2009	109,8	1,4	1,2	-0,6	5,5	1,4	1,3	0,8	-0,4	0,9	2,7	1,7
2010	111,5	1,6	1,5	3,6	1,0	1,3	2,5	2,0	3,5	1,3	0,8	1,1
2010 IV	112,4	1,6	2,7	3,7	1,0	1,5	3,0	1,4	3,4	1,7	0,8	0,5
2011 I	113,4	2,4	4,4	4,4	4,5	2,0	2,1	2,0	2,4	2,7	1,2	1,2
II	114,0	2,5	3,4	4,7	2,6	1,8	2,4	3,1	2,3	2,7	1,3	2,1
III	114,2	2,4	3,4	3,2	2,9	2,3	2,7	2,9	3,6	2,7	1,6	2,1
Productividad del trabajo por persona ocupada ²⁾												
2009	99,8	-2,5	1,8	-8,8	0,0	-3,6	1,6	3,6	3,4	-4,2	0,0	-0,2
2010	102,2	2,4	3,0	10,1	-0,6	3,3	3,5	1,8	1,0	-0,1	-0,3	-0,5
2010 IV	102,7	1,9	3,6	8,0	1,0	2,7	3,3	0,5	0,6	-0,4	-0,5	-1,4
2011 I	103,5	2,2	3,5	5,9	4,6	3,2	0,3	-0,8	-1,9	-0,2	0,4	-1,1
II	103,4	1,3	3,6	4,1	2,5	1,8	-0,7	-0,5	-1,2	-0,5	0,8	-1,2
III	103,6	1,0	4,7	3,1	3,7	0,6	-0,8	1,4	0,3	-0,3	0,7	-1,5
Remuneración por hora trabajada												
2009	112,1	3,3	2,2	3,9	7,3	2,7	1,8	2,7	1,4	2,5	3,0	3,1
2010	113,3	1,0	-0,1	1,1	1,2	1,1	1,9	1,7	2,5	0,6	0,7	1,8
2010 IV	114,3	1,6	1,2	1,4	1,8	2,0	3,4	2,2	3,2	1,5	1,0	1,2
2011 I	114,7	1,8	-0,3	2,0	3,2	2,3	1,8	2,0	1,6	2,4	0,9	1,1
II	115,7	2,5	2,1	3,9	3,1	2,4	2,7	3,5	4,5	2,9	1,1	1,9
III	115,5	2,1	1,1	2,6	3,3	2,4	2,0	3,3	4,5	2,2	1,3	1,5
Productividad del trabajo por hora trabajada ²⁾												
2009	102,2	-0,8	2,7	-4,9	1,6	-2,5	2,1	5,4	4,5	-2,9	0,3	1,2
2010	104,2	1,9	2,8	7,5	-0,8	2,8	3,0	1,2	-0,5	-0,8	-0,5	0,1
2010 IV	104,8	1,8	3,2	5,7	1,5	3,0	3,7	0,8	-0,4	-0,4	-0,3	-0,7
2011 I	105,0	1,6	1,2	3,5	3,0	3,3	0,1	-1,0	-2,5	-0,3	0,1	-0,9
II	105,3	1,3	4,5	3,1	2,6	2,2	-0,7	-0,3	0,6	-0,2	0,5	-1,1
III	105,2	0,8	5,7	2,4	3,2	0,4	-1,7	1,6	0,8	-0,7	0,5	-2,3

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	
% del total en 2008	100,0	100,0	75,2	24,8	32,4	9,0	58,6	
	1	2	3	4	5	6	7	
2009	102,7	2,7	2,6	3,0	3,0	3,7	2,4	
2010	104,3	1,6	1,5	1,9	1,0	1,8	1,8	
2010 IV	105,1	1,7	1,6	2,0	1,3	1,5	2,0	
2011 I	106,2	2,5	2,3	3,3	2,4	1,9	2,6	
II	107,2	3,2	3,3	3,7	4,2	2,5	2,9	
III	107,4	2,7	2,6	3,2	2,9	2,5	2,7	

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	9.030,2	8.897,4	5.050,0	1.805,3	1.965,3	76,7	132,8	3.749,6	3.616,8
2008	9.244,3	9.158,9	5.207,0	1.898,9	1.989,8	63,2	85,3	3.882,1	3.796,8
2009	8.930,8	8.812,7	5.127,1	1.986,9	1.741,4	-42,7	118,1	3.273,6	3.155,5
2010	9.161,5	9.045,8	5.261,2	2.013,8	1.751,0	19,9	115,6	3.748,4	3.632,7
2010 III	2.300,7	2.268,3	1.319,4	504,3	440,7	3,9	32,4	958,8	926,4
IV	2.309,8	2.282,7	1.333,1	504,5	440,0	5,1	27,1	978,4	951,2
2011 I	2.337,7	2.315,1	1.342,5	507,6	451,3	13,6	22,6	1.009,7	987,0
II	2.350,8	2.321,9	1.346,5	507,5	453,3	14,6	28,9	1.024,6	995,7
III	2.362,6	2.327,0	1.354,3	508,3	453,2	11,1	35,7	1.042,4	1.006,7
	<i>porcentaje del PIB</i>								
2010	100,0	98,7	57,4	22,0	19,1	0,2	1,3	-	-
	Volúmenes encadenados (precios del año anterior)								
	<i>tasas de variación intertrimestral</i>								
2010 III	0,4	0,2	0,4	0,1	0,2	-	-	2,1	1,7
IV	0,3	0,2	0,3	0,0	-0,4	-	-	1,5	1,3
2011 I	0,8	0,5	0,0	0,2	1,8	-	-	1,8	1,1
II	0,2	-0,2	-0,5	-0,1	-0,1	-	-	1,2	0,5
III	0,1	-0,1	0,2	-0,1	-0,1	-	-	1,2	0,8
	<i>tasas de variación interanual</i>								
2007	3,0	2,8	1,7	2,2	4,7	-	-	6,6	6,2
2008	0,4	0,3	0,4	2,3	-1,1	-	-	1,0	0,9
2009	-4,3	-3,7	-1,2	2,5	-12,0	-	-	-12,8	-11,7
2010	1,9	1,1	0,9	0,6	-0,6	-	-	11,5	9,7
2010 III	2,1	1,4	1,0	0,5	0,8	-	-	12,2	10,6
IV	2,0	1,5	1,1	-0,1	1,3	-	-	12,0	11,2
2011 I	2,4	1,6	0,9	0,5	3,6	-	-	10,4	8,5
II	1,6	0,7	0,2	0,1	1,6	-	-	6,8	4,6
III	1,3	0,4	0,0	0,0	1,3	-	-	5,8	3,7
	<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del PIB; puntos porcentuales</i>								
2010 III	0,4	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0	0,2	-	-
IV	0,3	0,2	0,2	0,0	-0,1	0,1	0,1	-	-
2011 I	0,8	0,5	0,0	0,0	0,4	0,0	0,3	-	-
II	0,2	-0,2	-0,3	0,0	0,0	0,2	0,3	-	-
III	0,1	0,0	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	1,0	0,4	1,0	0,3	0,2	-	-
2008	0,4	0,3	0,2	0,5	-0,2	-0,1	0,1	-	-
2009	-4,3	-3,7	-0,7	0,5	-2,6	-0,9	-0,6	-	-
2010	1,9	1,1	0,5	0,1	-0,1	0,6	0,8	-	-
2010 III	2,1	1,3	0,6	0,1	0,2	0,5	0,7	-	-
IV	2,0	1,5	0,6	0,0	0,2	0,7	0,5	-	-
2011 I	2,4	1,6	0,5	0,1	0,7	0,3	0,8	-	-
II	1,6	0,7	0,1	0,0	0,3	0,3	0,9	-	-
III	1,3	0,4	0,0	0,0	0,2	0,1	0,9	-	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

5.2 Producto y demanda

(datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin ajustar)

2. Valor añadido por ramas de actividad

	Valor añadido bruto (precios básicos)											Impuestos menos subven- ciones sobre los productos
	Total	Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	Ind. manu- facturera, agua, gas y electricidad y otras energías	Construcción	Comercio, transporte y hostelería	Información y comun- nicaciones	Actividades financieras y de seguros	Actividades inmobiliarias	Actividades profesionales, administra- tivas y servicios auxiliares	Adminis- tración pública, sanidad y educación	Actividades artísticas recreativas y otros servicios	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Precios corrientes (mm de euros)												
2007	8.071,4	144,0	1.650,2	538,6	1.550,5	352,6	393,8	889,7	821,5	1.449,8	280,7	958,8
2008	8.299,0	142,0	1.652,6	560,8	1.597,8	358,5	384,9	930,3	859,4	1.520,7	291,9	945,3
2009	8.037,8	125,5	1.465,4	537,3	1.517,8	360,5	427,3	904,4	817,8	1.581,9	300,1	893,0
2010	8.222,5	137,4	1.550,9	512,8	1.561,4	357,7	437,5	922,3	830,6	1.609,2	302,7	938,9
2010 III	2.063,8	35,0	390,3	128,5	392,2	89,6	109,9	231,9	208,9	401,8	75,6	236,9
IV	2.072,8	35,1	395,3	127,2	395,1	88,9	108,5	234,4	209,8	402,1	76,1	237,1
2011 I	2.096,0	36,7	402,4	130,9	401,6	88,8	108,1	234,9	210,8	405,2	76,6	241,7
II	2.107,8	37,0	406,0	130,3	404,2	88,7	107,6	238,7	212,3	406,6	76,4	243,0
III	2.119,8	35,7	412,1	130,5	405,1	88,7	109,2	240,7	213,3	407,4	77,1	242,8
<i>porcentaje del valor añadido</i>												
2010	100,0	1,7	18,9	6,2	19,0	4,4	5,3	11,2	10,1	19,6	3,7	-
Volúmenes encadenados (precios del año anterior)												
<i>tasas de variación intertrimestral</i>												
2010 III	0,4	-0,4	1,0	-0,8	1,1	0,2	-1,6	0,4	0,9	0,2	0,0	0,5
IV	0,3	0,6	1,3	-1,2	0,3	0,8	-0,3	0,2	0,2	0,0	-0,2	-0,1
2011 I	0,7	1,4	1,2	1,4	1,2	-0,8	1,2	-0,2	1,0	0,3	0,0	1,0
II	0,2	0,3	0,6	-0,2	0,1	0,3	0,1	0,3	0,5	0,1	-0,6	-0,4
III	0,1	0,3	0,3	-0,5	0,0	0,0	0,5	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2
<i>tasas de variación interanual</i>												
2007	3,2	6,2	3,8	1,8	3,3	6,2	6,4	1,5	5,2	1,3	2,1	0,9
2008	0,6	2,1	-2,3	-1,2	1,1	2,7	1,0	1,2	1,8	2,0	1,5	-1,3
2009	-4,3	-0,4	-13,3	-6,8	-5,4	0,8	3,8	0,6	-6,6	1,4	0,9	-4,1
2010	2,0	2,1	6,6	-4,4	2,5	2,5	0,9	0,4	1,7	0,8	0,1	1,0
2010 III	2,1	1,2	6,2	-3,3	3,1	3,0	-1,0	0,7	2,4	0,8	0,1	2,1
IV	2,1	2,2	6,7	-2,9	2,9	2,7	-0,5	0,5	2,4	0,3	-0,5	1,3
2011 I	2,2	1,0	5,7	0,7	3,4	1,0	-0,9	0,5	3,0	0,6	-0,1	3,7
II	1,7	1,9	4,2	-0,8	2,7	0,5	-0,7	0,7	2,6	0,7	-0,9	1,0
III	1,4	2,6	3,5	-0,6	1,7	0,4	1,5	0,3	1,8	0,6	-0,6	0,7
<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del valor añadido; puntos porcentuales</i>												
2010 III	0,4	0,0	0,2	0,0	0,2	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	-
IV	0,3	0,0	0,2	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
2011 I	0,7	0,0	0,2	0,1	0,2	0,0	0,1	0,0	0,1	0,1	0,0	-
II	0,2	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
III	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
<i>contribuciones a las tasas de variación interanual del valor añadido; puntos porcentuales</i>												
2007	3,2	0,1	0,8	0,1	0,6	0,3	0,3	0,2	0,5	0,2	0,1	-
2008	0,6	0,0	-0,5	-0,1	0,2	0,1	0,0	0,1	0,2	0,4	0,1	-
2009	-4,3	0,0	-2,6	-0,5	-1,0	0,0	0,2	0,1	-0,7	0,3	0,0	-
2010	2,0	0,0	1,2	-0,3	0,5	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,0	-
2010 III	2,1	0,0	1,1	-0,2	0,6	0,1	-0,1	0,1	0,2	0,2	0,0	-
IV	2,1	0,0	1,2	-0,2	0,5	0,1	0,0	0,1	0,2	0,1	0,0	-
2011 I	2,2	0,0	1,1	0,0	0,7	0,0	0,0	0,1	0,3	0,1	0,0	-
II	1,7	0,0	0,8	-0,1	0,5	0,0	0,0	0,1	0,3	0,1	0,0	-
III	1,4	0,0	0,7	0,0	0,3	0,0	0,1	0,0	0,2	0,1	0,0	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

5.2 Producto y demanda

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

3. Producción industrial

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

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

	Nuevos pedidos		Cifra de negocios		Ventas al por menor, incluido combustible para vehículos de motor								Matrículas 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		Com- bustible			
					Calzado, vestido y confección					Artículos para el hogar					
% del total en 2005	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	38,4	51,0	9,0	12,8	10,6	13	14	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2009	87,3	-22,7	95,6	-18,3	-4,3	100,6	-2,5	-1,7	-2,2	-1,8	-3,9	-5,7	925	3,3	
2010	102,7	17,6	105,3	10,2	2,1	101,4	0,8	0,5	1,7	2,6	0,7	-2,9	843	-8,5	
2011	.	.	.	.	1,6	100,8	-0,6	-0,9	-0,1	.	.	.	838	-1,1
2011 I	112,1	18,6	114,6	13,7	2,1	101,3	0,1	-1,1	1,2	-0,2	1,7	-1,3	867	-3,1	
II	114,5	11,6	114,7	9,8	1,7	100,9	-0,5	-0,5	0,0	1,7	-1,2	-3,6	825	-1,8	
III	111,2	5,4	115,2	8,8	1,7	100,9	-0,5	-0,8	0,1	-2,3	-0,1	-4,2	824	2,9	
IV	.	.	.	.	0,9	100,2	-1,3	-1,1	-1,3	.	.	.	835	-1,7
2011 Jul	112,9	8,9	115,4	9,8	1,7	101,0	-0,4	-2,4	1,7	2,3	1,5	-5,4	817	2,2	
Ago	114,9	6,0	116,6	10,3	2,1	101,1	-0,1	0,1	0,4	-1,1	-1,3	-2,9	823	6,1	
Sep	105,9	1,6	113,6	6,6	1,5	100,5	-1,2	-0,1	-1,9	-8,4	-0,4	-4,2	833	1,3	
Oct	107,5	1,5	113,7	4,8	1,9	100,6	-0,7	-0,4	-1,0	-4,1	-0,4	-4,3	822	-0,6	
Nov	106,3	-2,5	114,6	3,8	1,0	100,2	-1,5	-1,5	-1,2	-4,4	-1,4	-3,7	827	-3,3	
Dic	.	.	.	.	0,0	99,8	-1,6	-1,3	-1,5	.	.	.	857	-1,1
						<i>tasa de variación intermensual (d.)</i>									
2011 Ago	-	1,7	-	1,1	0,1	-	0,0	0,3	-0,2	-1,5	-0,7	1,1	-	0,8	
Sep	-	-7,9	-	-2,6	-0,4	-	-0,6	0,1	-0,8	-4,2	0,0	-0,8	-	1,2	
Oct	-	1,5	-	0,1	0,6	-	0,1	0,3	2,0	0,1	-1,2	-	-	-1,3	
Nov	-	-1,1	-	0,8	-0,6	-	-0,4	-0,8	-0,1	-0,4	-0,7	-0,3	-	0,6	
Dic	-	.	-	.	-0,5	-	-0,4	-0,2	-0,1	.	.	.	-	3,6	

Fuentes: Eurostat, excepto columnas 13 y 14 del cuadro 4 de la sección 5.2 [que incluye cálculos del BCE basados en datos de la Asociación Europea de Fabricantes de Automóviles (ACEA, en sus siglas en inglés)].

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

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

5.2 Producto y demanda

 (saldo 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
2008	93,5	-8,4	-13,4	10,8	-1,0	82,0	-18,4	-10,1	-25,4	23,9	-14,1
2009	80,2	-28,7	-56,7	14,8	-14,7	70,8	-24,8	-7,0	-26,1	55,3	-10,7
2010	100,5	-4,7	-24,7	0,8	11,4	76,7	-14,2	-5,3	-12,3	31,2	-8,1
2011	101,0	0,1	-6,9	2,3	9,4	80,3	-14,5	-7,5	-18,2	23,3	-9,2
2010 IV	105,3	2,4	-9,8	-0,7	16,3	79,0	-10,8	-5,6	-9,2	21,4	-7,1
2011 I	106,9	6,1	-2,1	-1,8	18,7	80,7	-11,0	-6,2	-10,0	20,1	-7,5
II	105,2	4,0	-2,0	-0,7	13,1	80,9	-10,7	-6,7	-12,6	15,2	-8,3
III	98,4	-2,8	-9,0	4,5	5,2	80,0	-15,9	-7,4	-21,8	24,1	-10,1
IV	93,6	-7,0	-14,6	7,0	0,6	79,8	-20,6	-9,7	-28,4	33,8	-10,8
2011 Ago	98,1	-2,9	-9,5	4,9	5,9	-	-16,8	-7,3	-23,5	25,7	-10,5
Sep	94,6	-6,0	-12,3	6,0	0,2	-	-19,3	-8,9	-27,3	30,0	-11,0
Oct	94,4	-6,6	-13,5	6,5	0,2	79,6	-20,1	-9,1	-28,7	32,7	-10,0
Nov	93,5	-7,3	-14,2	7,1	-0,5	-	-20,5	-9,2	-28,8	33,9	-10,2
Dic	92,8	-7,2	-16,2	7,4	2,0	-	-21,3	-10,7	-27,7	34,8	-12,2
2012 Ene	93,4	-7,2	-16,8	6,5	1,8	79,9	-20,7	-10,9	-27,4	33,1	-11,6

	Indicador de confianza de la construcción			Indicador de confianza del comercio al por menor				Indicador de confianza de los servicios			
	Total ⁴⁾	Cartera de pedidos	Expectativas de empleo	Total ⁴⁾	Evolución actual de los negocios	Nivel de existencias	Evolución futura de los negocios	Total ⁴⁾	Clima empresarial	Demanda en los últimos meses	Demanda en los próximos meses
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
2008	-14,2	-20,7	-7,7	-10,0	-11,0	15,8	-3,3	0,4	-3,8	0,5	4,7
2009	-33,1	-42,1	-24,1	-15,5	-21,4	9,8	-15,4	-15,8	-20,8	-18,2	-8,5
2010	-28,8	-39,3	-18,4	-4,1	-6,6	7,2	1,6	4,5	1,9	3,5	8,0
2011	-27,4	-34,9	-20,0	-5,5	-5,8	11,1	0,5	5,4	2,1	5,4	8,6
2010 IV	-27,6	-36,5	-18,8	0,6	0,5	7,2	8,4	8,4	6,1	7,7	11,5
2011 I	-27,8	-38,2	-17,3	-0,9	-0,5	8,1	5,9	10,1	7,6	9,8	12,9
II	-26,9	-33,8	-20,0	-2,4	-1,6	9,7	4,1	9,5	7,1	9,7	11,6
III	-27,7	-35,0	-20,4	-7,5	-7,3	12,8	-2,3	3,5	0,3	3,7	6,6
IV	-27,4	-32,5	-22,3	-11,1	-13,6	14,0	-5,7	-1,6	-6,4	-1,8	3,4
2011 Ago	-26,0	-34,1	-17,9	-8,8	-7,8	13,6	-5,0	3,4	-0,2	3,6	6,9
Sep	-29,8	-37,2	-22,4	-9,9	-11,1	14,4	-4,1	-0,3	-3,7	0,3	2,4
Oct	-27,3	-33,6	-21,1	-9,9	-12,3	13,7	-3,8	-0,2	-3,8	-0,9	4,0
Nov	-26,0	-30,5	-21,4	-11,2	-14,1	13,8	-5,8	-2,0	-7,0	-1,8	2,8
Dic	-28,9	-33,5	-24,4	-12,2	-14,5	14,4	-7,6	-2,6	-8,4	-2,7	3,3
2012 Ene	-28,3	-33,6	-23,0	-15,5	-18,3	16,1	-12,0	-0,6	-7,3	0,5	4,9

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⁾

(datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin ajustar)

1. Empleo

	Por situación profesional			Por rama de actividad									
	Total	Asalariados	Autónomos	Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	Ind. manufacturera, agua, gas y electricidad y otras energías	Construcción	Comercio, transporte y hostelería	Información y comunicaciones	Actividades financieras y de seguros	Actividades inmobiliarias	Actividades profesionales, administrativas y servicios auxiliares	Administración pública, sanidad y educación	Actividades artísticas, recreativas y otros servicios
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Personas ocupadas													
nivel (miles)													
2010	146.433	125.205	21.228	5.087	23.079	10.302	35.740	3.959	4.142	1.289	17.595	34.497	10.743
porcentaje del total de personas ocupadas													
2010	100,0	85,5	14,5	3,5	15,8	7,0	24,4	2,7	2,8	0,9	12,0	23,6	7,3
tasas de variación interanual													
2008	0,8	1,0	-0,3	-1,8	0,2	-2,2	0,9	1,0	0,3	1,3	3,3	1,2	1,2
2009	-1,8	-1,8	-1,8	-2,2	-5,0	-6,8	-1,8	-0,8	0,1	-2,7	-2,5	1,4	1,1
2010	-0,5	-0,5	-0,7	-0,9	-3,2	-3,7	-0,7	-1,0	-0,8	-0,5	1,8	1,1	0,7
2010 IV	0,1	0,2	-0,7	-1,4	-1,2	-3,9	0,2	-0,6	-1,0	-0,2	2,8	0,8	1,0
2011 I	0,2	0,4	-0,9	-2,5	-0,2	-3,8	0,3	0,7	0,0	2,5	3,2	0,3	1,0
II	0,4	0,6	-0,8	-1,6	0,1	-3,2	0,9	1,2	-0,1	1,9	3,2	-0,1	0,4
III	0,3	0,5	-1,1	-2,0	0,4	-4,1	1,1	1,2	0,1	0,0	2,1	-0,1	0,9
tasas de variación intertrimestral													
2010 IV	0,1	0,2	-0,3	-0,3	0,1	-1,1	0,3	0,1	-0,1	-0,1	0,5	0,1	0,4
2011 I	0,1	0,1	0,0	-1,6	0,2	-1,2	0,0	1,0	0,5	1,7	0,9	-0,2	0,4
II	0,2	0,3	-0,3	0,8	0,1	-0,3	0,5	0,3	-0,2	-0,5	0,9	-0,1	-0,1
III	-0,1	-0,1	-0,5	-1,0	0,0	-1,6	0,2	-0,2	-0,1	-1,0	-0,3	0,0	0,2
Horas trabajadas													
nivel (millones)													
2010	231.190	185.633	45.556	10.516	36.433	18.211	60.091	6.363	6.521	1.974	26.791	49.145	15.145
porcentaje del total de horas trabajadas													
2010	100,0	80,3	19,7	4,5	15,8	7,9	26,0	2,8	2,8	0,9	11,6	21,3	6,6
tasas de variación interanual													
2008	0,8	1,2	-0,7	-2,1	-0,4	-2,5	1,0	1,6	1,6	1,3	3,5	1,6	1,6
2009	-3,4	-3,6	-2,8	-3,1	-8,9	-8,3	-2,9	-1,3	-1,5	-3,7	-3,8	1,1	-0,3
2010	0,0	0,1	-0,2	-0,7	-0,9	-3,6	-0,3	-0,5	-0,3	0,9	2,5	1,3	0,1
2010 IV	0,1	0,3	-0,5	-1,0	1,0	-4,4	-0,1	-1,0	-1,3	0,9	2,8	0,6	0,3
2011 I	0,8	1,0	-0,1	-0,2	2,1	-2,3	0,1	0,9	0,1	3,1	3,3	0,5	0,8
II	0,3	0,6	-0,7	-2,5	1,0	-3,4	0,5	1,2	-0,4	0,0	2,9	0,1	0,2
III	0,6	0,8	-0,3	-2,9	1,1	-3,7	1,2	2,1	-0,2	-0,4	2,5	0,1	1,8
tasas de variación intertrimestral													
2010 IV	-0,1	-0,1	0,0	-0,2	0,3	-1,7	0,0	0,1	-0,5	0,3	0,5	-0,2	0,3
2011 I	0,6	0,7	0,2	-0,7	0,7	0,2	0,5	1,4	1,1	1,0	1,5	0,3	0,7
II	-0,1	0,0	-0,6	-0,4	-0,1	-1,1	0,2	0,3	-0,5	-1,7	0,3	0,0	-0,7
III	0,1	0,2	0,1	-1,6	0,2	-1,1	0,6	0,3	-0,3	-0,1	0,2	0,1	1,4
Horas trabajadas por persona ocupada													
nivel (miles)													
2010	1.579	1.483	2.146	2.067	1.579	1.768	1.681	1.607	1.575	1.531	1.523	1.425	1.410
tasas de variación interanual													
2008	0,0	0,2	-0,4	-0,2	-0,5	-0,2	0,1	0,7	1,3	0,0	0,2	0,4	0,4
2009	-1,7	-1,8	-1,0	-0,9	-4,1	-1,6	-1,2	-0,5	-1,6	-1,1	-1,4	-0,3	-1,3
2010	0,5	0,5	0,5	0,2	2,4	0,2	0,4	0,5	0,6	1,4	0,6	0,1	-0,6
2010 IV	0,0	0,1	0,1	0,4	2,2	-0,5	-0,4	-0,4	-0,3	1,0	0,0	-0,2	-0,7
2011 I	0,5	0,6	0,7	2,4	2,3	1,5	-0,1	0,2	0,1	0,6	0,1	0,3	-0,2
II	-0,1	0,0	0,1	-0,9	0,9	-0,1	-0,4	-0,1	-0,2	-1,8	-0,3	0,2	-0,1
III	0,3	0,2	0,8	-0,9	0,7	0,5	0,1	0,9	-0,3	-0,4	0,4	0,3	0,9
tasas de variación intertrimestral													
2010 IV	3,1	3,6	1,5	-2,7	4,6	0,6	3,0	3,9	4,0	2,4	6,0	3,3	2,0
2011 I	0,6	0,8	-0,8	-1,7	0,5	0,3	0,4	1,0	1,9	0,7	0,2	1,7	0,6
II	-2,2	-3,0	1,3	4,2	-2,7	0,6	-2,0	-4,1	-4,1	-3,8	-3,9	-3,5	-1,4
III	-1,1	-1,0	-1,3	-0,8	-1,4	-1,0	-1,1	0,3	-1,5	0,6	-1,6	-1,3	-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

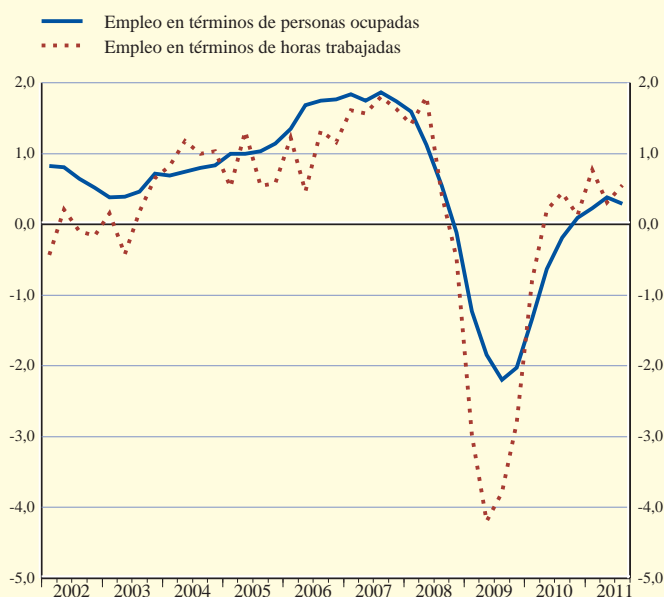
(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

2. Desempleo y vacantes ¹⁾

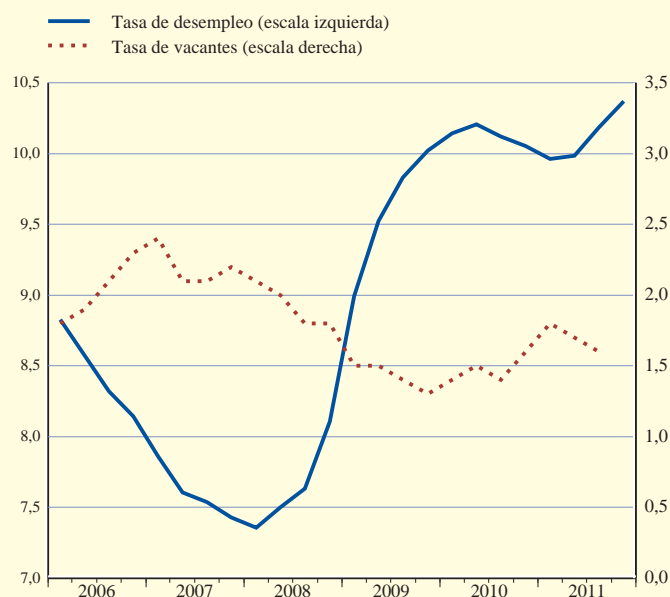
	Desempleo										Tasa de vacantes ²⁾
	Total		Por grupos de edad ³⁾				Por sexo ⁴⁾				
	Millones	% población activa	Adultos		Jóvenes		Hombres		Mujeres		
			Millones	% población activa	Millones	% población activa	Millones	% población activa	Millones	% población activa	
% del total en 2010	100,0		79,5		20,5		54,0		46,0		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2008	11,972	7,6	9,294	6,6	2,678	16,0	6,048	7,0	5,924	8,5	1,9
2009	15,049	9,6	11,766	8,4	3,283	20,3	8,143	9,4	6,905	9,8	1,4
2010	15,924	10,1	12,651	8,9	3,273	20,9	8,590	10,0	7,333	10,3	1,5
2011	15,981	10,1	12,769	9,0	3,212	20,8	8,506	9,9	7,475	10,4	.
2010 IV	15,802	10,1	12,609	8,9	3,192	20,6	8,445	9,8	7,357	10,3	1,6
2011 I	15,668	10,0	12,486	8,8	3,182	20,6	8,340	9,7	7,329	10,3	1,8
II	15,747	10,0	12,573	8,8	3,173	20,6	8,377	9,7	7,369	10,3	1,7
III	16,091	10,2	12,884	9,0	3,207	20,8	8,523	9,9	7,568	10,6	1,6
IV	16,418	10,4	13,132	9,2	3,285	21,3	8,786	10,2	7,632	10,6	.
2011 Jul	15,975	10,1	12,783	9,0	3,192	20,7	8,460	9,8	7,516	10,5	-
Ago	16,054	10,2	12,867	9,0	3,187	20,7	8,495	9,9	7,559	10,5	-
Sep	16,245	10,3	13,003	9,1	3,241	21,0	8,614	10,0	7,630	10,6	-
Oct	16,335	10,3	13,078	9,2	3,257	21,1	8,729	10,1	7,606	10,6	-
Nov	16,449	10,4	13,141	9,2	3,307	21,4	8,782	10,2	7,667	10,7	-
Dic	16,469	10,4	13,178	9,2	3,290	21,3	8,846	10,2	7,623	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		Ventas	Impuest. sobre el capital				
								Asalariados							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2002	44,9	44,6	11,9	9,0	2,8	13,2	0,4	15,6	8,1	4,6	2,2	0,3	0,3	40,9	
2003	44,9	44,2	11,5	8,8	2,7	13,2	0,4	15,7	8,2	4,6	2,2	0,6	0,5	40,9	
2004	44,5	44,0	11,5	8,5	2,9	13,2	0,3	15,5	8,1	4,5	2,2	0,5	0,4	40,6	
2005	44,8	44,3	11,7	8,6	3,0	13,3	0,3	15,4	8,1	4,5	2,3	0,5	0,3	40,7	
2006	45,3	44,9	12,3	8,8	3,4	13,4	0,3	15,3	8,0	4,5	2,3	0,4	0,3	41,3	
2007	45,3	45,0	12,7	8,9	3,6	13,3	0,3	15,1	8,0	4,4	2,3	0,3	0,3	41,3	
2008	45,1	44,8	12,5	9,1	3,2	12,9	0,3	15,3	8,1	4,5	2,3	0,3	0,3	40,9	
2009	44,8	44,5	11,6	9,2	2,3	12,8	0,3	15,8	8,3	4,5	2,5	0,4	0,4	40,5	
2010	44,7	44,4	11,6	8,9	2,5	12,9	0,3	15,6	8,2	4,5	2,5	0,3	0,3	40,4	

2. Zona del euro – Empleos

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

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

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

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

1) Los datos se refieren al Euro-17. Los conceptos «recursos», «empleos» y «déficit/superávit» se basan en el SEC 95. Las operaciones que afectan al presupuesto de la UE están incluidas y consolidadas. Las operaciones entre las Administraciones de los Estados miembros no están consolidadas.

2) La carga fiscal incluye impuestos y cotizaciones sociales.

3) Incluye el total de empleos, excepto intereses.

4) Se corresponde con el gasto en consumo final (P3) de las Administraciones Públicas del SEC 95.

5) Incluye los ingresos por venta de licencias UMTS y las liquidaciones de swaps y de acuerdos sobre tipos de interés futuros.

6.2 Deuda 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	69,1	2,1	12,4	5,1	49,6	40,3	19,8	11,3	9,2	28,9
2004	69,5	2,2	12,1	5,0	50,3	38,8	18,9	11,1	8,8	30,7
2005	70,4	2,4	12,2	4,7	51,2	37,1	18,1	11,2	7,7	33,3
2006	68,6	2,5	11,9	4,1	50,2	35,0	18,3	9,3	7,4	33,6
2007	66,3	2,2	11,2	4,2	48,7	32,7	17,1	8,5	7,1	33,6
2008	70,1	2,3	11,5	6,7	49,6	33,1	17,8	7,8	7,6	36,9
2009	79,8	2,5	12,6	8,6	56,2	37,3	20,6	8,9	7,8	42,5
2010	85,3	2,4	15,3	7,7	60,0	40,5	23,4	9,6	7,5	44,8

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

	Total	Emitido por 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	61,1	5,3	13,7	26,6	27,9	66,8	1,3
2002	68,0	56,3	6,2	4,7	0,8	7,6	60,4	5,2	15,5	25,3	27,2	66,8	1,1
2003	69,1	56,6	6,5	5,0	1,0	7,8	61,3	5,0	14,9	26,0	28,2	68,3	0,9
2004	69,5	56,5	6,6	5,1	1,3	7,8	61,7	4,6	14,8	26,2	28,5	68,4	1,1
2005	70,4	57,1	6,7	5,2	1,4	7,8	62,6	4,6	14,9	25,7	29,8	69,2	1,2
2006	68,6	55,4	6,5	5,4	1,4	7,4	61,2	4,3	14,4	24,2	30,0	67,8	0,8
2007	66,3	53,5	6,2	5,3	1,4	7,4	58,9	4,3	15,0	23,4	27,8	65,9	0,4
2008	70,1	56,9	6,6	5,3	1,3	10,2	59,9	4,9	18,7	23,1	28,3	69,4	0,7
2009	79,8	64,7	7,6	5,8	1,7	12,3	67,5	5,0	21,1	26,7	32,0	79,1	0,7
2010	85,3	69,3	8,3	5,9	1,9	13,1	72,2	5,2	24,0	28,1	33,3	84,5	0,8

3. Países de la zona del euro

	BE	DE	EE	IE	GR	ES	FR	IT	CY	LU	MT	NL	AT	PT	SI	SK	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
2007	84,1	65,2	3,7	24,8	107,4	36,2	64,2	103,1	58,8	6,7	62,1	45,3	60,2	68,3	23,1	29,6	35,2
2008	89,3	66,7	4,5	44,2	113,0	40,1	68,2	105,8	48,9	13,7	62,2	58,5	63,8	71,6	21,9	27,8	33,9
2009	95,9	74,4	7,2	65,2	129,3	53,8	79,0	115,5	58,5	14,8	67,8	60,8	69,5	83,0	35,3	35,5	43,3
2010	96,2	83,2	6,7	92,5	144,9	61,0	82,3	118,4	61,5	19,1	69,0	62,9	71,8	93,3	38,8	41,0	48,3

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

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

6.3 Variaciones de la deuda ¹⁾

(porcentaje del PIB)

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

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

2. Zona del euro – Ajuste entre déficit y deuda

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

Fuente: BCE.

- Los datos se refieren al Euro-17 y son estimaciones parciales. La variación interanual de la deuda bruta nominal consolidada se expresa en porcentaje del PIB [deuda (t) - deuda (t-1)] ÷ PIB (t). El préstamo intergubernamental en el contexto de la crisis financieras se ha consolidado.
- La necesidad de financiación es, por definición, equivalente a las operaciones de deuda.
- Incluye, además del impacto de los movimientos del tipo de cambio, los efectos derivados de la valoración por el nominal (por ej., primas o descuentos en la emisión de valores).
- Incluye, en particular, el impacto de la reclasificación de unidades y determinados tipos de asunción de deuda.
- Tenedores que residen en el país cuya Administración ha emitido la deuda.
- Incluye residentes de países de la zona del euro distintos del país cuya Administración ha emitido la deuda.
- Incluye los ingresos por ventas de licencias UMTS.
- Diferencia entre la variación interanual de la deuda bruta nominal consolidada y el déficit expresado en porcentaje del PIB.
- Incluye principalmente operaciones con otros activos y pasivos (créditos comerciales, otras cuentas pendientes de cobro/pago y derivados financieros).
- Excluye los derivados financieros.

6.4 Recursos, empleos y déficit/superávit; datos trimestrales¹⁾

(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	Impuestos indirectos	Cotizaciones sociales	Ventas	Rentas de la propiedad	8	Impuestos sobre el capital	
2005 III	43,4	42,7	11,2	12,5	15,1	2,2	0,7	0,7	0,3	39,2
IV	48,6	47,8	13,6	14,0	16,1	2,4	0,8	0,8	0,3	44,0
2006 I	42,6	42,1	10,4	12,8	15,1	2,2	0,8	0,4	0,3	38,6
II	45,6	45,2	12,5	13,1	15,1	2,3	1,4	0,5	0,3	40,9
III	43,6	43,1	11,8	12,4	15,1	2,2	0,8	0,5	0,3	39,5
IV	49,0	48,4	14,4	14,1	15,8	2,4	0,9	0,6	0,3	44,5
2007 I	42,3	41,9	10,4	12,8	14,7	2,2	0,9	0,4	0,3	38,3
II	45,8	45,4	13,0	13,0	15,0	2,3	1,4	0,4	0,3	41,2
III	43,6	43,1	12,3	12,3	14,8	2,2	0,8	0,5	0,3	39,6
IV	49,2	48,6	14,8	13,9	15,7	2,4	1,0	0,6	0,3	44,6
2008 I	42,5	42,2	10,9	12,3	14,8	2,3	1,1	0,3	0,2	38,2
II	45,2	44,9	12,9	12,3	15,0	2,3	1,5	0,4	0,3	40,5
III	43,3	43,0	12,2	12,0	15,0	2,2	0,8	0,4	0,3	39,5
IV	48,8	48,2	13,9	13,4	16,4	2,5	1,1	0,5	0,3	44,0
2009 I	42,5	42,4	10,4	12,0	15,5	2,5	1,1	0,1	0,2	38,2
II	45,2	44,6	11,8	12,5	15,7	2,5	1,4	0,6	0,5	40,4
III	42,7	42,3	11,0	11,9	15,5	2,4	0,7	0,4	0,3	38,7
IV	48,4	47,6	13,0	13,6	16,4	2,6	0,9	0,8	0,5	43,5
2010 I	42,2	42,0	10,1	12,1	15,5	2,5	0,9	0,2	0,3	38,0
II	45,1	44,7	11,9	12,7	15,4	2,6	1,3	0,4	0,3	40,3
III	42,9	42,5	11,0	12,4	15,2	2,4	0,7	0,3	0,3	38,9
IV	48,3	47,5	13,1	13,4	16,4	2,7	1,0	0,7	0,3	43,2
2011 I	42,8	42,5	10,5	12,4	15,3	2,5	1,0	0,3	0,3	38,5
II	45,0	44,7	12,0	12,5	15,3	2,6	1,4	0,3	0,3	40,1
III	43,7	43,4	11,4	12,6	15,3	2,4	0,8	0,3	0,3	39,6

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

	Total		Empleos corrientes					Empleos de capital			Déficit (-)/ superávit (+)	Déficit (-)/ superávit (+) primario	
	1	Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Intereses	Transf. corrientes	Prestaciones sociales	Subven- ciones	9	Inversión			Transf. de capital
2005 III	45,8	42,3	10,0	4,8	3,0	24,6	21,2	1,2	3,5	2,6	1,0	-2,4	0,6
IV	49,6	45,0	11,3	5,8	2,7	25,2	21,6	1,3	4,6	2,9	1,7	-1,0	1,8
2006 I	45,9	42,6	10,1	4,6	3,0	24,9	21,4	1,1	3,3	2,1	1,3	-3,3	-0,4
II	45,8	42,5	10,3	4,9	3,1	24,1	21,1	1,1	3,4	2,4	1,0	-0,2	2,9
III	45,3	41,8	9,8	4,7	2,9	24,3	20,9	1,2	3,6	2,6	1,0	-1,7	1,2
IV	49,4	44,3	10,8	5,8	2,7	25,1	21,3	1,3	5,1	2,9	2,2	-0,5	2,2
2007 I	44,9	41,5	9,9	4,5	2,9	24,1	20,7	1,1	3,4	2,2	1,2	-2,7	0,3
II	45,1	41,7	10,0	4,9	3,2	23,6	20,6	1,1	3,4	2,5	0,9	0,8	4,0
III	44,6	41,1	9,6	4,7	3,0	23,8	20,6	1,1	3,6	2,6	0,9	-1,0	1,9
IV	49,2	44,5	10,8	5,8	2,8	25,1	21,2	1,5	4,7	3,0	1,7	0,0	2,8
2008 I	45,5	42,0	9,9	4,7	3,0	24,4	20,8	1,2	3,5	2,2	1,2	-3,0	0,0
II	45,9	42,4	10,2	5,0	3,3	23,9	20,8	1,1	3,5	2,5	1,0	-0,6	2,6
III	45,7	42,1	9,7	4,9	3,1	24,4	21,2	1,1	3,6	2,6	1,0	-2,4	0,7
IV	51,3	46,4	11,2	6,2	2,8	26,3	22,2	1,4	4,8	3,2	1,7	-2,5	0,3
2009 I	49,6	45,9	10,7	5,4	2,9	26,9	22,9	1,3	3,7	2,5	1,2	-7,1	-4,2
II	50,6	46,5	11,1	5,5	3,0	26,8	23,3	1,3	4,1	2,8	1,3	-5,4	-2,4
III	49,9	45,9	10,5	5,3	2,9	27,1	23,5	1,3	4,1	2,8	1,2	-7,2	-4,3
IV	54,4	49,3	11,8	6,5	2,6	28,4	24,0	1,5	5,1	3,1	1,9	-5,9	-3,3
2010 I	50,5	46,7	10,7	5,2	2,8	27,9	23,6	1,4	3,8	2,3	1,5	-8,3	-5,5
II	49,6	46,1	10,9	5,5	2,9	26,7	23,2	1,3	3,5	2,5	1,2	-4,5	-1,6
III	50,4	45,2	10,2	5,3	2,8	26,9	23,2	1,3	5,2	2,5	2,7	-7,5	-4,7
IV	53,1	48,3	11,4	6,4	2,7	27,7	23,7	1,5	4,9	2,8	2,1	-4,8	-2,1
2011 I	48,7	45,7	10,4	5,2	2,9	27,1	23,1	1,3	3,0	2,1	0,9	-5,9	-2,9
II	48,6	45,4	10,6	5,4	3,1	26,2	22,8	1,2	3,2	2,4	0,9	-3,6	-0,5
III	47,8	44,7	10,0	5,2	3,0	26,5	23,0	1,2	3,1	2,3	0,8	-4,1	-1,1

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

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

6.5 Deuda trimestral y variaciones de la deuda 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 IV	70,1	2,3	11,5	6,7	49,6
2009 I	73,8	2,3	11,8	7,9	51,8
II	77,0	2,4	12,2	8,4	54,0
III	78,9	2,4	12,4	9,2	54,9
IV	79,8	2,5	12,6	8,6	56,2
2010 I	81,5	2,4	12,8	8,4	57,9
II	82,8	2,4	13,4	8,1	59,0
III	83,0	2,4	13,3	8,2	59,1
IV	85,3	2,4	15,3	7,7	60,0
2011 I	86,3	2,4	15,1	7,7	61,0
II	87,2	2,4	14,9	7,8	62,0
III	86,8	2,4	15,1	8,0	61,4

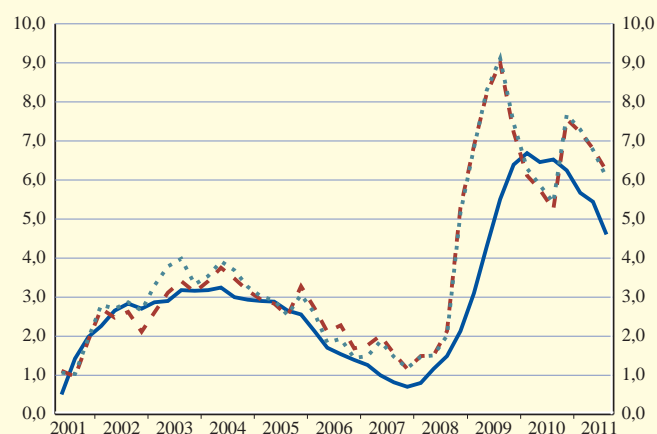
2. Zona del euro – Ajuste entre déficit y deuda

	Variaciones de la deuda 1	Deficit (-)/superávit (+) 2	Ajuste entre déficit y deuda							Pro memoria: Necesidad de financiación 11	
			Total 3	Operaciones de las AAPP con los principales activos financieros				Efectos de valoración y otros cambios en el volumen 9	Otros 10		
				Total 4	Efectivo y depósitos 5	Préstamos 6	Valores 7				Acciones y otras participaciones 8
2008 IV	9,2	-2,5	6,7	5,5	0,6	2,5	0,4	2,1	0,2	1,0	9,0
2009 I	12,8	-7,1	5,7	6,7	5,2	-0,1	0,9	0,7	-0,5	-0,5	13,3
II	9,1	-5,4	3,7	3,2	2,3	-0,6	0,3	1,2	-0,4	0,9	9,5
III	5,0	-7,2	-2,3	-2,8	-3,1	0,6	-0,1	-0,3	0,2	0,3	4,7
IV	2,4	-5,9	-3,5	-2,8	-2,9	-0,1	0,1	0,1	-0,2	-0,5	2,6
2010 I	8,1	-8,3	-0,1	0,7	0,8	0,0	-0,4	0,3	-0,3	-0,5	8,5
II	7,6	-4,5	3,2	3,2	2,0	1,1	-0,2	0,4	-0,1	0,0	7,7
III	3,0	-7,5	-4,5	-3,0	-2,3	-0,6	-0,1	0,1	0,0	-1,5	3,0
IV	11,3	-4,8	6,5	5,9	-0,3	1,7	4,7	-0,2	0,0	0,6	11,3
2011 I	6,8	-5,9	0,9	0,9	2,0	-0,4	-0,4	-0,3	-0,2	0,2	7,0
II	6,0	-3,6	2,3	2,9	2,9	0,5	-0,4	-0,1	0,3	-0,8	5,7
III	0,8	-4,1	-3,3	-4,2	-3,8	-0,7	-0,2	0,6	0,5	0,3	0,3

G30 Déficit, necesidad de financiación y variaciones de la deuda

(suma móvil de cuatro trimestres en porcentaje del PIB)

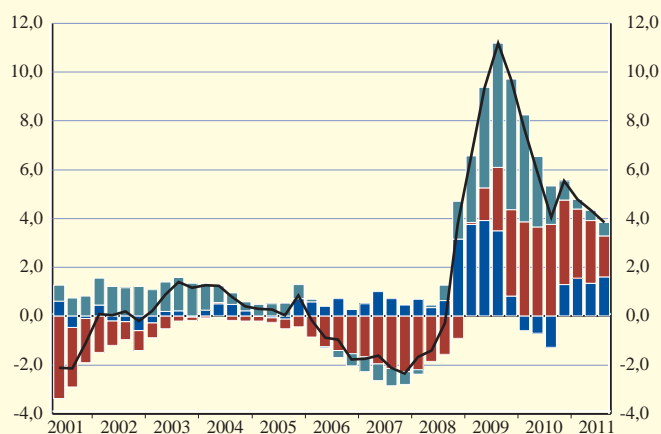
— Déficit
- - Variaciones de la deuda
... Necesidad de financiación



G31 Deuda según los criterios de Maastricht

(tasa de variación de la deuda en relación con el PIB y factores subyacentes)

■ Ajuste entre déficit y deuda
■ Déficit/superávit primario
■ Diferencial entre crecimiento y tipos de interés
— Variación de la deuda en relación con el PIB



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

1) Los datos se refieren al Euro-17. El préstamo intergubernamental en el contexto de la crisis financieras se ha consolidado.

2) Los saldos en el trimestre t se expresan en porcentaje de la suma del PIB en t y los tres trimestres anteriores.



TRANSACCIONES Y POSICIONES FRENTE AL EXTERIOR

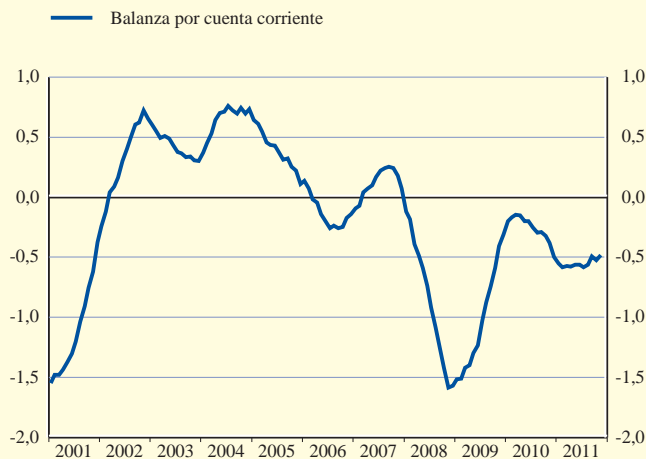
7.1 Resumen de la balanza de pagos ¹⁾

(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 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	-21,0	-3,0	17,9	-14,0	-21,8	0,6	-20,4	18,4	-29,0	150,2	1,6	-108,9	4,5	2,0
III	-1,2	3,1	21,0	4,2	-29,5	1,8	0,6	9,8	-16,5	37,7	-15,4	0,3	3,8	-10,4
2010 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	-3,9	4,2	1,7	-6,9	-0,1	-5,0	-4,0	-29,8	13,6	2,6	3,6	6,0	8,9
May	-15,9	0,3	5,6	-15,3	-6,6	0,4	-15,5	15,4	-5,0	45,1	-2,3	-19,4	-3,1	0,2
Jun	-0,2	0,5	8,1	-0,4	-8,3	0,3	0,1	7,0	5,8	91,5	1,2	-93,2	1,6	-7,1
Jul	1,4	3,8	7,4	1,2	-11,0	-0,1	1,3	-3,8	-17,2	-24,6	-0,8	40,1	-1,2	2,5
Ago	-3,6	-4,2	5,5	3,4	-8,3	2,0	-1,5	1,4	7,7	25,6	-6,5	-28,7	3,4	0,1
Sep	1,0	3,6	8,1	-0,3	-10,3	-0,1	0,9	12,2	-7,0	36,7	-8,1	-11,0	1,6	-13,1
Oct	2,6	1,7	5,3	3,2	-7,6	1,5	4,1	-5,0	-7,6	-26,4	-0,9	31,0	-1,1	0,9
Nov	1,0	6,4	2,6	1,5	-9,5	2,2	3,2	-3,6	-6,8	2,4	0,8	0,3	-0,2	0,4
	<i>transacciones acumuladas de 12 meses</i>													
2011 Nov	-45,8	-4,1	57,6	5,3	-104,6	10,4	-35,3	29,5	-27,1	288,1	-10,0	-215,6	-5,9	5,8
	<i>transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB</i>													
2011 Nov	-0,5	0,0	0,6	0,1	-1,1	0,1	-0,4	0,3	-0,3	3,1	-0,1	-2,3	-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

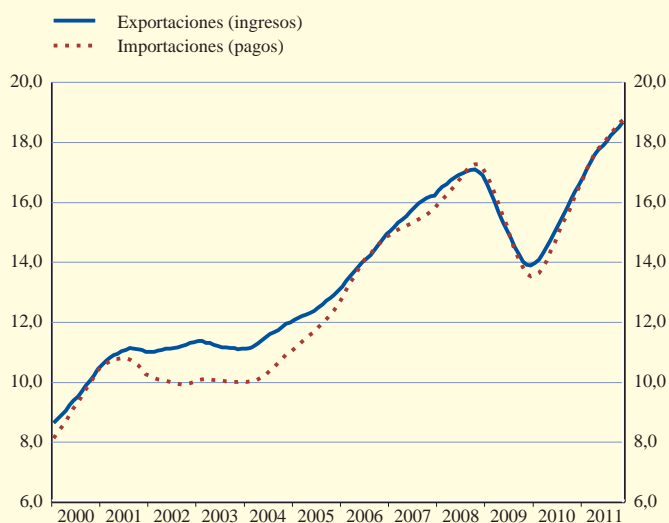
(mm de euros; transacciones)

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 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	719,5	740,4	-21,0	438,7	441,8	134,1	116,2	127,7	141,8	18,9	1,6	40,7	5,6	3,7	3,1
III	723,1	724,2	-1,2	444,5	441,4	146,1	125,1	115,8	111,6	16,6	1,8	46,1	5,7	5,2	3,4
2011 Sep	249,4	248,4	1,0	155,2	151,7	48,9	40,8	39,8	40,1	5,4	.	15,7	.	0,8	0,9
Oct	243,6	241,0	2,6	152,4	150,7	46,6	41,4	37,0	33,8	7,6	.	15,2	.	2,4	0,9
Nov	247,6	246,6	1,0	159,8	153,4	43,2	40,6	38,9	37,4	5,8	.	15,3	.	3,1	0,9
	Datos desestacionalizados														
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	713,5	726,8	-13,3	437,0	441,9	133,5	118,7	121,2	118,2	21,9	.	47,9	.	.	.
III	727,5	729,2	-1,7	443,4	441,5	138,0	120,5	122,1	118,7	23,9	.	48,4	.	.	.
2011 Sep	244,0	240,1	3,9	148,2	145,0	46,8	39,8	40,7	39,6	8,2	.	15,7	.	.	.
Oct	241,2	247,8	-6,6	147,0	151,0	46,4	41,1	39,1	40,0	8,7	.	15,7	.	.	.
Nov	244,8	246,6	-1,8	153,0	148,1	44,9	40,7	41,6	41,3	5,3	.	16,6	.	.	.
	<i>transacciones acumuladas de 12 meses</i>														
2011 Nov	2.859,0	2.903,9	-44,9	1.749,3	1.755,5	540,2	482,5	479,5	472,6	90,1	.	193,4	.	.	.
	<i>transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB</i>														
2011 Nov	30,5	31,0	-0,5	18,7	18,8	5,8	5,2	5,1	5,0	1,0	.	2,1	.	.	.

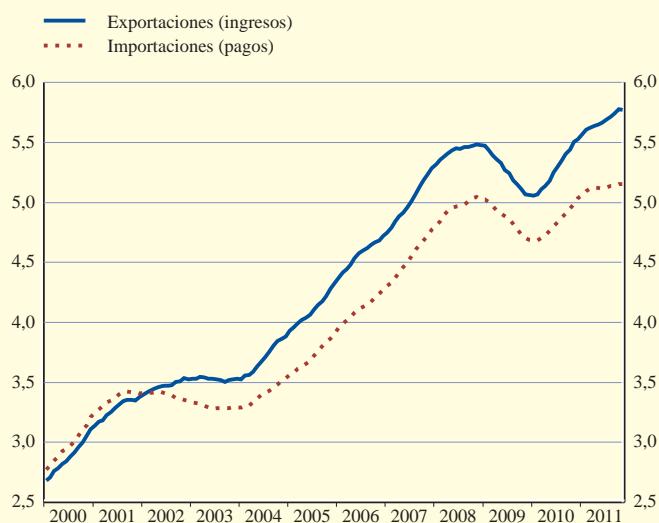
G34 Balanza de pagos de la zona del euro: bienes

(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			Beneficios reinvertidos	Ingresos	Pagos	Beneficios reinvertidos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos		
			1	2											3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
2008	21,1	13,1	502,5	577,3	140,5	-7,8	117,4	20,5	31,3	26,7	39,3	111,2	119,1	128,7	172,3	193,3
2009	21,7	13,8	399,9	413,5	148,8	16,1	100,4	14,9	24,7	23,5	24,5	77,3	101,0	122,1	100,8	90,2
2010	23,3	14,2	427,3	434,2	195,6	20,1	139,6	38,4	24,0	19,9	29,1	86,3	99,3	122,7	79,3	65,6
2010 III	5,6	4,1	104,1	103,1	46,5	14,6	35,0	12,5	5,7	4,6	7,4	16,8	25,4	31,1	19,1	15,6
IV	6,4	4,1	111,0	108,9	51,2	-2,0	36,0	6,4	6,7	6,2	6,4	18,5	25,5	30,0	21,2	18,2
2011 I	5,7	2,7	107,8	100,6	47,7	11,1	33,8	21,5	6,5	4,3	7,4	14,2	25,4	30,8	20,9	17,5
II	5,8	3,3	121,9	138,5	57,8	9,7	38,5	10,7	5,7	4,8	12,3	46,3	25,2	31,0	20,9	17,8
III	5,8	4,0	110,0	107,6	47,7	18,0	34,8	17,9	6,5	4,8	9,0	18,4	25,1	32,2	21,8	17,3

3. Desagregación geográfica

(transacciones acumuladas)

IV 2010 a III 2011	Total	Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro						Brasil	Canadá	China	India	Japón	Rusia	Suiza	Estados Unidos	Otros
	Total	Dina-marca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE	Instituciones de la UE	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
	Ingresos															
Cuenta corriente	2.832,7	936,1	52,2	89,6	430,4	304,4	59,4	55,0	39,0	136,7	40,2	62,0	107,1	218,5	354,4	883,9
Bienes	1.728,3	553,6	33,4	59,4	224,2	236,3	0,2	29,1	20,0	110,8	30,5	38,2	78,7	117,7	193,9	555,9
Servicios	538,9	168,3	11,0	15,1	104,1	31,5	6,6	8,7	8,4	17,5	7,1	13,3	17,9	55,0	78,5	164,3
Rentas	474,4	152,6	6,7	13,4	91,4	32,7	8,3	16,8	9,8	7,8	2,4	9,7	9,9	37,6	76,0	151,7
Rentas de la inversión	450,7	146,0	6,6	13,3	89,9	32,1	4,0	16,8	9,8	7,8	2,4	9,6	9,9	26,3	74,2	148,0
Transferencias corrientes	91,2	61,6	1,2	1,7	10,6	3,8	44,4	0,4	0,7	0,6	0,2	0,9	0,6	8,2	6,0	12,0
Cuenta de capital	21,0	17,8	0,0	0,0	1,1	0,4	16,3	0,1	0,0	0,0	0,0	0,2	0,1	0,4	0,4	1,8
	Pagos															
Cuenta corriente	2.881,6	878,1	44,6	86,1	373,5	269,8	104,2	-	31,8	-	-	93,9	-	185,6	367,4	-
Bienes	1.735,7	479,6	29,6	51,7	179,6	218,6	0,0	31,1	14,4	213,5	27,9	52,9	126,4	96,0	140,5	553,5
Servicios	482,5	137,8	7,9	12,9	81,8	35,0	0,2	5,2	6,4	13,0	5,9	9,5	10,1	43,0	98,8	152,8
Rentas	469,6	144,4	6,4	20,0	100,5	11,7	5,8	-	9,2	-	-	31,0	-	39,2	121,6	-
Rentas de la inversión	455,5	136,3	6,3	19,9	99,0	5,3	5,8	-	9,0	-	-	30,8	-	38,8	120,3	-
Transferencias corrientes	193,8	116,4	0,7	1,5	11,6	4,4	98,1	1,5	1,8	3,6	0,7	0,5	0,7	7,4	6,6	54,6
Cuenta de capital	15,0	1,6	0,0	0,1	0,9	0,4	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,1	0,1	0,6	1,2	10,3
	Neto															
Cuenta corriente	-48,9	58,0	7,7	3,5	56,8	34,6	-44,7	-	7,2	-	-	-32,0	-	32,9	-13,0	-
Bienes	-7,4	74,0	3,8	7,7	44,6	17,7	0,2	-2,0	5,6	-102,7	2,6	-14,8	-47,7	21,7	53,5	2,4
Servicios	56,4	30,5	3,1	2,2	22,3	-3,5	6,3	3,5	2,0	4,5	1,2	3,8	7,7	12,1	-20,3	11,6
Rentas	4,7	8,2	0,3	-6,5	-9,1	21,0	2,6	-	0,7	-	-	-21,3	-	-1,6	-45,6	-
Rentas de la inversión	-4,8	9,7	0,3	-6,6	-9,1	26,8	-1,7	-	0,8	-	-	-21,2	-	-12,5	-46,2	-
Transferencias corrientes	-102,6	-54,7	0,5	0,1	-1,0	-0,6	-53,7	-1,1	-1,1	-3,1	-0,5	0,4	-0,1	0,7	-0,5	-42,6
Cuenta de capital	6,0	16,2	0,0	-0,1	0,2	0,0	16,1	-0,1	-0,2	-0,3	-0,2	0,1	0,1	-0,2	-0,8	-8,5

Fuente: BCE.

7.3 Cuenta financiera

(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; transacciones y otros flujos en el período)

1. Resumen de la cuenta financiera

	Total ^{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)														
2008	13.377,1	14.961,4	-1.584,3	144,7	161,8	-17,1	3.878,4	3.247,8	3.834,9	5.976,8	-0,5	5.290,0	5.736,7	374,2
2009	13.764,1	15.170,3	-1.406,2	154,1	169,9	-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	15.234,8	16.461,7	-1.226,9	166,3	179,7	-13,4	4.798,2	3.714,8	4.907,5	7.442,9	-61,6	5.002,9	5.304,0	587,8
2011 I	15.135,4	16.377,3	-1.241,9	163,7	177,2	-13,4	4.801,9	3.739,5	4.811,3	7.469,7	-31,6	4.977,1	5.168,1	576,6
II	15.278,0	16.592,6	-1.314,6	164,1	178,2	-14,1	4.905,2	3.801,7	4.762,6	7.641,6	-48,6	5.077,8	5.149,4	581,0
III	15.432,1	16.725,3	-1.293,2	164,7	178,5	-13,8	4.960,3	3.850,3	4.574,8	7.511,6	-46,0	5.296,3	5.363,3	646,7
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	16,1	14,1	2,0	511,0	311,8	566,2	661,0	-61,7	327,1	318,7	128,2
2011 II	142,7	215,4	-72,7	6,1	9,1	-3,1	103,3	62,2	-48,7	171,9	-17,0	100,7	-18,7	4,4
III	154,0	132,7	21,4	6,6	5,7	0,9	55,1	48,7	-187,8	-129,9	2,6	218,5	214,0	65,7
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	4,7	6,0	-1,3	336,6	105,5	5,0	266,4	84,5	0,5	179,4	3,4
2009	-128,9	-114,9	-14,0	-1,4	-1,3	-0,2	334,7	231,9	94,0	355,3	-21,1	-531,9	-702,1	-4,6
2010	490,0	534,1	-44,1	5,3	5,8	-0,5	174,9	125,0	145,6	293,6	-17,4	176,7	115,5	10,3
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	198,2	216,6	-18,4	8,4	9,2	-0,8	55,9	26,9	33,0	183,2	-1,6	115,3	6,4	-4,5
III	114,7	124,5	-9,8	4,9	5,3	-0,4	40,7	24,1	-64,6	-27,0	15,4	127,0	127,3	-3,8
2011 Jul	3,1	-0,7	3,8	.	.	.	25,4	8,2	-0,7	-25,3	0,8	-23,6	16,5	1,2
Ago	62,4	63,8	-1,4	.	.	.	-6,3	1,4	-54,1	-28,5	6,5	119,7	90,9	-3,4
Sep	49,2	61,4	-12,2	.	.	.	21,5	14,5	-9,8	26,9	8,1	31,0	19,9	-1,6
Oct	-62,9	-67,9	5,0	.	.	.	18,3	10,6	-36,0	-62,5	0,9	-47,1	-16,1	1,1
Nov	-47,9	-51,4	3,6	.	.	.	12,9	6,1	-22,9	-20,5	-0,8	-37,3	-37,0	0,2
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	2,2	74,1	-76,7	412,4	449,7	21,7	-82,2	-49,3	89,9
2010	980,7	757,4	223,3	10,7	8,3	2,4	336,1	186,8	420,6	367,4	-44,3	150,4	203,1	117,9
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	-10,6	-0,3	-159,2	-60,7	-809,5	-915,0	-56,0	.	.	22,0
2009	635,3	483,4	151,9	7,1	5,4	1,7	142,5	28,4	425,3	455,0	21,7	.	.	45,8
2010	295,0	153,7	141,3	3,2	1,7	1,5	50,1	2,2	187,3	151,5	-44,3	.	.	102,0
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														
2007	15,6	14,3	.	.	.	.	15,8	15,1	10,0	9,4	.	20,2	20,2	1,6
2008	3,0	3,6	.	.	.	.	9,2	3,3	-0,2	4,2	.	0,0	3,3	1,0
2009	-1,0	-0,8	.	.	.	.	8,6	7,3	2,4	5,9	.	-10,1	-12,2	-1,2
2010	3,5	3,4	.	.	.	.	3,9	3,5	3,2	4,2	.	3,7	2,3	2,0
2011 I	3,4	3,4	.	.	.	.	4,5	5,3	2,6	5,3	.	3,4	-0,4	2,9
II	3,8	3,8	.	.	.	.	3,7	4,5	3,1	6,3	.	4,9	-0,2	2,3
III	3,8	3,9	.	.	.	.	3,5	5,2	0,8	5,2	.	7,2	1,2	0,8

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

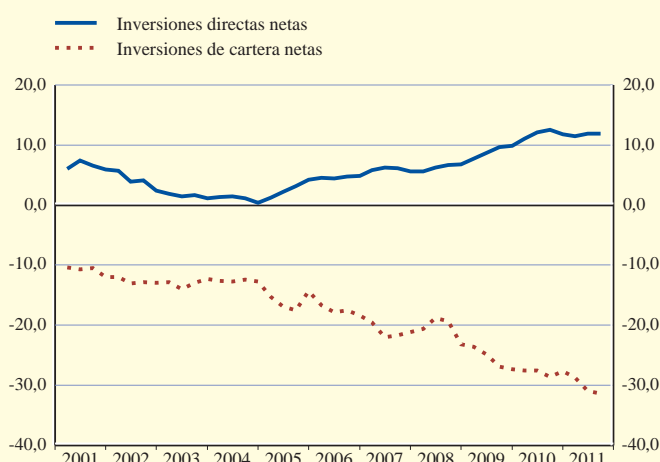
	Por residentes en el exterior						Por no residentes en la zona del euro							
	Total	Acciones y participaciones de capital y beneficios reinvertidos			Otro capital (princip. préstamos entre empresas relacionadas)			Total	Acciones y particip. de capital y beneficios reinvertidos			Otro capital (principalmente 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 II	4.905,2	3.775,8	281,0	3.494,8	1.129,4	14,5	1.114,9	3.801,7	2.896,3	85,4	2.810,9	905,4	9,5	895,8
III	4.960,3	3.807,6	283,5	3.524,1	1.152,7	13,2	1.139,5	3.850,3	2.952,7	86,5	2.866,2	897,6	8,5	889,2
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
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	55,9	51,2	9,4	41,8	4,7	-2,6	7,3	26,9	24,8	1,7	23,2	2,1	-1,5	3,6
III	40,7	27,7	2,2	25,5	13,0	-1,7	14,7	24,1	41,2	1,3	39,9	-17,0	-0,8	-16,2
2011 Jul	25,4	22,7	0,1	22,6	2,7	-1,6	4,3	8,2	13,5	0,6	12,9	-5,3	-0,5	-4,8
Ago	-6,3	-5,9	1,4	-7,3	-0,4	0,1	-0,5	1,4	16,2	0,2	16,0	-14,8	-0,3	-14,5
Sep	21,5	10,9	0,8	10,1	10,6	-0,2	10,9	14,5	11,4	0,5	11,0	3,1	0,0	3,1
Oct	18,3	14,1	0,1	14,0	4,2	0,2	4,0	10,6	5,1	0,1	5,1	5,5	-0,1	5,6
Nov	12,9	16,0	-0,9	16,9	-3,0	0,3	-3,3	6,1	2,2	0,7	1,5	3,9	0,0	3,9
Tasas de crecimiento														
2009	8,6	8,6	9,2	8,5	8,8	20,5	8,6	7,3	10,4	11,6	10,4	-0,5	-3,2	-0,5
2010	3,9	1,5	5,3	1,2	12,5	7,8	12,6	3,5	6,8	9,4	6,8	-5,7	-41,3	-5,0
2011 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	3,7	3,4	5,6	3,2	4,9	-12,7	5,2	4,5	5,0	8,0	5,0	2,9	-47,9	3,9
III	3,5	2,9	5,9	2,7	5,4	-24,0	5,9	5,2	5,2	6,6	5,2	5,5	-52,3	6,7

G36 Posición de inversión internacional de la zona del euro

(saldos vivos a fin de período; porcentaje del PIB)


G37 Posición de inversiones directas y de cartera de la zona del euro

(saldos vivos a fin de período; porcentaje del PIB)



7.3 Cuenta financiera

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

3. Inversiones de cartera: Activos

	Total		Acciones y participaciones				Valores distintos de acciones									
			Bonos y obligaciones		Instrumentos del mercado monetario											
	Total	IFM	No IFM	Total	IFM	No IFM	Total	IFM	No IFM	Total	IFM	No IFM	Total	IFM	No IFM	
			Euro-sistema	AAPP		Euro-sistema	AAPP		Euro-sistema	AAPP		Euro-sistema	AAPP		Euro-sistema	AAPP
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
Saldos vivos (posición de inversión internacional)																
2009	4.341,3	1.514,5	80,8	3,4	1.433,6	36,6	2.426,6	924,6	17,1	1.502,0	36,6	400,2	330,2	44,9	69,9	2,0
2010	4.907,5	1.914,2	93,8	3,6	1.820,5	47,6	2.588,8	810,7	15,6	1.778,1	75,7	404,5	314,9	41,7	89,6	0,2
2011 II	4.762,6	1.838,4	94,4	3,5	1.744,0	41,6	2.552,7	761,1	17,6	1.791,6	91,3	371,6	278,8	45,7	92,8	0,4
III	4.574,8	1.621,8	76,4	3,4	1.545,4	38,6	2.551,7	749,4	17,7	1.802,4	93,9	401,3	301,8	54,9	99,5	0,5
Transacciones																
2008	5,0	-93,7	-34,3	0,7	-59,4	-0,1	72,1	37,7	3,2	34,4	2,7	26,5	49,6	13,1	-23,0	0,4
2009	94,0	53,4	-1,3	0,0	54,8	2,5	45,7	-93,2	-3,8	138,9	17,5	-5,2	1,0	-12,9	-6,2	0,9
2010	145,6	76,5	5,6	-0,2	70,9	1,7	109,3	-124,5	-0,8	233,8	52,8	-40,3	-55,5	-11,7	15,3	-1,9
2011 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	33,0	18,0	3,2	0,1	14,8	-2,3	28,0	-4,4	0,4	32,4	-1,2	-12,9	-12,3	4,8	-0,5	-0,5
III	-64,6	-53,3	-12,9	0,0	-40,4	-1,9	-19,9	-21,6	-0,2	1,6	0,1	8,6	8,2	3,5	0,4	0,0
2011 Jul	-0,7	-3,0	0,5	0,0	-3,6	.	5,6	-6,5	-0,3	12,1	.	-3,3	-7,6	-3,5	4,3	.
Ago	-54,1	-38,3	-11,1	0,0	-27,2	.	-10,6	-7,1	0,2	-3,5	.	-5,2	-7,2	6,6	2,1	.
Sep	-9,8	-11,9	-2,3	0,0	-9,6	.	-14,9	-7,9	-0,1	-7,0	.	17,1	23,0	0,4	-5,9	.
Oct	-36,0	-6,5	-3,2	-0,1	-3,2	.	-12,6	-6,7	0,6	-5,9	.	-17,0	-22,4	-6,3	5,4	.
Nov	-22,9	-14,2	-0,7	0,0	-13,5	.	-11,6	-14,6	0,4	2,9	.	2,9	0,5	-1,1	2,4	.
Tasas de crecimiento																
2009	2,4	3,9	-2,4	-0,6	4,3	8,5	1,9	-9,5	-19,0	10,7	93,4	-2,0	-0,8	-22,3	-7,9	67,2
2010	3,2	4,8	7,0	-5,2	4,7	4,8	4,4	-13,5	-4,9	14,9	127,8	-9,5	-16,0	-25,4	21,1	-91,9
2011 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	3,4	-14,1	3,6	-12,4	9,7	12,2	125,5	-0,8	-4,4	9,2	13,8	93,4
III	0,8	0,3	-7,3	-8,7	0,7	-15,7	0,6	-15,2	9,1	8,8	133,2	5,9	0,7	0,9	28,8	-7,4

4. Inversiones de cartera: Pasivos

	Total		Acciones y participaciones				Valores distintos de acciones									
			Bonos y obligaciones		Instrumentos del mercado monetario											
	Total	IFM	No IFM	Total	IFM	No IFM	Total	IFM	No IFM	Total	IFM	No IFM	Total	IFM	No IFM	
			Euro-sistema	AAPP		Euro-sistema	AAPP		Euro-sistema	AAPP		Euro-sistema	AAPP		Euro-sistema	AAPP
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
Saldos vivos (posición de inversión internacional)																
2009	6.781,9	2.781,9	686,2	2.095,7	3.493,1	1.093,2	2.399,9	1.481,2	506,9	66,2	440,7	409,3				
2010	7.442,9	3.150,7	658,0	2.492,7	3.823,0	1.165,4	2.657,5	1.680,3	469,2	77,2	392,0	352,6				
2011 II	7.641,6	3.123,9	637,8	2.486,1	3.965,7	1.166,9	2.798,8	1.785,7	551,9	140,3	411,6	359,9				
III	7.511,6	2.795,1	618,2	2.176,8	4.153,2	1.223,1	2.930,2	1.848,7	563,3	139,3	424,0	376,6				
Transacciones																
2008	266,4	-108,6	78,1	-186,7	175,5	-15,6	191,0	159,4	199,5	-25,0	224,6	191,0				
2009	355,3	121,6	10,7	110,9	143,2	-15,6	158,8	103,7	90,5	-18,3	108,9	144,3				
2010	293,6	128,9	-14,2	143,1	174,2	57,3	116,9	189,2	-9,5	28,9	-38,4	-34,8				
2011 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	183,2	-20,1	-7,3	-12,7	175,2	44,6	130,5	97,9	28,2	21,6	6,6	-0,2				
III	-27,0	-31,3	-11,3	-19,9	11,0	14,6	-3,7	-16,8	-6,6	-10,3	3,7	17,9				
2011 Jul	-25,3	-4,2	-19,1	14,9	-19,1	6,7	-25,8	.	-2,0	-5,7	3,7	.				
Ago	-28,5	-8,9	9,5	-18,4	-4,5	1,8	-6,3	.	-15,2	-5,6	-9,6	.				
Sep	26,9	-18,2	-1,7	-16,5	34,6	6,2	28,4	.	10,6	1,0	9,5	.				
Oct	-62,5	-10,0	2,1	-12,2	-39,2	-23,8	-15,4	.	-13,3	-4,8	-8,5	.				
Nov	-20,5	-3,0	10,4	-13,5	-3,8	-3,6	-0,2	.	-13,6	7,6	-21,2	.				
Tasas de crecimiento																
2009	5,9	5,2	1,6	6,6	4,2	-1,3	7,2	7,4	23,0	-28,7	33,0	53,5				
2010	4,2	4,5	-2,1	6,7	4,9	5,0	4,8	12,6	-1,9	42,9	-8,9	-8,7				
2011 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	6,3	5,9	1,1	7,2	5,5	9,9	3,6	7,5	17,1	150,5	-1,3	3,3				
III	5,2	2,8	-2,9	4,4	6,7	10,3	5,2	8,6	8,7	60,5	-1,0	5,9				

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 II	5.077,8	40,5	40,3	0,2	3.042,6	2.992,9	49,7	147,3	7,5	99,4	19,2	1.847,5	223,6	1.478,2	441,1
III	5.296,3	42,4	42,1	0,3	3.206,2	3.148,7	57,5	142,7	7,4	94,6	17,5	1.905,0	229,0	1.516,0	454,6
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
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	115,3	4,6	4,6	0,0	60,8	54,2	6,6	0,9	0,0	0,5	2,4	49,0	-1,1	47,9	17,2
III	127,0	-2,8	-2,9	0,1	82,7	68,2	14,4	-6,6	-0,1	-6,5	-1,6	53,7	4,2	36,8	16,9
2011 Jul	-23,6	0,0	.	.	-27,4	.	.	-5,8	.	.	-1,7	9,5	.	.	0,6
Ago	119,7	0,5	.	.	105,9	.	.	-3,6	.	.	-3,0	16,8	.	.	2,4
Sep	31,0	-3,3	.	.	4,1	.	.	2,8	.	.	3,2	27,4	.	.	13,9
Oct	-47,1	-3,4	.	.	-72,7	.	.	6,7	.	.	7,6	22,3	.	.	20,0
Nov	-37,3	-3,4	.	.	-47,0	.	.	9,6	.	.	6,8	3,5	.	.	6,3
Tasas de crecimiento															
2009	-10,1	-0,4	-1,4	23,4	-12,8	-12,4	-36,9	9,8	-3,5	15,3	7,9	-6,7	3,8	-8,6	-8,1
2010	3,7	-13,1	-13,0	-9,9	0,4	0,1	27,8	31,9	-3,1	50,8	30,6	7,6	3,4	7,3	11,1
2011 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	37,7	18,1	-3,2	27,5	3,7	6,5	6,0	6,2	13,5
III	7,2	45,4	45,7	62,4	6,0	5,1	84,3	16,2	-3,6	25,0	9,1	8,0	7,4	7,6	13,3

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 II	5.149,4	278,0	275,1	2,8	3.325,3	3.269,4	55,9	187,1	0,0	181,3	5,8	1.359,0	209,5	1.000,2	149,3
III	5.363,3	315,2	312,3	2,9	3.403,7	3.340,5	63,3	210,8	0,0	204,9	5,9	1.433,6	214,0	1.044,5	175,0
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
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	6,4	7,2	4,9	2,4	-17,9	-19,2	1,3	12,6	0,0	12,3	0,3	4,5	-1,1	3,9	1,7
III	127,3	29,8	29,8	0,0	21,3	5,7	15,6	23,4	0,0	23,3	0,1	52,8	3,2	30,4	19,1
2011 Jul	16,5	14,2	.	.	-19,2	.	.	6,9	.	.	.	14,5	.	.	.
Ago	90,9	7,0	.	.	57,9	.	.	-2,5	.	.	.	28,6	.	.	.
Sep	19,9	8,6	.	.	-17,3	.	.	19,0	.	.	.	9,7	.	.	.
Oct	-16,1	-7,4	.	.	-34,0	.	.	2,8	.	.	.	22,6	.	.	.
Nov	-37,0	-2,8	.	.	-38,2	.	.	-0,2	.	.	.	4,2	.	.	.
Tasas de crecimiento															
2009	-12,2	-48,1	-48,2	.	-9,3	-9,2	-19,8	25,7	.	27,4	-0,9	-9,4	0,3	-11,5	-5,8
2010	2,3	3,4	2,4	.	-0,2	-0,4	15,8	74,2	.	78,3	11,7	4,0	8,6	1,2	15,8
2011 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	-0,2	12,6	11,8	.	-5,2	-5,6	23,3	89,4	.	96,4	-12,6	4,2	8,1	1,2	18,6
III	1,2	25,9	25,6	.	-4,4	-5,4	72,7	102,8	.	110,0	-9,8	3,3	9,6	0,1	18,3

Fuente: BCE.

7.3 Cuenta financiera

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

7. Activos de reserva ¹⁾

	Activos de reserva												Pro memoria				
	Total	Oro monetario		Tenencias de DEG	Posición de reserva en el FMI	Divisas convertibles							Otros activos	Otros activos en moneda extranjera	Drenajes netos de liquidez a corto plazo en moneda extranjera. Predeterminados	Asignación de DEG	
		En mm de euros	En onzas troy de oro fino (millones)			Total	Efectivo y depósitos		Valores								Derivados financieros
							En las autoridades monetarias y el BPI	En bancos	Total	Acc. y particip.	Bonos y obligaciones	Instrumentos del mercado monetario					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	
Saldos vivos (posición de inversión internacional)																	
2008	374,2	217,0	349,207	4,7	7,3	145,1	7,6	8,1	129,5	0,6	111,3	17,6	0,0	0,0	262,8	-245,7	5,5
2009	462,4	266,1	347,180	50,8	10,5	134,9	11,7	8,1	115,2	0,5	92,0	22,7	-0,1	0,0	32,1	-24,2	51,2
2010	591,2	366,2	346,962	54,2	15,8	155,0	7,7	16,1	131,3	0,5	111,2	19,5	0,0	0,0	26,3	-24,4	54,5
2011 I	576,6	351,5	346,987	51,1	21,6	152,4	5,6	18,2	128,2	0,5	108,6	19,0	0,4	0,0	21,3	-24,5	52,6
II	580,9	361,4	346,988	50,5	22,4	146,5	5,1	13,0	128,2	0,5	108,3	19,3	0,2	0,0	20,4	-18,1	52,2
III	646,6	416,3	346,989	52,9	26,0	151,4	5,5	11,1	135,1	0,6	120,5	14,0	-0,4	0,0	31,4	-24,5	54,5
2011 Nov	683,4	451,3	346,844	52,7	26,3	153,1	5,8	8,9	138,7	-	-	-	-0,2	0,0	32,7	-21,8	54,5
Dic	667,1	422,1	346,846	54,0	30,1	160,9	5,3	7,8	148,1	-	-	-	-0,4	0,0	97,4	-86,0	55,9
Transacciones																	
2008	3,4	-2,7	-	-0,1	3,8	2,4	5,0	-15,7	11,8	0,1	15,8	-4,1	1,3	0,0	-	-	-
2009	-4,6	-2,0	-	0,5	3,4	-6,4	3,1	-1,2	-9,5	0,0	-14,1	4,6	1,2	0,0	-	-	-
2010	10,3	0,0	-	-0,1	4,9	5,4	-5,4	6,7	4,1	0,0	10,6	-6,5	0,0	0,0	-	-	-
2011 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	-4,5	0,0	-	-0,2	0,9	-5,2	-0,5	-5,4	0,8	0,0	0,4	0,4	-0,1	0,0	-	-	-
III	-3,8	0,0	-	0,2	2,3	-6,3	0,3	-2,9	-3,8	0,0	3,0	-6,7	0,0	0,0	-	-	-
Tasas de crecimiento																	
2007	1,6	-1,7	-	7,3	-18,3	6,3	15,0	6,4	5,7	1,1	18,6	-27,6	-	-	-	-	-
2008	1,0	-1,3	-	-2,5	105,5	1,7	67,8	-68,9	10,8	28,0	17,9	-20,6	-	-	-	-	-
2009	-1,2	-0,9	-	-2,6	45,5	-4,4	41,1	-21,3	-7,3	1,0	-12,8	25,3	-	-	-	-	-
2010	2,0	0,0	-	-0,1	46,4	3,6	-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	2,3	0,0	-	-2,4	49,9	4,5	-36,6	5,3	7,3	1,9	12,4	-16,1	-	-	-	-	-
III	0,8	0,0	-	-2,1	65,5	-3,1	-29,3	-36,8	3,0	1,9	9,9	-42,1	-	-	-	-	-

8. Deuda externa bruta

	Total	Por instrumentos					Por sectores (excluidas inversiones directas)				
		Préstamos, efectivo y depósitos	Instrumentos del mercado monetario	Bonos y obligaciones	Créditos comerciales	Otros pasivos en forma de deuda	Inversiones directas: préstamos entre empresas relacionadas	AAPP	Eurosistema	IFM (excluido Eurosistema)	Otros sectores
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Saldos vivos (posición de inversión internacional)											
2008	10.914,5	5.340,8	398,1	3.377,9	184,1	211,8	1.401,7	1.747,0	482,7	5.006,5	2.276,5
2009	10.391,3	4.622,0	506,9	3.493,1	177,8	185,6	1.405,9	1.975,7	251,7	4.559,1	2.198,9
2010	11.016,4	4.891,7	469,2	3.823,0	200,8	211,5	1.420,2	2.186,8	268,8	4.751,3	2.389,4
2011 I	10.855,2	4.735,4	502,8	3.760,6	207,6	225,1	1.423,7	2.232,3	272,3	4.588,4	2.338,5
II	11.108,1	4.726,0	551,9	3.965,7	209,5	213,8	1.441,0	2.332,7	278,0	4.632,5	2.423,9
III	11.526,7	4.902,2	563,3	4.153,2	214,1	247,1	1.446,8	2.436,1	315,2	4.766,1	2.562,5
Saldos vivos en porcentaje del PIB											
2008	118,2	57,8	4,3	36,6	2,0	2,3	15,2	18,9	5,2	54,2	24,6
2009	116,4	51,8	5,7	39,1	2,0	2,1	15,7	22,1	2,8	51,1	24,6
2010	120,4	53,4	5,1	41,8	2,2	2,3	15,5	23,9	2,9	51,9	26,1
2011 I	117,6	51,3	5,4	40,7	2,2	2,4	15,4	24,2	2,9	49,7	25,3
II	119,5	50,8	5,9	42,6	2,3	2,3	15,5	25,1	3,0	49,8	26,1
III	123,1	52,4	6,0	44,4	2,3	2,6	15,5	26,0	3,4	50,9	27,4

Fuente: BCE.

1) Los datos se refieren a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas, de conformidad con el enfoque adoptado para los activos de reserva del Eurosistema. Para más información, véanse las Notas Generales.

7.3 Cuenta financiera

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

9. Desagregación geográfica

	Total	Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro						Canadá	China	Japón	Suiza	Estados Unidos	Centros financieros extra-territoriales	Organizaciones internacionales	Otros países
		Total	Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE	Instituciones de la UE								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
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
IV 2010 a III 2011	Transacciones acumuladas														
Inversiones directas	-24,1	23,4	2,6	-11,2	13,6	18,4	0,0	-27,8	8,7	7,6	-16,6	-46,1	-13,3	-0,1	39,9
En el exterior	166,3	49,5	4,1	-6,5	31,0	21,0	0,0	-4,1	8,9	1,7	4,8	31,1	-2,9	0,0	77,3
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	107,0	34,2	3,5	-3,4	13,1	21,0	0,0	-1,6	3,2	1,5	4,4	24,4	-18,1	0,0	59,1
Otro capital	59,3	15,4	0,6	-3,1	17,9	0,0	0,0	-2,5	5,7	0,3	0,4	6,7	15,2	0,0	18,2
En la zona del euro	190,4	26,1	1,5	4,7	17,4	2,5	0,0	23,7	0,2	-5,9	21,3	77,2	10,4	0,1	37,3
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	145,5	37,3	1,0	2,5	34,0	-0,2	0,0	29,0	0,2	0,3	4,2	40,7	7,2	0,0	26,7
Otro capital	44,9	-11,2	0,5	2,2	-16,6	2,8	0,0	-5,3	0,0	-6,2	17,2	36,5	3,2	0,1	10,7
Inversiones de cartera: Activos	41,6	26,9	4,2	18,9	-18,6	1,8	20,5	-4,9	5,5	-3,2	-6,6	23,7	-17,3	3,3	14,3
Acc. y participaciones	4,4	-2,7	-0,1	1,5	-3,6	-0,8	0,4	4,0	4,3	2,2	-7,0	0,8	0,5	-0,4	2,7
Valores distintos de acciones	37,2	29,6	4,4	17,5	-15,0	2,6	20,1	-8,9	1,2	-5,4	0,5	22,8	-17,8	3,7	11,6
Bonos y obligaciones	14,2	19,1	5,2	10,0	-15,4	3,1	16,2	-9,6	1,0	-4,2	2,6	6,9	-23,9	3,8	18,5
Instrum. mercado monetario	23,0	10,5	-0,8	7,5	0,4	-0,4	3,9	0,7	0,1	-1,2	-2,1	15,9	6,1	-0,1	-6,9
Otras inversiones	294,5	-3,3	2,0	-12,8	61,7	-4,0	-50,2	1,3	-1,4	-3,0	17,0	184,8	178,0	-52,3	-26,6
Activos	354,3	88,2	3,7	13,6	70,3	0,7	-0,2	1,4	9,1	-2,8	37,0	74,3	111,0	-11,9	48,1
AAPP	21,4	8,3	0,8	-0,6	7,0	1,0	0,1	0,8	0,0	2,2	0,7	7,0	0,9	0,5	1,0
IFM	189,7	27,4	2,2	10,9	18,7	-3,0	-1,4	0,4	6,8	-6,8	17,8	57,6	82,2	-12,5	16,8
Otros sectores	143,2	52,5	0,7	3,3	44,6	2,7	1,1	0,2	2,3	1,9	18,5	9,6	27,9	0,1	30,3
Pasivos	59,8	91,4	1,7	26,5	8,6	4,7	50,0	0,1	10,5	0,3	20,1	-110,5	-67,1	40,3	74,7
AAPP	108,7	62,3	0,0	0,0	38,0	0,0	24,3	0,0	0,0	-0,2	-0,8	15,7	1,1	30,5	0,1
IFM	-95,7	-2,3	-0,1	23,4	-47,4	2,6	19,3	-1,6	7,8	0,7	13,9	-120,1	-70,9	9,8	67,0
Otros sectores	46,8	31,4	1,8	3,1	17,9	2,1	6,5	1,7	2,7	-0,2	7,0	-6,0	2,7	-0,1	7,5

7.4 Presentación monetaria de la balanza de pagos ¹⁾

(mm de euros; transacciones)

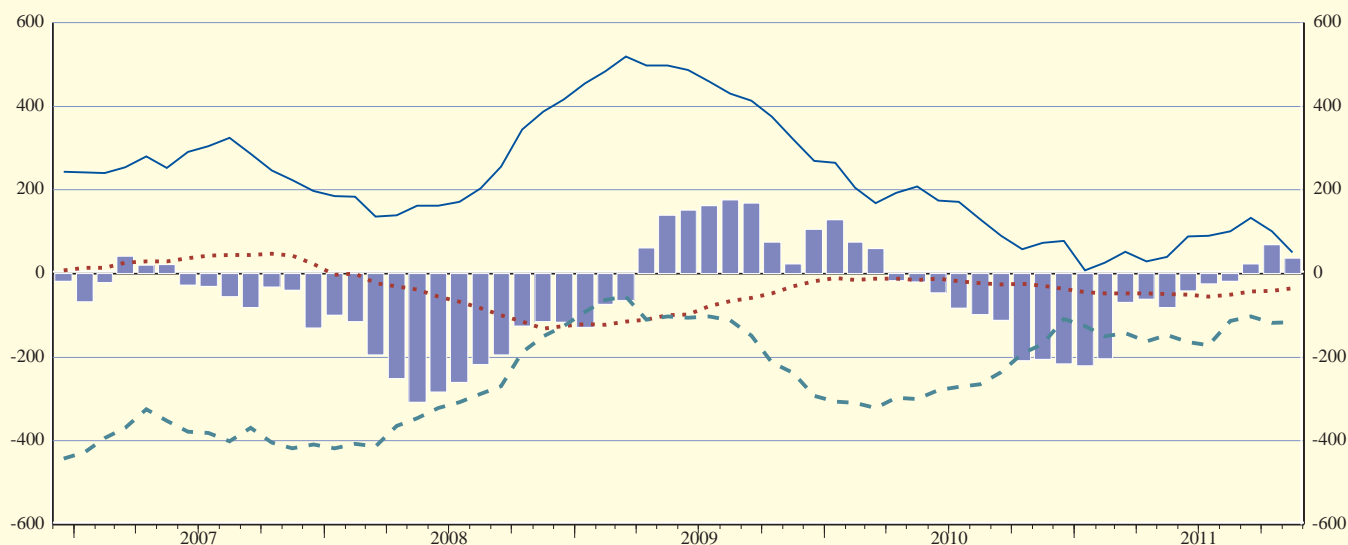
Balanza de pagos: Contrapartidas de las operaciones exteriores netas de las IFM

	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 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	5,7	-20,4	-49,2	26,8	-14,8	-31,8	-12,7	137,1	-49,9	17,1	1,6	2,0
III	5,8	0,6	-40,2	23,7	40,4	-2,0	-19,9	0,0	-47,2	76,2	-15,4	-10,4
2010 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	-25,6	-5,0	-42,3	18,1	-7,4	-14,6	-2,7	18,9	-7,6	5,3	2,6	8,9
May	-5,3	-15,5	-4,7	0,0	-1,4	-18,5	-15,4	69,1	-32,2	15,5	-2,3	0,2
Jun	36,7	0,1	-2,2	8,6	-6,0	1,3	5,4	49,1	-10,1	-3,7	1,2	-7,1
Jul	-18,2	1,3	-26,9	8,1	3,6	-16,4	14,9	-22,1	-3,7	21,4	-0,8	2,5
Ago	8,6	-1,5	7,8	1,5	27,2	1,4	-18,4	-15,9	-13,2	26,1	-6,5	0,1
Sep	15,4	0,9	-21,0	14,1	9,6	13,0	-16,5	37,9	-30,2	28,7	-8,1	-13,1
Oct	-39,1	4,1	-17,9	10,7	3,2	0,5	-12,2	-23,9	-29,0	25,4	-0,9	0,9
Nov	-39,6	3,2	-13,6	5,4	13,5	-5,3	-13,5	-21,4	-13,1	4,0	0,8	0,4
<i>transacciones acumuladas de 12 meses</i>												
2011 Nov	36,0	-35,6	-199,2	186,6	32,3	-64,7	48,1	49,9	-156,1	178,7	-10,1	6,0

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, veánse 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)				Pro memoria:		Importaciones (CIF)			Pro memoria:	
	Expor- taciones 1	Impor- taciones 2	Total 3	Total			Manufac- turas 7	8	Total			Manufac- turas 12	Petróleo 13
				Bienes intermedios 4	Bienes de equipo 5	Bienes de consumo 6			Bienes intermedios 9	Bienes de equipo 10	Bienes de consumo 11		
En términos nominales (mm de euros; tasas de variación interanual para las columnas 1 y 2)													
2009	-18,0	-21,7	1.280,2	628,0	264,4	355,5	1.063,0	1.267,8	734,6	194,0	317,3	842,0	182,0
2010	20,1	22,5	1.533,4	765,6	311,4	420,2	1.269,3	1.547,8	946,7	230,1	348,4	1.018,4	247,4
2010 IV	22,1	25,7	405,0	202,0	84,5	109,6	333,4	407,7	254,1	59,2	89,6	266,5	66,4
2011 I	21,5	24,0	427,0	214,5	86,1	116,2	350,2	435,6	275,9	59,8	91,8	277,7	75,6
II	13,0	12,7	429,1	215,9	86,8	116,3	350,7	436,2	280,6	58,7	89,7	275,0	78,6
III	9,4	9,1	436,4	218,6	87,1	118,7	358,5	438,8	280,9	58,8	91,5	275,1	80,6
2011 Jun	3,3	3,7	138,8	70,2	28,2	37,0	113,5	141,5	91,1	18,7	29,5	89,1	25,3
Jul	5,1	7,3	141,8	71,5	28,2	38,4	116,5	145,4	93,4	19,5	29,8	90,6	27,4
Ago	13,9	12,1	148,2	73,8	29,8	40,2	122,4	149,5	95,4	20,3	31,1	94,8	26,8
Sep	9,8	8,2	146,4	73,3	29,1	40,0	119,6	144,0	92,1	19,1	30,6	89,7	26,4
Oct	5,8	7,5	143,5	72,5	27,7	39,5	116,9	143,0	90,9	19,5	30,2	88,9	26,4
Nov	10,2	3,6	149,2	.	.	.	120,7	143,0	.	.	.	87,8	.
En términos reales (2000 = 100; tasas de variación interanual para las columnas 1 y 2)													
2009	-16,5	-13,6	119,6	114,9	119,0	128,1	115,9	109,8	101,0	115,7	136,7	111,1	101,8
2010	15,0	10,8	136,8	132,5	138,5	143,7	134,0	120,9	113,1	131,2	143,3	127,9	100,9
2010 IV	15,2	10,4	142,9	137,5	149,9	148,5	139,7	123,8	116,5	134,5	145,2	132,2	102,9
2011 I	13,3	7,7	146,1	141,2	149,8	152,7	143,2	125,1	117,6	133,0	145,1	133,9	98,7
II	8,2	2,6	146,8	140,8	152,1	154,3	144,0	123,8	116,6	133,5	143,4	134,1	94,4
III	5,1	2,3	148,0	141,8	151,6	155,2	146,1	124,4	117,2	134,3	142,8	133,3	99,0
2011 May	17,4	8,2	150,2	143,4	159,3	158,7	148,6	127,0	119,3	135,3	147,4	138,6	92,5
Jun	0,1	-4,5	142,6	137,7	147,2	148,0	139,9	119,9	113,2	126,1	140,1	129,2	93,3
Jul	1,3	1,1	144,4	139,3	147,4	150,9	142,4	124,3	117,5	134,0	140,7	132,2	100,9
Ago	9,1	4,4	150,7	143,4	155,9	158,0	149,5	126,4	118,7	138,6	143,8	137,3	98,6
Sep	5,4	1,6	148,8	142,8	151,4	156,7	146,3	122,7	115,5	130,4	143,8	130,6	97,4
Oct	0,1	0,0	144,7	139,8	144,1	153,1	141,3	121,0	113,3	132,9	140,5	128,5	96,6

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			
% del total	100,0	33,1	44,5	17,9	4,5	99,2	100,0	28,4	27,9	22,1	21,6	81,1		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2010	105,4	3,8	4,8	1,4	2,2	26,3	3,8	108,9	9,9	9,7	1,5	2,9	27,5	5,9
2011	110,0	4,4	5,8	1,4	2,2	23,3	4,3	118,6	9,0	4,6	-0,1	3,8	26,5	4,0
2011 II	110,0	4,1	6,0	0,8	1,8	22,0	4,0	118,6	8,4	4,6	-0,7	3,3	25,6	3,5
III	110,4	3,9	5,0	0,9	1,8	25,5	3,9	118,8	8,0	3,0	-1,5	2,9	26,8	2,8
IV	110,6	3,7	3,8	1,7	2,3	20,3	3,6	119,9	7,5	0,5	0,7	3,4	24,5	2,7
2011 Jul	110,4	4,0	5,3	0,8	1,7	25,9	3,9	118,8	8,2	4,0	-2,0	3,0	27,2	2,9
Ago	110,3	3,8	4,8	0,8	1,8	23,4	3,7	118,2	7,3	2,6	-1,4	2,6	24,3	2,6
Sep	110,6	4,0	4,7	1,1	1,9	27,2	4,0	119,3	8,5	2,5	-1,1	3,3	29,1	2,9
Oct	110,4	4,1	4,4	1,7	2,4	24,4	4,0	119,3	8,8	1,5	0,5	4,0	28,6	3,4
Nov	110,6	3,9	3,8	1,8	2,4	22,3	3,8	119,8	8,1	0,8	0,5	3,3	27,1	2,8
Dic	110,7	3,1	3,1	1,7	2,1	14,6	3,0	120,5	5,8	-0,9	1,1	2,9	18,5	1,8

Fuente: Eurostat.

- 1) Grupos de productos según la clasificación por destino económico de los bienes. A diferencia de los grupos de productos que figuran en el cuadro 2, los bienes intermedios y los bienes de consumo incluyen productos agrícolas y energéticos.
- 2) Grupos de productos según la clasificación por grandes sectores industriales. A diferencia de los grupos de productos que figuran en el cuadro 1, los bienes intermedios y los bienes de consumo no incluyen los productos agrícolas y energéticos. Las manufacturas tienen una composición distinta de la que figura en las columnas 7 y 12 del cuadro 1. Los datos corresponden a índices de precios que recogen la variación del precio de una cesta de productos y no son simples ratios de las cifras relativas al comercio en términos nominales y reales del cuadro 1, que se ven afectadas por cambios en la composición y la calidad de los bienes comerciables. Estos índices difieren de los deflatores del PIB para las exportaciones y las importaciones, que figuran en el cuadro 3 de la sección 5.1, debido principalmente a que estos deflatores se refieren a todos los bienes y servicios, incluido el comercio transfronterizo dentro de la zona del euro.
- 3) Los precios industriales de exportación se refieren a las transacciones directas entre productores de la zona del euro y clientes de fuera de la zona. A diferencia de las cifras relativas al comercio en términos nominales y reales que figuran en el cuadro 1, aquí no están incluidas las exportaciones de los mayoristas ni las reexportaciones.

7.5 Comercio exterior de bienes

(mm de euros; salvo indicación en contrario; datos desestacionalizados)

3. Detalle por área geográfica

	Total	Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro				Rusia	Suiza	Turquía	Estados Unidos	Asia		África	América Latina	Otros países	
		Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE					China	Japón				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Exportaciones (fob)															
2009	1.280,2	27,4	41,5	175,3	174,6	50,1	79,0	34,8	152,5	284,4	68,9	28,6	92,0	54,4	29,3
2010	1.533,4	30,1	52,6	194,7	208,6	63,4	92,7	47,4	180,6	356,0	94,8	34,6	104,9	73,4	18,2
2010 II	378,9	7,3	13,2	48,0	51,0	15,3	22,8	11,5	45,3	88,8	23,6	8,7	25,7	18,5	4,7
III	397,1	7,6	13,4	50,0	53,9	17,1	23,9	12,1	47,8	92,2	24,0	8,9	26,8	18,9	4,2
IV	405,0	8,2	14,1	50,3	56,2	17,4	24,6	13,3	46,2	93,4	25,5	9,0	27,5	19,2	4,0
2011 I	427,0	8,0	15,0	53,1	59,2	18,7	25,9	15,4	49,9	99,5	28,9	9,3	28,0	20,2	0,2
II	429,1	8,2	15,4	52,1	60,2	20,0	26,3	14,3	48,1	98,4	27,3	9,5	27,1	21,0	3,7
III	436,4	8,3	15,6	53,4	61,0	20,7	28,2	13,5	48,4	101,6	28,6	10,2	27,6	21,2	2,8
2011 Jun	138,8	2,7	5,0	17,1	20,0	6,5	8,2	4,5	15,5	32,1	8,9	3,1	8,8	6,6	0,7
Jul	141,8	2,7	5,2	17,2	19,8	6,6	9,3	4,5	15,6	33,0	9,2	3,2	9,0	6,9	0,9
Ago	148,2	2,8	5,3	18,4	20,8	7,0	9,4	4,5	17,1	34,5	9,9	3,5	9,2	7,2	0,4
Sep	146,4	2,8	5,1	17,8	20,4	7,1	9,5	4,5	15,8	34,0	9,6	3,4	9,4	7,0	1,4
Oct	143,5	2,7	4,7	17,7	19,9	6,6	9,4	4,4	15,6	34,3	10,2	3,6	9,2	6,9	1,1
Nov	149,2	.	.	.	.	7,1	9,4	4,3	17,4	35,4	10,2	3,5	9,4	7,2	.
Porcentaje del total de exportaciones															
2010	100,0	2,0	3,4	12,7	13,6	4,1	6,0	3,1	11,8	23,2	6,2	2,3	6,8	4,8	1,2
Importaciones (cif)															
2009	1.267,8	27,1	38,2	127,1	161,9	84,3	65,4	26,6	116,3	380,9	157,9	44,2	94,9	59,5	-25,4
2010	1.547,8	27,4	47,4	147,8	195,6	112,7	73,3	30,9	129,8	494,6	208,6	51,4	119,2	75,3	-49,6
2010 II	385,9	6,8	11,9	36,6	48,3	28,5	19,5	7,6	32,0	125,0	53,0	13,1	29,9	18,2	-14,6
III	400,8	6,9	12,5	37,5	50,1	28,2	18,8	7,7	34,3	130,3	55,5	13,2	29,7	19,4	-10,6
IV	407,7	7,0	12,6	38,6	52,5	30,2	18,2	8,3	34,2	128,5	54,2	13,1	32,6	21,0	-14,5
2011 I	435,6	7,2	13,2	40,9	55,7	35,4	18,9	9,0	35,4	136,2	55,0	13,7	35,8	21,5	-17,9
II	436,2	7,5	13,4	40,7	56,3	35,1	19,6	8,9	34,1	139,4	55,9	12,7	30,6	21,9	-15,1
III	438,8	7,3	13,7	42,2	57,1	32,3	21,8	8,5	34,3	137,5	54,2	13,2	30,9	23,4	-11,1
2011 Jun	141,5	2,4	4,3	13,4	18,6	9,8	6,5	2,9	11,1	45,7	18,4	4,1	10,8	7,1	-3,9
Jul	145,4	2,4	4,5	13,9	18,7	11,9	6,7	2,9	11,0	46,4	18,1	4,5	9,6	7,7	-5,2
Ago	149,5	2,4	4,7	14,0	19,1	10,0	8,2	2,9	11,5	47,0	18,9	4,5	10,8	8,1	-2,3
Sep	144,0	2,5	4,5	14,2	19,3	10,4	6,9	2,8	11,7	44,1	17,2	4,3	10,5	7,6	-3,6
Oct	143,0	2,5	4,2	13,6	18,9	11,7	6,7	2,8	11,8	44,3	17,4	4,3	10,3	7,7	-6,0
Nov	143,0	.	.	.	.	11,3	6,8	2,7	11,7	43,5	16,9	4,2	10,3	7,7	.
Porcentaje del total de importaciones															
2010	100,0	1,8	3,1	9,6	12,6	7,3	4,7	2,0	8,4	31,9	13,5	3,3	7,7	4,9	-3,2
Saldo															
2009	12,4	0,3	3,3	48,2	12,7	-34,2	13,6	8,2	36,2	-96,5	-88,9	-15,6	-2,9	-5,1	54,7
2010	-14,5	2,7	5,2	46,9	13,1	-49,3	19,4	16,5	50,8	-138,6	-113,8	-16,8	-14,3	-1,8	67,8
2010 II	-6,9	0,5	1,3	11,4	2,6	-13,2	3,3	3,9	13,2	-36,1	-29,4	-4,4	-4,2	0,4	19,3
III	-3,7	0,6	0,9	12,5	3,8	-11,1	5,1	4,4	13,5	-38,1	-31,5	-4,3	-2,9	-0,5	14,8
IV	-2,8	1,2	1,5	11,6	3,7	-12,8	6,5	5,0	12,0	-35,1	-28,8	-4,1	-5,1	-1,8	18,5
2011 I	-8,5	0,8	1,8	12,2	3,5	-16,7	7,0	6,4	14,5	-36,8	-26,0	-4,4	-7,7	-1,3	18,2
II	-7,1	0,7	2,0	11,3	4,0	-15,1	6,7	5,5	14,1	-41,0	-28,6	-3,2	-3,5	-0,9	18,8
III	-2,3	1,0	1,9	11,2	3,9	-11,7	6,4	5,0	14,2	-35,9	-25,6	-3,1	-3,3	-2,2	13,9
2011 Jun	-2,7	0,2	0,7	3,7	1,4	-3,3	1,7	1,6	4,5	-13,7	-9,5	-1,0	-2,1	-0,5	4,7
Jul	-3,6	0,3	0,7	3,2	1,1	-5,4	2,6	1,6	4,6	-13,4	-8,9	-1,2	-0,7	-0,7	6,1
Ago	-1,2	0,4	0,6	4,3	1,7	-3,0	1,2	1,6	5,5	-12,4	-9,1	-1,0	-1,6	-0,9	2,7
Sep	2,5	0,3	0,6	3,7	1,1	-3,3	2,6	1,7	4,0	-10,1	-7,6	-0,8	-1,0	-0,6	5,0
Oct	0,5	0,3	0,5	4,1	1,0	-5,1	2,7	1,6	3,8	-10,0	-7,2	-0,7	-1,1	-0,8	7,0
Nov	6,1	.	.	.	.	-4,2	2,6	1,6	5,7	-8,1	-6,7	-0,7	-0,9	-0,4	.

Fuente: Eurostat.



TIPOS DE CAMBIO

8.1 Tipos de cambio efectivos ¹⁾

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

	TCE-20						TCE-40		
	Nominal	Real, IPC	Real, IPRI	Real, deflactor del PIB	Real, CLUM	Real, CLUT	Nominal	Real, IPC	
	1	2	3	4	5	6	7	8	
2009	110,6	109,2	104,3	104,8	118,7	104,8	119,7	106,8	
2010	103,6	101,6	98,1	96,7	107,8	97,2	111,4	98,1	
2011	103,4	100,7	97,6	.	.	.	112,1	97,6	
2010 IV	103,4	101,0	97,9	95,8	107,1	96,8	111,3	97,5	
2011 I	102,7	100,1	97,1	94,7	105,7	95,4	110,7	96,6	
II	105,2	102,6	99,3	97,0	108,9	97,8	113,5	99,0	
III	103,5	100,6	97,6	95,0	107,7	95,5	112,5	97,7	
IV	102,1	99,4	96,2	.	.	.	111,6	97,0	
2011 Ene	101,4	98,9	96,0	-	-	-	109,3	95,4	
Feb	102,4	99,7	96,9	-	-	-	110,6	96,4	
Mar	104,2	101,6	98,5	-	-	-	112,3	98,1	
Abr	105,9	103,3	100,0	-	-	-	114,0	99,6	
May	104,9	102,2	98,8	-	-	-	113,2	98,6	
Jun	105,0	102,3	99,0	-	-	-	113,4	98,9	
Jul	104,0	101,0	98,1	-	-	-	112,4	97,7	
Ago	103,8	100,8	97,9	-	-	-	112,9	98,0	
Sep	102,8	99,9	96,8	-	-	-	112,0	97,4	
Oct	103,0	100,3	97,0	-	-	-	112,6	97,8	
Nov	102,6	99,9	96,7	-	-	-	112,1	97,4	
Dic	100,8	98,2	95,0	-	-	-	110,3	95,7	
2012 Ene	98,9	96,4	93,2	-	-	-	108,0	93,7	
	<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>								
2012 Ene	-1,8	-1,9	-1,8	-	-	-	-2,1	-2,2	
	<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>								
2012 Ene	-2,4	-2,6	-2,8	-	-	-	-1,2	-1,8	

G39 Tipos de cambio efectivos

(medias mensuales; índice: I 1999 = 100)

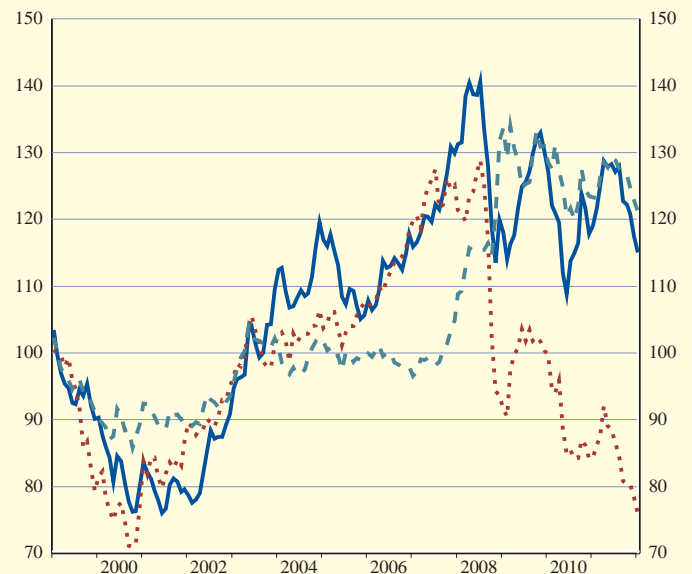
- TCE-20 nominal
- ... TCE-20 real deflactado por el IPC



G40 Tipos de cambio bilaterales

(medias mensuales; índice: I 1999 = 100)

- USD/EUR
- ... JPY/EUR
- - - GBP/EUR



Fuente: BCE.

1) Véanse las Notas Generales para una definición de los grupos de socios comerciales y otras informaciones.

8.2 Tipos de cambio bilaterales

(medias del período; unidades de moneda nacional por euro)

	Lev búlgaro	Corona checa	Corona danesa	Lats letón	Litas lituano	Forint húngaro	Zloty polaco	Nuevo leu rumano	Corona sueca	Libra esterlina	Kuna croata	Nueva lira turca
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2009	1,9558	26,435	7,4462	0,7057	3,4528	280,33	4,3276	4,2399	10,6191	0,89094	7,3400	2,1631
2010	1,9558	25,284	7,4473	0,7087	3,4528	275,48	3,9947	4,2122	9,5373	0,85784	7,2891	1,9965
2011	1,9558	24,590	7,4506	0,7063	3,4528	279,37	4,1206	4,2391	9,0298	0,86788	7,4390	2,3378
2011 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
2011 III	1,9558	24,387	7,4506	0,7093	3,4528	275,10	4,1527	4,2587	9,1451	0,87760	7,4629	2,4535
2011 IV	1,9558	25,276	7,4398	0,7017	3,4528	303,47	4,4207	4,3365	9,0910	0,85727	7,4968	2,4759
2011 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
Nov	1,9558	25,464	7,4412	0,7015	3,4528	309,15	4,4324	4,3560	9,1387	0,85740	7,4923	2,4565
Dic	1,9558	25,514	7,4341	0,6975	3,4528	304,19	4,4774	4,3282	9,0184	0,84405	7,5136	2,4632
2012 Ene	1,9558	25,531	7,4353	0,6990	3,4528	307,33	4,3760	4,3417	8,8503	0,83210	7,5543	2,3759
Tasa de variación respecto al mes anterior												
2012 Ene	0,0	0,1	0,0	0,2	0,0	1,0	-2,3	0,3	-1,9	-1,4	0,5	-3,5
Tasa de variación respecto al año anterior												
2012 Ene	0,0	4,4	-0,2	-0,6	0,0	11,6	12,5	1,9	-0,7	-1,8	2,1	13,6
	Dólar australiano	Real brasileño	Dólar canadiense	Yuan renminbi chino	Dólar de Hong Kong	Corona islandesa ¹⁾	Rupia india ²⁾	Rupia indonesia	Shequel israelí	Yen japonés	Ringgit malasio	
	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	
2009	1,7727	2,7674	1,5850	9,5277	10,8114	-	67,3611	14,443,74	5,4668	130,34	4,9079	
2010	1,4423	2,3314	1,3651	8,9712	10,2994	-	60,5878	12,041,70	4,9457	116,24	4,2668	
2011	1,3484	2,3265	1,3761	8,9960	10,8362	-	64,8859	12,206,51	4,9775	110,96	4,2558	
2011 II	1,3550	2,2960	1,3932	9,3509	11,1932	-	64,3809	12,364,41	4,9490	117,41	4,3451	
2011 III	1,3459	2,3063	1,3841	9,0653	11,0105	-	64,7000	12,181,09	5,0174	109,77	4,2666	
2011 IV	1,3316	2,4240	1,3788	8,5682	10,4879	-	68,5352	12,111,94	5,0172	104,22	4,2458	
2011 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	
Nov	1,3414	2,4210	1,3897	8,6154	10,5495	-	68,8330	12,214,99	5,0521	105,02	4,2756	
Dic	1,3003	2,4175	1,3481	8,3563	10,2496	-	69,2066	11,965,40	4,9725	102,55	4,1639	
2012 Ene	1,2405	2,3084	1,3073	8,1465	10,0187	-	66,0601	11,709,25	4,9141	99,33	4,0151	
Tasa de variación respecto al mes anterior												
2012 Ene	-4,6	-4,5	-3,0	-2,5	-2,3	-	-4,5	-2,1	-1,2	-3,1	-3,6	
Tasa de variación respecto al año anterior												
2012 Ene	-7,5	3,2	-1,5	-7,6	-3,6	-	8,8	-3,0	2,6	-10,0	-1,8	
	Peso mexicano	Dólar neozelandés	Corona noruega	Peso filipino	Rublo ruso	Dólar singapurense	Rand sudafricano	Won surcoreano	Franco suizo	Baht tailandés	Dólar estadounidense	
	24	25	26	27	28	29	30	31	32	33	34	
2009	18,7989	2,2121	8,7278	66,338	44,1376	2,0241	11,6737	1,772,90	1,5100	47,804	1,3948	
2010	16,7373	1,8377	8,0043	59,739	40,2629	1,8055	9,6984	1,531,82	1,3803	42,014	1,3257	
2011	17,2877	1,7600	7,7934	60,260	40,8846	1,7489	10,0970	1,541,23	1,2326	42,429	1,3920	
2011 II	16,8752	1,7992	7,8259	62,256	40,2750	1,7842	9,7852	1,559,23	1,2514	43,592	1,4391	
2011 III	17,3908	1,6976	7,7652	60,371	41,1734	1,7309	10,0898	1,532,60	1,1649	42,574	1,4127	
2011 IV	18,3742	1,7353	7,7602	58,566	42,0737	1,7348	10,9209	1,542,87	1,2293	41,791	1,3482	
2011 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	
Nov	18,5646	1,7584	7,7868	58,743	41,8082	1,7476	11,0547	1,537,42	1,2307	41,969	1,3556	
Dic	18,1174	1,7102	7,7451	57,537	41,5686	1,7070	10,7829	1,513,26	1,2276	41,099	1,3179	
2012 Ene	17,3140	1,6132	7,6752	56,208	40,4394	1,6510	10,3405	1,474,96	1,2108	40,718	1,2905	
Tasa de variación respecto al mes anterior												
2012 Ene	-4,4	-5,7	-0,9	-2,3	-2,7	-3,3	-4,1	-2,5	-1,4	-0,9	-2,1	
Tasa de variación respecto al año anterior												
2012 Ene	6,9	-7,5	-1,9	-4,9	0,5	-4,0	11,6	-1,4	-5,3	-0,3	-3,4	

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										
2010	3,0	1,2	2,2	-1,2	1,2	4,7	2,7	6,1	1,9	3,3
2011	3,4	2,1	2,7	4,2	4,1	3,9	3,9	5,8	1,4	4,5
2011 III	3,1	2,0	2,6	4,4	4,6	3,4	3,7	4,2	1,6	4,7
2011 IV	2,5	2,8	2,5	4,1	4,0	4,1	4,2	3,4	0,9	4,7
2011 Oct	3,0	2,6	2,7	4,3	4,2	3,8	3,8	3,6	1,1	5,0
2011 Nov	2,6	2,9	2,5	4,0	4,4	4,3	4,4	3,5	1,1	4,8
2011 Dic	2,0	2,8	2,4	3,9	3,5	4,1	4,5	3,2	0,4	4,2
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 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	5,09	7,64	5,74	7,43	1,83	2,41
Oct	5,27	3,14	2,23	5,62	5,06	7,88	5,71	7,48	1,90	2,52
Nov	5,27	3,67	2,01	5,73	5,25	8,53	5,80	7,43	1,69	2,29
Dic	5,23	3,70	1,86	5,93	5,75	8,97	5,84	7,21	1,68	2,12
Tipo de interés a tres meses en porcentaje; media del período										
2011 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
Oct	3,68	1,17	1,40	0,99	1,88	6,18	4,80	5,96	2,52	0,97
Nov	3,64	1,15	1,29	1,27	1,87	7,25	4,94	6,01	2,62	1,01
Dic	3,64	1,16	1,08	1,86	1,78	6,50	4,98	6,05	2,69	1,06
PIB real										
2009	-5,5	-4,7	-5,8	-17,7	-14,8	-6,8	1,6	-7,1	-5,2	-4,4
2010	0,2	2,7	1,3	-0,3	1,4	1,3	3,9	-1,3	5,6	2,1
2011 II	2,0	2,0	1,7	5,3	6,5	1,7	4,6	1,9	4,8	0,6
III	1,6	1,2	0,0	6,1	7,3	1,5	4,2	4,4	4,6	0,5
IV	.	.	.	.	4,5	.	.	.	.	0,8
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	-3,7	6,5	-3,1
2011 I	2,0	2,5	5,8	1,2	1,8	3,0	-1,7	-2,6	8,0	-1,8
II	1,3	-6,1	7,2	1,3	-1,7	3,3	-2,1	-6,8	6,7	-1,4
III	12,1	-4,1	8,5	2,4	6,0	4,2	-3,6	-3,3	9,3	-4,4
Deuda externa bruta en porcentaje del PIB										
2009	108,3	51,6	188,5	156,5	87,0	144,7	59,4	69,0	210,8	416,9
2010	102,8	55,8	190,7	165,4	87,4	143,4	66,0	77,2	190,4	413,9
2011 I	98,5	55,2	185,4	158,1	85,5	137,3	68,3	74,6	188,5	416,6
II	96,6	55,4	181,5	154,7	85,8	137,0	68,7	78,1	190,0	418,2
III	93,7	57,5	182,7	151,4	82,6	146,3	72,4	77,8	197,8	435,6
Costes laborales unitarios										
2009	12,7	2,4	5,7	-7,9	-1,4	2,9	2,2	3,8	4,6	5,7
2010	0,8	-0,7	-1,0	-10,2	-7,3	-3,2	2,2	-4,0	-1,7	1,7
2011 I	1,7	-0,2	-0,5	2,6	-3,0	2,9	1,2	-1,3	-2,4	-0,7
II	5,3	0,6	-1,0	2,3	-0,7	5,9	0,1	9,4	-0,7	0,8
III	7,8	0,4	0,4	1,9	-1,1	6,1	2,0	9,3	-1,0	2,1
Tasa de paro normalizada en porcentaje de la población activa (d.)										
2010	10,3	7,3	7,4	18,6	17,8	11,1	9,6	7,3	8,4	7,8
2011	11,1	6,8	7,6	.	.	10,9	9,6	7,3	7,5	.
2011 III	11,0	6,6	7,5	14,8	15,3	10,9	9,7	7,5	7,3	8,3
2011 IV	11,0	6,7	7,8	.	.	10,8	9,9	7,2	7,5	.
2011 Oct	10,9	6,6	7,7	.	.	10,8	9,9	7,3	7,5	8,4
2011 Nov	11,0	6,7	7,8	.	.	10,7	9,9	7,3	7,5	.
2011 Dic	11,2	6,8	7,8	.	.	10,9	9,9	7,0	7,5	.

Fuentes: BCE, Comisión Europea (D.G. de Asuntos Económicos y Financieros y Eurostat); datos nacionales, Thomson Reuters y cálculos del BCE.

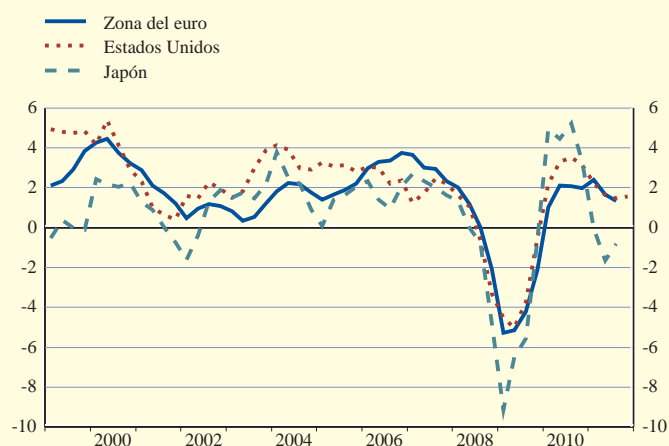
9.2 Evolución económica y financiera en Estados Unidos y Japón

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Índice de precios de consumo	Costes laborales unitarios ¹⁾	PIB a precios constantes	Índice de producción industrial (manufacturas)	Tasa de desempleo en % de la población activa (d.) ²⁾	Agregado monetario amplio ³⁾	Tipos de depósitos interbancarios a 3 meses ⁴⁾	Rendimiento de la deuda pública a 10 años (cupón cero) ⁴⁾ ; fin de período	Tipo de cambio en moneda nacional por euro ⁵⁾	Déficit (-)/superávit (+) presupuestario en % del PIB	Deuda pública bruta en % del PIB ⁶⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Estados Unidos											
2008	3,8	2,8	-0,3	-4,7	5,8	7,1	2,93	2,70	1,4708	-6,6	61,5
2009	-0,4	-0,6	-3,5	-13,5	9,3	7,9	0,69	4,17	1,3948	-11,6	74,1
2010	1,6	-2,0	3,0	5,9	9,6	2,3	0,34	3,57	1,3257	-10,7	82,4
2011	3,2	1,0	1,7	4,9	9,0	7,2	0,34	2,10	1,3920	.	.
2010 IV	1,3	-0,9	3,1	6,6	9,6	3,1	0,29	3,57	1,3583	-10,5	82,4
2011 I	2,1	1,3	2,2	6,6	9,0	4,6	0,31	3,76	1,3680	-9,9	83,2
II	3,4	1,0	1,6	4,4	9,0	5,4	0,26	3,46	1,4391	-10,2	83,0
III	3,8	0,5	1,5	4,2	9,1	9,1	0,30	2,18	1,4127	-9,7	84,9
IV	3,3	1,3	1,6	4,3	8,7	9,5	0,48	2,10	1,3482	.	.
2011 Sep	3,9	-	-	4,4	9,0	9,6	0,35	2,18	1,3770	-	-
Oct	3,5	-	-	4,7	8,9	9,4	0,41	2,37	1,3706	-	-
Nov	3,4	-	-	4,2	8,7	9,6	0,48	2,30	1,3556	-	-
Dic	3,0	-	-	4,0	8,5	9,6	0,56	2,10	1,3179	-	-
2012 Ene	.	-	-	.	8,3	.	0,57	1,97	1,2905	-	-
Japón											
2008	1,4	1,2	-1,1	-3,4	4,0	2,1	0,93	1,21	152,45	-1,9	162,9
2009	-1,3	2,8	-5,5	-21,9	5,1	2,7	0,47	1,42	130,34	-8,8	180,0
2010	-0,7	-2,6	4,5	16,6	5,1	2,8	0,23	1,18	116,24	-8,4	188,4
2011	-0,3	.	.	-3,5	.	2,7	0,19	1,00	110,96	.	.
2010 IV	-0,3	-1,3	3,3	6,0	5,0	2,5	0,19	1,18	112,10	.	.
2011 I	-0,5	1,2	0,0	-2,6	4,7	2,5	0,19	1,33	112,57	.	.
II	-0,4	1,2	-1,7	-6,9	4,6	2,8	0,20	1,18	117,41	.	.
III	0,1	.	-0,8	-2,1	4,4	2,8	0,19	1,04	109,77	.	.
IV	-0,3	.	.	-2,8	.	3,0	0,20	1,00	104,22	.	.
2011 Sep	0,0	-	-	-3,3	4,1	2,7	0,19	1,04	105,75	-	-
Oct	-0,2	-	-	0,0	4,5	2,8	0,19	1,04	105,06	-	-
Nov	-0,5	-	-	-4,2	4,5	3,0	0,20	1,10	105,02	-	-
Dic	-0,2	-	-	-4,2	.	3,1	0,20	1,00	102,55	-	-
2012 Ene	.	-	-	.	.	.	0,20	0,98	99,33	-	-

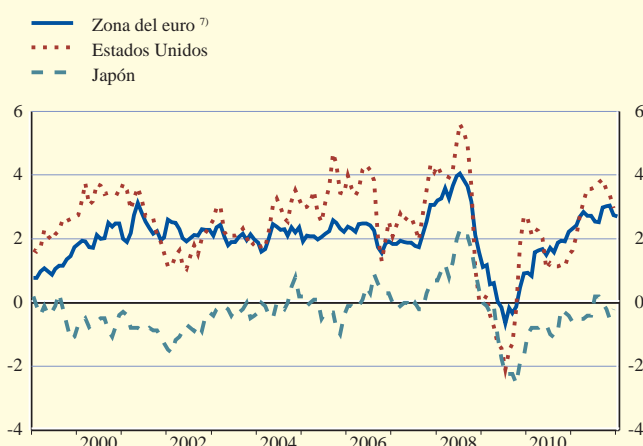
G41 Producto interior bruto a precios constantes

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



G42 Índices de precios de consumo

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuentes: Datos nacionales [columnas 1, 2 (Estados Unidos), 3, 4, 5 (Estados Unidos), 6, 9 y 10]; OCDE [columna 2 (Japón)]; Eurostat [columna 5 (Japón)]; datos de la zona del euro en el gráfico]; Thomson Reuters (columnas 7 y 8) y cálculos del BCE (columna 11).

- 1) Los datos de Estados Unidos están desestacionalizados y se refieren al sector privado no agrícola.
- 2) Los datos de marzo a agosto de 2011 relativos a Japón excluyen las tres prefecturas que se vieron más afectadas por el terremoto, pero estos datos se reincorporan a partir de septiembre de 2011.
- 3) Medias del período; M2 para Estados Unidos y M2+certificados de depósito para Japón.
- 4) En porcentaje. Para más información sobre los tipos de interés de los depósitos interbancarios a tres meses, véase la sección 4.6.
- 5) Para más información, véase sección 8.2.
- 6) Deuda bruta consolidada del sector Administraciones Públicas (fin de período).
- 7) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.



LISTA DE GRÁFICOS

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



NOTAS TÉCNICAS

PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LA EVOLUCIÓN MONETARIA

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

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

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

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

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

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

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

SECCIONES 2.1 A 2.6

CÁLCULO DE LAS OPERACIONES

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

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

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

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

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

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

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

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

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LAS SERIES MENSUALES

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LAS SERIES TRIMESTRALES

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

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

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

DESESTACIONALIZACIÓN DE LAS ESTADÍSTICAS MONETARIAS DE LA ZONA DEL EURO¹

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

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

SECCIONES 3.1 A 3.5

IDENTIDAD DE EMPLEOS Y RECURSOS

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

- 1 Para más información, véanse «Seasonal adjustment of monetary aggregates and HIPC for the euro area», BCE (agosto de 2000), y la dirección del BCE en Internet (www.ecb.europa.eu), sección «Statistics», apartado «Monetary and financial statistics».
- 2 Para más información, véanse D. Findley, B. Monsell, W. Bell, M. Otto y B. C. Chen (1998), «New Capabilities and Methods of the X-12-ARIMA Seasonal Adjustment Program», *Journal of Business and Economic Statistics*, 16, 2, pp. 127-152, o «X-12-ARIMA Reference Manual», Time Series Staff, Bureau of the Census, Washington, D. C. A efectos internos, también se utiliza el procedimiento, basado en modelos de TRAMO-SEATS. Para más información sobre TRAMO-SEATS, véase V. Gómez y A. Maravall (1996), «Programs TRAMO and SEATS: Instructions for the user», Documento de Trabajo n.º 9628, Banco de España, Madrid.
- 3 De lo que resulta que, para las series desestacionalizadas, el nivel del índice del período base, es decir, diciembre de 2008, difiere, en general, de 100, como reflejo de la estacionalidad del mes.

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

CÁLCULO DE LOS SALDOS CONTABLES

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

SECCIONES 4.3 Y 4.4

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

DESESTACIONALIZACIÓN DE LAS ESTADÍSTICAS DE EMISIONES DE VALORES⁴

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

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

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

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

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

CUADRO 1 DE LA SECCIÓN 5.1

DESESTACIONALIZACIÓN DEL IAPC⁴

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

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

CUADRO 2 DE LA SECCIÓN 7.1

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

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

SECCIÓN 7.3

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

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

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

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

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



NOTAS GENERALES

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

Como norma general, la fecha de cierre de las estadísticas incluidas en el Boletín Mensual es el día anterior a la primera reunión mantenida en el mes por el Consejo de Gobierno del BCE. Para esta edición, la fecha de cierre ha sido el 8 de febrero de 2012.

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

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

SERIES DE LA ZONA DEL EURO CON UNA COMPOSICIÓN FIJA

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

SERIES DE LA ZONA DEL EURO CON UNA COMPOSICIÓN VARIABLE

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

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

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

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

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

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

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

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

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

PANORÁMICA GENERAL

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

ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA

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

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

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

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

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

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

DINERO, SISTEMA BANCARIO Y OTRAS INSTITUCIONES FINANCIERAS

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

CUENTAS DE LA ZONA DEL EURO

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

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

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

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

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

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

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

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

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

MERCADOS FINANCIEROS

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

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

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

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

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

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

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

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

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

zona del euro por sector emisor. Los datos mensuales de las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras se corresponden con las series trimestrales que aparecen en la sección 3.4 (balance financiero, acciones cotizadas).

En las columnas 3, 5, 7 y 9 del cuadro 1 de la sección 4.4 figuran las tasas de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro (por sector emisor), basadas en las operaciones financieras que se producen cuando un emisor emite acciones o las amortiza por efectivo, excluidas las inversiones en acciones propias. El cálculo de las tasas de crecimiento interanual excluye las reclasificaciones, las revalorizaciones y otros cambios que no se deriven de operaciones.

En la sección 4.5 se presentan las estadísticas de todos los tipos de interés que las IFM residentes en la zona del euro aplican a los depósitos y a los préstamos denominados en euros frente a hogares y sociedades no financieras residentes en la zona. Los tipos de interés aplicados por las IFM de la zona del euro para cada categoría se calculan como media ponderada (por volumen de operaciones correspondiente) de los tipos de interés aplicados en los países de la zona del euro.

Las estadísticas de tipos de interés de las IFM aparecen detalladas por tipo de operación, sector, instrumento y vencimiento, período de preaviso o período inicial de fijación del tipo de interés. Estas estadísticas de tipos de interés sustituyeron a las diez series estadísticas provisionales relativas a los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito de la zona del euro a su clientela, que se publicaban en el Boletín Mensual desde enero de 1999.

La sección 4.6 presenta los tipos de interés del mercado monetario en la zona del euro, Estados Unidos y Japón. En el caso de la zona del euro se incluye una amplia gama de tipos de interés del mercado monetario, que abarca desde tipos de interés aplicados a los depósitos a un día, hasta los aplicados a los depósitos a doce meses. Con anterioridad a enero de 1999, los tipos de interés sintéticos de la zona del euro se calculaban a partir de

los tipos de interés nacionales ponderados por el PIB. Salvo en el caso del tipo de interés a un día antes de enero de 1999, los valores mensuales, trimestrales y anuales son medias del período. Los depósitos a un día están representados por los tipos de oferta de los depósitos interbancarios a fin de período hasta diciembre de 1998 y, posteriormente, por medias del período del índice medio del tipo de interés del euro a un día (EONIA). Desde enero de 1999, los tipos de interés aplicados a los depósitos a uno, tres, seis y doce meses en la zona del euro son tipos de interés de oferta en el mercado interbancario del euro (euríbor); hasta esa fecha se aplicaban los tipos de interés de oferta en el mercado interbancario de Londres (LIBOR). En el caso de Estados Unidos y Japón, los tipos de interés de los depósitos a tres meses están representados por el LIBOR.

En la sección 4.7 se presentan los tipos de interés a fin de período estimados a partir de las curvas de tipos nominales al contado basadas en la deuda pública denominada en euros, con calificación AAA, emitida por las Administraciones Centrales de la zona del euro. Las curvas se han estimado utilizando el modelo de Svensson⁵. Se incluyen también los diferenciales entre los tipos de los bonos con vencimiento a diez años y los de los bonos con vencimiento a tres meses y a dos años. En la dirección <http://www.ecb.europa.eu/stats/money/yc/html/index.en.html> pueden consultarse otras curvas de tipos (publicación diaria, incluidos gráficos y cuadros) y la información metodológica correspondiente. También pueden descargarse datos diarios.

En la sección 4.8 figuran los índices bursátiles de la zona del euro, Estados Unidos y Japón.

PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

La mayoría de los datos presentados en esta sección son elaborados por la Comisión Europea (principalmente, Eurostat) y las autoridades estadísticas nacionales. Los resultados de la zona del euro se obtienen por agregación de los datos de los distintos países. En la medida de lo posible, los datos se han

armonizado y son comparables. Las estadísticas relativas a los índices de costes laborales, al PIB y a los componentes del gasto, al valor añadido por ramas de actividad, a la producción industrial, a las ventas del comercio al por menor, a las matriculaciones de automóviles y al empleo en términos de horas trabajadas están ajustadas por días laborables.

El Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) de la zona del euro (cuadro 1 de la sección 5.1), disponible a partir de 1995, se basa en los IAPC nacionales, que siguen la misma metodología en todos los países de la zona del euro. El detalle por componentes de bienes y servicios se obtiene de la Clasificación del Consumo Individual por Finalidad (COICOP/IAPC). El IAPC abarca el gasto monetario en consumo final de los hogares en el territorio económico de la zona del euro. El cuadro incluye los datos desestacionalizados del IAPC y estimaciones experimentales de los precios administrados basadas en el IAPC, elaboradas por el BCE.

Los datos relativos a los precios industriales (cuadro 2 de la sección 5.1), la producción industrial, los nuevos pedidos, la cifra de negocios y las ventas del comercio al por menor (sección 5.2) siguen el Reglamento (CE) n.º 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.º 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.º 3037/90 y determinados Reglamentos de la CE sobre aspectos estadísticos específicos⁷. El detalle por destino final de los productos en el caso de los precios industriales y de la producción industrial corresponde a la subdivisión armonizada de la

5 Véase L. E. Svensson, «Estimating and Interpreting Forward Interest Rates: Sweden 1992-1994», CEPR Discussion Paper n.º 1051, Centre for Economic Policy Research, Londres, 1994.

6 DO L 162, de 5.6.1998, p. 1.

7 DO L 393, de 30.12.2006, p. 1.

industria, excluida la construcción (NACE Revisión 2, secciones B a E), en grandes sectores industriales definida en el Reglamento (CE) nº 656/2007 de la Comisión, de 14 de junio de 2007⁸. Los precios industriales reflejan los precios de venta en fábrica. Incluyen los impuestos indirectos, excepto el IVA y otros impuestos deducibles. La producción industrial refleja el valor añadido del sector de que se trate.

Los dos índices de precios de las materias primas no energéticas mostrados en el cuadro 3 de la sección 5.1 se elaboran incluyendo la misma cesta de materias primas, pero con dos sistemas de ponderación distintos: uno se basa en las respectivas importaciones de materias primas de la zona del euro (columnas 2 a 4), y el otro (columnas 5 a 7) se basa en la demanda interna estimada, o destino, de la zona del euro, tomando en consideración información sobre las importaciones, las exportaciones y la producción interna de cada materia prima (prescindiendo, por simplicidad, de las existencias, que se supone que son relativamente estables a lo largo del período observado). El índice de precios de las materias primas ponderado por las importaciones es adecuado para analizar el entorno exterior, mientras que el índice ponderado por el destino es apropiado para el fin específico de analizar las presiones de los precios internacionales de las materias primas sobre la inflación de la zona del euro. Los índices de precios de las materias primas ponderados por el destino son datos experimentales. Para más información sobre la compilación de los índices de precios de las materias primas elaborados por el BCE, véase el recuadro 1 del Boletín Mensual de diciembre de 2008.

Los índices de costes laborales (cuadro 5 de la sección 5.1) miden las variaciones de los costes laborales por hora trabajada en la industria (incluida la construcción) y en los servicios de mercado. La metodología está establecida en el Reglamento (CE) nº 450/2003 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de febrero de 2003, sobre el índice de costes laborales⁹, y en el Reglamento de aplicación (CE) nº 1216/2003 de la Comisión, de 7 de julio de 2003¹⁰. Se dispone del detalle de los índices de costes laborales de la zona del euro por componentes (sueldos y

salarios, cotizaciones sociales a cargo de la empresa, más los impuestos relacionados con el empleo pagados por el empresario, menos las subvenciones recibidas por éste) y por ramas de actividad. El BCE calcula el indicador de salarios negociados (pro memoria del cuadro 3 de la sección 5.1) a partir de datos nacionales no armonizados.

Los componentes de los costes laborales unitarios (cuadro 4 de la sección 5.1), el PIB y sus componentes (cuadros 1 y 2 de la sección 5.2), los deflatores del PIB (cuadro 3 de la sección 5.1) y las estadísticas de empleo (cuadros 1, 2 y 3 de la sección 5.3) se basan en las cuentas nacionales trimestrales SEC 95¹¹. El SEC 95 fue modificado por el Reglamento (UE) nº 715/2010 de la Comisión, de 10 de agosto de 2010¹² que implantó la NACE Revisión 2, la Clasificación Nacional de Actividades Económicas actualizada. La publicación de las cuentas nacionales de la zona del euro con esta nueva clasificación se inició en diciembre de 2011.

Los nuevos pedidos (cuadro 4 de la sección 5.2) recogen los pedidos recibidos durante el período de referencia en las ramas de actividad que basan su producción principalmente en pedidos, en especial las industrias textil, de pasta de papel y papel, química, de fabricación de productos metálicos, de bienes de equipo y de bienes de consumo duradero. Los datos se calculan a precios corrientes.

Los índices de cifra de negocios en la industria y en el comercio al por menor (cuadro 4 de la sección 5.2) miden la cifra de negocios, incluidos todos los gravámenes e impuestos (a excepción del IVA) del período de referencia. La cifra de negocios del comercio al por menor incluye todo el comercio al por menor (salvo las ventas de automóviles y motocicletas), excepto el combustible para vehículos de motor. Las matriculaciones de automóviles abarcan las matriculaciones de automóviles, tanto privados como de uso comercial.

8 DO L 155, de 15.6.2007, p. 3

9 DO L 69, de 13.3.2003, p. 1.

10 DO L 169, de 8.7.2003, p. 37.

11 DO L 310, de 30.11.1996, p.1.

12 DO L 210, de 11.8.2010, p.1.

Los datos cualitativos de las encuestas de opinión (cuadro 5 de la sección 5.2) se basan en las encuestas de la Comisión Europea realizadas a empresas y consumidores.

Las tasas de desempleo (cuadro 4 de la sección 5.3), que se adecuan a las pautas de la Organización Internacional del Trabajo, se refieren a personas que buscan empleo activamente en porcentaje de la población activa y utilizan criterios y definiciones armonizados. Las estimaciones de población activa en las que se basa la tasa de desempleo son distintas de la suma de las cifras de parados y ocupados que figuran en la sección 5.3.

FINANZAS PÚBLICAS

Las secciones 6.1 a 6.5 muestran la situación de las finanzas públicas de la zona del euro. Los datos son, en su mayor parte, consolidados y se basan en la metodología del SEC 95. Los agregados anuales de la zona del euro que figuran en las secciones 6.1 a 6.3 son datos obtenidos por el BCE a partir de los datos armonizados facilitados por los BCN, que se actualizan regularmente. Por tanto, los datos relativos al déficit y a la deuda de los países de la zona del euro pueden diferir de los utilizados por la Comisión Europea en el procedimiento de déficit excesivo. Los agregados trimestrales de la zona del euro que aparecen en las secciones 6.4 y 6.5 son datos obtenidos por el BCE a partir de datos nacionales y de Eurostat.

En la sección 6.1 se presentan los datos anuales sobre los recursos y los empleos de las Administraciones Públicas, basados en las definiciones establecidas en el Reglamento (CE) n° 1500/2000 de la Comisión, de 10 de julio de 2000¹³, que modifica el SEC 95. En la sección 6.2 se ofrecen detalles de la deuda bruta consolidada de las Administraciones Públicas en valor nominal que se ajustan a las disposiciones del Tratado relativas al procedimiento de déficit excesivo. Las secciones 6.1 y 6.2 incluyen un resumen de datos correspondiente a cada uno de los países de la zona del euro, debido a su importancia en el marco del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Los déficits y los superávits de cada

país de la zona del euro se corresponden con el código B.9, tal y como se define en el Reglamento (CE) n° 479/2009 del Consejo, por lo que respecta a las referencias al SEC 95. La sección 6.3 presenta las variaciones de la deuda de las Administraciones Públicas. La diferencia entre las variaciones de la deuda y el déficit —el ajuste entre déficit y deuda— se explica, fundamentalmente, por las operaciones de las Administraciones Públicas con activos financieros y por los efectos de tipo de cambio. En la sección 6.4 se presentan los datos trimestrales sobre los recursos y los empleos de las Administraciones Públicas, basados en las definiciones establecidas en el Reglamento (CE) n° 1221/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 10 de junio de 2002, sobre cuentas no financieras trimestrales de las Administraciones Públicas¹⁴. En la sección 6.5 se presentan datos trimestrales sobre la deuda pública bruta consolidada, el ajuste entre déficit y deuda y la necesidad de financiación del Estado. Estas cifras se han recopilado a partir de datos facilitados por los Estados miembros, de conformidad con el Reglamento (CE) n° 501/2004 y el Reglamento (CE) n° 1222/2004, y de datos proporcionados por los BCN.

TRANSACCIONES Y POSICIONES FRENTA AL EXTERIOR

Los conceptos y definiciones utilizados en las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional (PII) (secciones 7.1 a 7.4) se ajustan, en general, a lo establecido en la quinta edición del Manual de Balanza de Pagos del FMI (octubre de 1993), así como a la Orientación del BCE de 16 de julio de 2004 sobre las exigencias de información estadística del BCE (BCE/2004/15)¹⁵, modificada por la Orientación del BCE de 31 de mayo de 2007 (BCE/2007/3)¹⁶. En la publicación del BCE titulada «European Union balance of payments/international investment position statistical methods» (mayo de 2007), y en los informes de los grupos de trabajo sobre sistemas de recopilación de inversiones

13 DO L 172, de 12.7.2000, p. 3.

14 DO L 179, de 9.7.2002, p. 1.

15 DO L 354, de 30.11.2004, p. 34.

16 DO L 159, de 20.6.2007, p. 48.

de cartera (junio de 2002), renta de inversiones de cartera (agosto de 2003) e inversión exterior directa (marzo de 2004), que pueden descargarse del sitio web del BCE, se encuentra información adicional sobre las metodologías y los recursos utilizados en las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional de la zona del euro. Por otra parte, en el sitio web del Comité de Estadísticas Monetarias, Financieras y de Balanza de Pagos (www.cmfb.org) se puede consultar un informe del grupo de trabajo del BCE y la Comisión Europea (Eurostat) sobre la calidad de las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional (junio de 2004). En la dirección del BCE en Internet puede consultarse el informe anual sobre la calidad de las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional de la zona del euro, elaborado de conformidad con las recomendaciones del grupo de trabajo y con los principios básicos del «ECB Statistics Quality Framework», publicado en abril de 2008.

Los cuadros de las secciones 7.1 y 7.4 siguen las convenciones de signos del Manual de Balanza de Pagos del FMI, es decir, los superávits de la balanza por cuenta corriente y por cuenta de capital se presentan con un signo positivo, mientras que, en la cuenta financiera, el signo positivo indica un incremento de los pasivos o una disminución de los activos. En los cuadros de la sección 7.2, los ingresos y los pagos se presentan con un signo positivo. Además, a partir del Boletín Mensual de febrero de 2008, los cuadros de la sección 7.3 se han reestructurado con el fin de presentar conjuntamente datos de balanza de pagos, de posición de inversión internacional y de las tasas de crecimiento relacionadas; en los nuevos cuadros, las operaciones de activos y pasivos que corresponden a incrementos en las posiciones figuran con un signo positivo.

La balanza de pagos de la zona del euro es elaborada por el BCE. Los datos mensuales más recientes deben considerarse provisionales. Estos datos se revisan al llevar a cabo la actualización para el mes siguiente y al publicarse los datos trimestrales detallados de la balanza de pagos. Los datos anteriores se revisan periódicamente o al producirse cambios metodológicos en la compilación de los datos originales.

En el cuadro 1 de la sección 7.2 se presentan también datos desestacionalizados de la balanza por cuenta corriente. Cuando procede, los datos también se ajustan por días laborables, años bisiestos y Semana Santa. El cuadro 3 de la sección 7.2 y el cuadro 9 de la sección 7.3 presentan una desagregación de la balanza de pagos y de la posición de inversión internacional de la zona del euro frente a los principales socios comerciales, individualmente o por grupos, distinguiendo entre Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y países o áreas fuera de la Unión Europea. La citada desagregación muestra también las transacciones y las posiciones frente a instituciones de la UE (que, salvo el BCE, se consideran no residentes en la zona a efectos estadísticos, con independencia de dónde estén ubicados) y, en ciertos casos, también frente a centros financieros extraterritoriales y a organizaciones internacionales. La desagregación no incluye las transacciones ni las posiciones de pasivos de inversiones de cartera, derivados financieros o reservas internacionales. Además, no se proporcionan datos por separado sobre las rentas de la inversión pendientes de pago a Brasil, China continental, India o Rusia. El detalle geográfico se describe en el artículo titulado «Balanza de pagos y posición de inversión internacional de la zona del euro frente a las principales contrapartes», publicado en el Boletín Mensual de febrero de 2005.

Los datos de la balanza por cuenta financiera y de la PII de la zona del euro que aparecen en la sección 7.3 se elaboran en función de las transacciones y las posiciones frente a no residentes en la zona del euro, considerando la zona del euro como una entidad económica única (véanse también el recuadro 9 del Boletín Mensual de diciembre de 2002, el recuadro 5 del Boletín Mensual de enero de 2007, y el recuadro 6 del Boletín Mensual de enero de 2008). La PII se valora a precios corrientes de mercado, con la excepción de la inversión directa, en la que se utiliza el valor contable para las acciones no cotizadas y otras inversiones (como, por ejemplo, préstamos y depósitos). Los datos trimestrales sobre la posición de inversión internacional se compilan utilizando el mismo enfoque metodológico que en los datos anuales.

Dado que algunos datos no están disponibles con periodicidad trimestral (o lo están con retraso), la PII trimestral se estima parcialmente a partir de las transacciones financieras, de los precios de los activos y de la evolución del tipo de cambio.

El cuadro 1 de la sección 7.3 resume la PII y las transacciones financieras de la balanza de pagos de la zona del euro. El detalle de las variaciones de la PII anual se obtiene aplicando un modelo estadístico a las modificaciones de la posición de inversión internacional no atribuibles a transacciones en el que se utiliza información procedente de la desagregación geográfica y la composición por monedas de los activos y pasivos, así como de los índices de precios de diferentes activos financieros. Las columnas 5 y 6 de ese cuadro se refieren a la inversión directa por residentes en el extranjero y a la inversión directa por parte de no residentes en la zona del euro.

En el cuadro 5 de la sección 7.3, el detalle de «préstamos» y «efectivo y depósitos» se basa en el sector de entidades de contrapartida no residentes, es decir, los activos frente a entidades de crédito no residentes se clasifican como depósitos, mientras que los activos frente a otros sectores no residentes se clasifican como préstamos. Este detalle mantiene la distinción efectuada en otras estadísticas, como las del balance consolidado de las IFM, y es acorde con el Manual de Balanza de Pagos del FMI.

En el cuadro 7 de la sección 7.3 se recogen los saldos vivos de las reservas internacionales del Eurosistema y de otros activos y pasivos relacionados con los anteriores. Estos datos no son totalmente comparables con los del estado financiero semanal del Eurosistema, debido a diferencias de cobertura y de valoración. Los datos que figuran en el cuadro 7 siguen las recomendaciones de la presentación de las reservas internacionales y la liquidez en moneda extranjera. Por definición, los activos incluidos en las reservas internacionales del Euro-sistema tienen en cuenta la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Antes de que los países se incorporen a la zona del euro, los activos de sus bancos centrales nacionales se incluyen en las inversiones de cartera (en el caso de los valores) o de otras inversiones (en el caso de otros ac-

tivos). Las variaciones en las tenencias de oro del Eurosistema (columna 3) se deben a operaciones en oro efectuadas en los términos del Acuerdo sobre el Oro de los Bancos Centrales, de 26 de septiembre de 1999, actualizado el 27 de septiembre de 2009. En la dirección del BCE en Internet puede consultarse y descargarse una publicación titulada «Statistical treatment of the Eurosystem's international reserves» (octubre de 2000), con más información sobre el tratamiento estadístico de las reservas internacionales del Eurosistema. En esta dirección también figuran datos más exhaustivos, acordes con la presentación de las reservas internacionales y la liquidez en moneda extranjera.

Las estadísticas relativas a la deuda externa bruta de la zona del euro que figuran en el cuadro 8 de la sección 7.3 representan los pasivos en circulación (excluidos los pasivos contingentes) frente a residentes en la zona del euro que exigen el pago del principal o de los intereses por parte del deudor en algún momento o momentos futuros. En el cuadro 8 se presenta la deuda externa bruta desagregada por instrumentos y por sectores institucionales.

En la sección 7.4 figura una presentación monetaria de la balanza de pagos de la zona del euro, en la que se muestran las operaciones de las instituciones distintas de IFM como contrapartida de las operaciones exteriores netas de las IFM. En las operaciones de las instituciones distintas de IFM se incluyen las transacciones de balanza de pagos para las que no se dispone de detalle por sectores, es decir, las cuentas corriente y de capital (columna 2) y los derivados financieros (columna 1). En la sección «Statistics» de la dirección del BCE en Internet puede consultarse una nota metodológica actualizada sobre la presentación monetaria de la balanza de pagos de la zona del euro. Véase también el recuadro 1 del Boletín Mensual de junio de 2003.

En la sección 7.5 se recogen datos sobre el comercio exterior de bienes de la zona del euro, cuya fuente es Eurostat. Los índices de comercio en términos nominales y en términos reales están desestacionalizados y ajustados por días laborales. El detalle por grupos de productos que figura

en las columnas 4 a 6 y 9 a 11 del cuadro 1 de la sección 7.5 sigue la Clasificación por destino económico de los bienes y se corresponde con las categorías básicas de bienes del Sistema de Cuentas Nacionales. Las manufacturas (columnas 7 y 12) y el petróleo (columna 13) se detallan conforme a las definiciones de la CUCI Rev. 4. El detalle por área geográfica (cuadro 3 de la sección 7.5) presenta los principales socios comerciales, individualmente o por grupos regionales. Los datos de China no incluyen Hong Kong. Al existir diferencias en las definiciones, clasificaciones, cobertura y momento de registro, los datos de comercio exterior, en particular las importaciones, no son totalmente comparables con la rúbrica de bienes de las estadísticas de balanza de pagos (secciones 7.1 y 7.2). Parte de la diferencia tiene su origen en que los seguros y los fletes están incluidos en la rúbrica de importaciones de bienes de los datos de comercio exterior.

Los precios industriales de importación y de exportación (o precios de producción en el mercado no interior) que figuran en el cuadro 2 de la sección 7.5 fueron introducidos por el Reglamento (CE) nº 1158/2005 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 6 de julio de 2005, por el que se modifica el Reglamento (CE) nº 1165/98 del Consejo, que es la principal base legal para las estadísticas coyunturales. El índice de precios industriales de importación incluye los productos industriales importados de países de fuera de la zona del euro tal como se definen en las secciones B a E de la Clasificación estadística de productos por actividades en la Comunidad Económica Europea (CPA) y todos los sectores institucionales importadores, salvo los hogares, los Gobiernos y las instituciones sin fines de lucro. Este índice refleja el precio CIF (coste, seguro y fletes), excluidos los impuestos a las importaciones, y se refiere a las operaciones reales en euros registradas en el punto donde se transfiere la propiedad de los bienes. Los precios industriales de exportación incluyen todos los productos industriales exportados directamente por los productores de la zona del euro a mercados de fuera de la zona, en el ámbito de las secciones B a E de la NACE, Revisión 2. No están incluidas las exportaciones de los mayo-

ristas ni las reexportaciones. Los índices reflejan el precio FOB (franco a bordo) expresado en euros y calculado en las fronteras de la zona del euro, e incluyen todos los impuestos indirectos, salvo el IVA, y otros impuestos deducibles. Se dispone de los precios industriales de importación y de exportación por grandes sectores industriales, según se definen en el Reglamento (CE) nº 656/2007 de la Comisión, de 14 de junio de 2007. Para más información, véase el recuadro 11 del Boletín Mensual de diciembre de 2008.

TIPOS DE CAMBIO

En la sección 8.1 se presentan los índices de tipos de cambio efectivos nominales y reales del euro, calculados por el BCE sobre la base de las medias ponderadas de los tipos de cambio bilaterales del euro frente a las monedas de algunos socios comerciales de la zona del euro. Una variación positiva indica una apreciación del euro. Las ponderaciones se basan en el comercio de manufacturas con los socios comerciales de la zona correspondiente a los años 1995-1997, 1998-2000, 2001-2003 y 2004-2006, y captan los efectos de terceros mercados. Los índices de tipos de cambio efectivos se obtienen encadenando los indicadores basados en cada uno de esos cuatro conjuntos de ponderaciones al final de cada período de tres años. El período base del TCE resultante es el primer trimestre de 1999. El grupo de socios comerciales TCE-20 está integrado por los 10 Estados miembros de la UE que no pertenecen a la zona del euro, más Australia, Canadá, China, Corea del Sur, Estados Unidos, Hong Kong, Japón, Noruega, Singapur y Suiza. El grupo TCE-40 incluye, además de los del TCE-20, los siguientes países: Argelia, Argentina, Brasil, Chile, Croacia, Filipinas, India, Indonesia, Islandia, Israel, Malasia, Marruecos, México, Nueva Zelanda, Rusia, Sudáfrica, Tailandia, Taiwán, Turquía y Venezuela. Los tipos de cambio efectivos reales se calculan utilizando los índices de precios de consumo, los índices de precios industriales, los deflatores del producto interior bruto, los costes laborales unitarios de las manufacturas y los costes laborales unitarios del total de la economía.

Para más información sobre el cálculo de los tipos de cambio efectivos, véanse la nota metodológica pertinente y el Occasional Paper n.º 2 del BCE («The effective exchange rate of the euro»), de Luca Buldorini, Stelios Makrydakis y Christian Thimann (febrero de 2002), que puede descargarse de la dirección del BCE en Internet.

Los tipos de cambio bilaterales que figuran en la sección 8.2 son medias mensuales de los publicados diariamente como tipos de referencia para estas monedas.

EVOLUCIÓN FUERA DE LA ZONA DEL EURO

Las estadísticas correspondientes a otros Estados miembros de la UE (sección 9.1) se basan en los mismos principios que los datos relativos a la zona del euro. Como resultado, los datos sobre las cuentas corriente y de capital y sobre la deuda externa bruta incluyen los fondos de titulización. Los datos de Estados Unidos y Japón que figuran en la sección 9.2 se obtienen de fuentes nacionales.

ANEXOS

CRONOLOGÍA DE MEDIDAS DE POLÍTICA MONETARIA DEL EUROSISTEMA¹



14 DE ENERO Y 4 DE FEBRERO DE 2010

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1 %, 1,75 % y 0,25 %, respectivamente.

4 DE MARZO DE 2010

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1 %, 1,75 % y 0,25 %, respectivamente. También acuerda los detalles relativos a los procedimientos y las modalidades de subasta que se han de aplicar en sus operaciones de financiación hasta el 12 de octubre de 2010, que incluye la vuelta a los procedimientos de subasta a tipo de interés variable en las operaciones de financiación a plazo más largo a tres meses a partir de la operación que se adjudicará el 28 de abril de 2010.

8 DE ABRIL Y 6 DE MAYO DE 2010

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1 %, 1,75 % y 0,25 %, respectivamente.

10 DE MAYO DE 2010

El Consejo de Gobierno del BCE adopta varias medidas para hacer frente a las tensiones existentes en los mercados financieros. En particular, lleva a cabo intervenciones en los mercados de renta fija pública y privada de la zona del euro (Programa para los Mercados de Valores) y adopta un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena en las operaciones regulares de financiación a plazo más largo a tres meses que se lleven a cabo en mayo y junio de 2010.

10 DE JUNIO DE 2010

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1 %, 1,75 % y 0,25 %, respectivamente. Además, decide adoptar un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena en las operaciones regulares de financiación a plazo más largo a tres meses que se adjudicarán en el tercer trimestre de 2010.

8 DE JULIO Y 5 DE AGOSTO DE 2010

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1 %, 1,75 % y 0,25 %, respectivamente.

2 DE SEPTIEMBRE DE 2010

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1 %, 1,75 % y 0,25 %, respectivamente. También acuerda los detalles relativos a los procedimientos y las modalidades de subasta que se han de aplicar en sus operaciones de financiación hasta el 11 de enero de 2011, sobre todo la adopción de un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena en las operaciones de financiación a plazo más largo a tres meses.

7 DE OCTUBRE Y 4 DE NOVIEMBRE DE 2010

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad

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.

marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1 %, 1,75 % y 0,25 %, respectivamente.

2 DE DICIEMBRE DE 2010

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1 %, 1,75 % y 0,25 %, respectivamente. Asimismo acuerda los detalles relativos a las modalidades y los procedimientos de subasta que se aplicarán en sus operaciones de financiación hasta el 12 de abril de 2011, que seguirán ejecutándose mediante subastas a tipo de interés fijo con adjudicación plena.

13 DE ENERO Y 3 DE FEBRERO DE 2011

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1 %, 1,75 % y 0,25 %, respectivamente.

3 DE MARZO DE 2011

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1 %, 1,75 % y 0,25 %, respectivamente. También acuerda los detalles relativos a los procedimientos y las modalidades de subasta que se han de aplicar en sus operaciones de financiación hasta el 12 de julio de 2011, en concreto, continuar aplicando procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena.

7 DE ABRIL DE 2011

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo de interés de las operaciones principales de

financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 1,25 %, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 13 de abril de 2011. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 2 % y el 0,50 %, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 13 de abril de 2011.

5 DE MAYO DE 2011

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1,25 %, 2 % y 0,50 %, respectivamente.

9 DE JUNIO DE 2011

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1,25 %, 2 % y 0,50 %, respectivamente. También acuerda los detalles relativos a los procedimientos y a las modalidades de subasta que se aplicarán en sus operaciones de financiación hasta el 11 de octubre de 2011; en concreto, se continuarán aplicando procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena.

7 DE JULIO DE 2011

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo de interés de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 1,50 %, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 13 de julio de 2011. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 2,25 % y el 0,75 %, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 13 de julio de 2011.

4 DE AGOSTO DE 2011

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1,50 %, 2,25 % y 0,75 %, respectivamente. También ha decidido adoptar varias medidas para hacer frente a las nuevas tensiones en algunos mercados financieros. Concretamente, ha decidido que el Eurosistema lleve a cabo una operación de financiación a plazo más largo complementaria con vencimiento de aproximadamente seis meses aplicando un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena. También ha adoptado una decisión sobre los detalles relativos a los procedimientos y a las modalidades de subasta que se aplicarán en sus operaciones de financiación hasta el 17 de enero de 2012, en particular, continuar con los procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena.

8 DE SEPTIEMBRE DE 2011

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1,5 %, 2,25 % y 0,75 %, respectivamente.

6 DE OCTUBRE DE 2011

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1,5 %, 2,25 % y 0,75 %, respectivamente. También ha acordado los detalles de las operaciones de financiación que se realizarán entre octubre de 2011 y julio de 2012, concretamente ejecutará dos operaciones de financiación a plazo más largo — una en octubre de 2011, con un vencimiento aproximado de 12 meses, y otra en diciembre de 2011, con un vencimiento aproximado de 13 meses— y continuará aplicando un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena a todas sus

operaciones de financiación. Además, el Consejo de Gobierno ha decidido iniciar un nuevo programa de bonos garantizados en noviembre de 2011.

3 DE NOVIEMBRE DE 2011

El Consejo de Gobierno del BCE decide reducir el tipo de interés aplicable a las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 1,25 %, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 9 de noviembre de 2011. Asimismo, decide reducir los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 2 % y el 0,5 %, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 9 de noviembre de 2011.

8 DE DICIEMBRE DE 2011

El Consejo de Gobierno del BCE decide reducir el tipo de interés aplicable a las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 1 %, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 14 de diciembre de 2011. Asimismo, decide reducir los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 1,75 % y el 0,25 %, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 14 de diciembre de 2011. También acuerda adoptar nuevas medidas no convencionales, concretamente: i) realizar dos operaciones de financiación a plazo más largo con vencimiento aproximado a tres años; ii) aumentar la disponibilidad de activos de garantía; iii) reducir el coeficiente de reservas hasta el 1 %, y iv) interrumpir, por el momento, las operaciones de ajuste llevadas a cabo el último día de cada período de mantenimiento.

12 DE ENERO DE 2012

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1 %, 1,75 % y 0,25 %, respectivamente.



9 DE FEBRERO DE 2012

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se manten-

gan en el 1%, 1,75% y 0,25%, respectivamente. También ha aprobado los criterios de admisión y las medidas de control de riesgos específicos a cada país para la aceptación temporal de otros créditos como activos de garantía en las operaciones de crédito del Eurosistema.



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

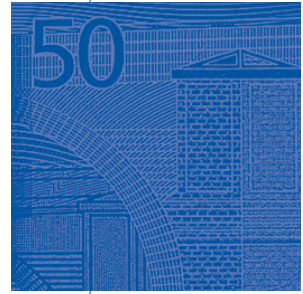
PUBLICACIONES RELACIONADAS CON LAS FUNCIONES DEL BCE Y OTRAS PUBLICACIONES

- 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 de transferencias corrientes: Cuenta de la balanza de pagos en la que se registra el valor de recursos reales o financieros cuando se transfieren sin recibir ninguna contrapartida. Las transferencias corrientes incluyen todas las transferencias que no son de capital.

Cuenta de rentas: Cuenta de la balanza de pagos que incluye dos tipos de transacciones con no residentes: i) las que suponen el pago/cobro de remuneración de asalariados no residentes/residentes, y ii) las que suponen el cobro/pago de rentas de la inversión derivadas de la propiedad de activos/pasivos financieros exteriores y que incluyen rentas de inversión directa, inversión de cartera y otra inversión, y también ingresos procedentes de activos de reserva.

Cuenta financiera: Cuenta de la balanza de pagos que incluye todas las operaciones relativas a inversiones directas, inversiones de cartera, otras inversiones, derivados financieros y activos de reserva entre residentes y no residentes.

Cuentas financieras: Parte del sistema de cuentas nacionales (o de la zona del euro) que muestra las posiciones financieras (saldos o balances), las operaciones financieras y otras variaciones de los distintos sectores institucionales de una economía por tipo de activo financiero.

Curva de rendimientos: Representación gráfica de la relación, en un momento dado, entre el tipo de interés o rendimiento y el vencimiento residual de los valores distintos de acciones suficientemente homogéneos, pero a vencimientos diferentes. La pendiente de la curva de rendimientos puede medirse como la diferencia entre los tipos de interés o el rendimiento a dos vencimientos distintos.

Déficit (Administraciones Públicas): Necesidad de financiación de las Administraciones Públicas, es decir, la diferencia entre el total de ingresos y gastos públicos.

Deflación: Descenso significativo y persistente de los precios de un amplio conjunto de bienes y servicios de consumo que queda incorporado a las expectativas.

Desinflación: Proceso de desaceleración de la inflación que da lugar a tasas de inflación negativas de carácter temporal.

Deuda (Administraciones Públicas): Deuda bruta (efectivo y depósitos, préstamos y valores distintos de acciones) a su valor nominal que permanece viva a fin de año y que está consolidada entre los sectores de las Administraciones Públicas y dentro de ellos.

Deuda (cuentas financieras): Préstamos de los hogares y préstamos, valores distintos de acciones y reservas de los fondos de pensiones (resultantes de los fondos de pensiones de empleo constituidos por las empresas a favor de sus asalariados) de las sociedades no financieras.

Deuda externa bruta: El saldo vivo de los pasivos corrientes reales (es decir, no contingentes) de una economía que exigen el pago del principal o de los intereses a los no residentes en algún momento futuro.

Deuda pública indiciada con la inflación: Valores de renta fija emitidos por las Administraciones Públicas, cuyos pagos de cupón y principal están ligados a un índice de precios de consumo determinado.

Empresas de seguros y fondos de pensiones: Sociedades y cuasi sociedades no financieras que se dedican principalmente a la intermediación financiera resultante de la compensación de riesgos.

Encuesta a expertos en previsión económica (EPE): Encuesta trimestral que el BCE viene realizando desde el año 1999 y en la que se recogen las previsiones macroeconómicas de los expertos de instituciones financieras y no financieras radicadas en la UE respecto a la inflación, el crecimiento del PIB real y el desempleo de la zona del euro.

Encuesta sobre préstamos bancarios (EPB): Encuesta trimestral sobre políticas crediticias que el Eurosistema viene realizando desde enero del 2003. En esa encuesta, que está dirigida a una muestra predeterminada de entidades de crédito de la zona del euro, se formulan preguntas cualitativas sobre los criterios de aprobación de los préstamos, las condiciones aplicables a los mismos y la demanda de crédito para las empresas y los hogares.

Encuestas a los directores de compras de la zona del euro: Encuestas sobre la actividad en los sectores manufacturero y de servicios realizadas en algunos países de la zona del euro y utilizadas para elaborar índices. El índice de directores de compras de la industria manufacturera de la zona del euro es un indicador ponderado que se calcula a partir de índices de producción, nuevos pedidos, empleo, plazos de entrega de proveedores e inventarios de compras. La encuesta al sector servicios incluye preguntas sobre la actividad en el sector, expectativas relativas a la actividad futura, operaciones en curso, nuevas operaciones, empleo, precios de los consumos intermedios y precios cobrados. El índice compuesto o sintético de la zona del euro se calcula combinando los resultados de las encuestas a los sectores manufacturero y de servicios.

Encuestas de opinión de la Comisión Europea: Encuestas económicas armonizadas a empresarios y/o consumidores realizadas por cuenta de la Comisión Europea en cada uno de los Estados miembros de la UE. Estas encuestas basadas en cuestionarios van dirigidas a los directivos de los sectores manufacturero, de la construcción, del comercio al por menor y de los servicios, así como a los consumidores. A partir de cada encuesta mensual se calculan unos índices que sintetizan las respuestas a distintas preguntas en un único indicador (indicadores de confianza).

EONIA (índice medio del tipo del euro a un día): Medida del tipo de interés vigente en el mercado interbancario del euro a un día, que se calcula como media ponderada de los tipos de interés de las operaciones de préstamo a un día sin garantías, denominadas en euros, de acuerdo con la información facilitada por un panel de bancos.

Estabilidad de precios: Definida por el Consejo de Gobierno como un incremento interanual del IAPC para la zona del euro inferior al 2 %. El Consejo de Gobierno también ha puesto de manifiesto que, con el fin de conseguir la estabilidad de precios, pretende mantener las tasas de inflación por debajo del 2 %, pero próximas a este valor, en el medio plazo.

Euríbor (tipo de interés de oferta en el mercado interbancario del euro): Tipo de interés de oferta al que una entidad de crédito importante está dispuesta a prestar fondos en euros a otra. El euríbor se calcula diariamente, basándose en los tipos de interés de una muestra de bancos, para distintos vencimientos hasta doce meses.

Eurosistema: Sistema de bancos centrales compuesto por el BCE y los BCN de los Estados miembros cuya moneda es el euro.

Exigencia de reservas: Exigencia de que una entidad mantenga reservas mínimas en el banco central durante un período de mantenimiento. Su cumplimiento se determina sobre la base de la media de los saldos diarios en las cuentas de reservas durante el período de mantenimiento.

Facilidad de depósito: Facilidad permanente del Eurosistema que permite a las entidades de contrapartida realizar depósitos a un día en el BCN de su jurisdicción, por iniciativa propia. Los depósitos están remunerados a un tipo de interés especificado previamente que representa normalmente un límite inferior para los tipos de interés del mercado a un día.

Facilidad marginal de crédito: Facilidad permanente del Eurosistema que permite a las entidades de contrapartida recibir créditos a un día del BCN de su jurisdicción a un tipo de interés especificado previamente en forma de operación temporal, por iniciativa propia. El tipo de interés de los préstamos concedidos en el ámbito de la facilidad marginal de crédito representa normalmente un límite superior para los tipos de interés del mercado a un día.

Factores autónomos de liquidez: Factores de liquidez que habitualmente no tienen su origen en el uso de los instrumentos de política monetaria. Incluyen, por ejemplo, los billetes en circulación, los depósitos de las Administraciones Públicas en el banco central y los activos exteriores netos del banco central.

Fondos de inversión (excluidos fondos del mercado monetario): Instituciones financieras que agrupan el capital captado del público y lo invierten en activos financieros y no financieros. Véase también IFM.

IFM (instituciones financieras monetarias): Instituciones financieras que constituyen el sector emisor de dinero de la zona del euro. Incluyen i) el Eurosistema, ii) las entidades de crédito residentes en la zona (definidas con arreglo al derecho de la UE), iii) las instituciones financieras cuya actividad consiste en recibir depósitos y/o sustitutos próximos de los depósitos de entidades distintas de IFM y en conceder créditos y/o invertir en valores por cuenta propia (al menos en términos económicos), así como entidades de dinero electrónico que se dedican principalmente a la intermediación financiera emitiendo dinero electrónico, y iv) fondos del mercado monetario, esto es, instituciones de inversión colectiva que invierten en instrumentos a corto plazo y de bajo riesgo.

Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC): Medida de la evolución de los precios de consumo elaborada por Eurostat y armonizada para todos los Estados miembros de la UE.

Índice de costes laborales por hora: Medida de los costes laborales, incluidos los sueldos y salarios brutos (en efectivo y en especie, incluidos los componentes salariales variables) y otros costes laborales (cotizaciones sociales a cargo de los empresarios más impuestos relacionados con el empleo pagados por el empresario menos las subvenciones recibidas por el empresario) por hora trabajada (incluidas las horas extraordinarias).

Índice de salarios negociados: Medida del resultado directo de los acuerdos alcanzados en los convenios colectivos en términos de sueldo o salario base (es decir, excluidas las primas o complementos salariales) en el ámbito de la zona del euro. Se refiere a la variación media implícita de los sueldos y salarios mensuales.

Inflación: Incremento del nivel general de precios; por ejemplo, del índice de precios de consumo.

Inversiones de cartera: Operaciones y/o posiciones netas de residentes en valores emitidos por no residentes en la zona del euro («activos») y operaciones y/o posiciones netas de no residentes en valores emitidos por residentes («pasivos»). Comprende acciones y participaciones y valores distintos de acciones (bonos y obligaciones e instrumentos del mercado monetario). Las operaciones se registran al precio real pagado o cobrado, excluidos los gastos y las comisiones. Para que se considere activo de cartera, la participación en una empresa debe ser inferior al 10% de las acciones ordinarias o con derecho a voto.

Inversiones directas: Inversión transfronteriza realizada con objeto de obtener una participación permanente en una empresa residente en otra economía (en la práctica, esta participación debe ser igual, al menos, al 10% de las acciones ordinarias o con derecho de voto). Comprende acciones y participaciones, beneficios reinvertidos y otro capital asociado con préstamos entre empresas relacionadas. Las inversiones directas registran las operaciones/posiciones netas de residentes en la zona del euro en activos del exterior (como «inversión directa en el exterior») y las operaciones/posiciones netas de no residentes en activos de la zona del euro (como «inversión directa en la zona del euro»).

M1: Agregado monetario estrecho que comprende el efectivo en circulación y los depósitos a la vista mantenidos en IFM y la Administración Central (por ejemplo, en Correos o en el Tesoro).

M2: Agregado monetario intermedio que comprende M1 y los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses (es decir, depósitos de ahorro a corto plazo) y depósitos a plazo hasta dos años (es decir, depósitos a plazo a corto plazo) mantenidos en IFM y la Administración Central.

M3: Agregado monetario amplio que comprende M2 y los instrumentos negociables, en particular, cesiones temporales, participaciones en fondos del mercado monetario y valores distintos de acciones emitidos por las IFM hasta dos años.

MTC II (mecanismo de tipos de cambio II): Mecanismo de tipos de cambio que proporciona el marco para la cooperación en materia de política cambiaria entre los países de la zona del euro y los Estados miembros de la UE que no participan en la tercera fase de la UEM.

Necesidad de financiación (Administraciones Públicas): Contracción neta de deuda por las Administraciones Públicas.

Operaciones de absorción de liquidez: Operación a través de la cual el Eurosistema absorbe liquidez con el fin de reducir el exceso de liquidez o de crear una escasez de fondos. Tales operaciones pueden llevarse a cabo mediante la emisión de certificados de deuda o de depósitos a plazo fijo.

Operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML): Operación de mercado abierto con vencimiento superior a una semana realizada por el Eurosistema en forma de operación temporal. Las operaciones mensuales de carácter regular tienen un vencimiento a tres meses. Durante la crisis financiera que se inició en agosto de 2007, se llevaron a cabo operaciones complementarias con vencimientos comprendidos entre un período de mantenimiento y 36 meses, con periodicidad variable.

Operación de mercado abierto: Operación ejecutada en los mercados financieros a iniciativa del banco central. Estas operaciones incluyen operaciones temporales, operaciones simples, así como la emisión de depósitos a plazo fijo o certificados de depósitos o *swaps* de divisas. Las operaciones de mercado abierto pueden ser de inyección o de absorción de liquidez.

Operación principal de financiación (OPF): Operación de mercado abierto regular realizada por el Eurosistema en forma de operación temporal. Estas operaciones se llevan a cabo mediante subastas estándar de periodicidad semanal y tienen, normalmente, un vencimiento a una semana.

Operación temporal: Operación por la cual el BCN compra o vende activos mediante una cesión temporal o realiza operaciones de crédito con garantía de activos.

Otras inversiones: Rúbrica de la balanza de pagos y de la posición de inversión internacional que incluye todas las operaciones/posiciones financieras relativas a créditos comerciales, depósitos y préstamos, y otras cuentas pendientes de cobro y pago con no residentes.

Paridad central (o tipo central): Tipo de cambio frente al euro de cada una de las monedas que participan en el MTC II y en torno al cual se definen las bandas de fluctuación del MTC II.

Paridad del poder adquisitivo (PPA): Tipo de cambio al que una moneda se convierte en otra para equiparar el poder adquisitivo de ambas, eliminando las diferencias en los niveles de precios vigentes en los respectivos países. En su forma más sencilla, el PPA muestra la ratio de los precios del mismo bien o servicio en la moneda nacional de los distintos países.

Pasivos financieros a más largo plazo de las IFM: Depósitos a plazo a más de dos años, depósitos disponibles con preaviso a más de tres meses, valores distintos de acciones emitidos por IFM de la zona del euro a un plazo a la emisión superior a dos años, y el capital y las reservas del sector de las IFM de la zona del euro.

Población activa: Total de trabajadores ocupados y parados.

Posición de inversión internacional: Valor y composición del saldo de los activos o pasivos financieros netos frente al resto del mundo.

Precios industriales: Precio de venta a pie de fábrica (sin excluir los costes de transporte) de todos los productos vendidos por la industria, excluida la construcción, en el mercado nacional de los países de la zona del euro, excluidas las importaciones.

Producción industrial: Valor añadido bruto generado por la industria a precios constantes.

Productividad del trabajo: Producción que puede generarse con la utilización de una cantidad dada de trabajo. La productividad del trabajo puede medirse de varias maneras, aunque habitualmente se mide como el PIB dividido bien por el empleo total, o bien por el total de horas trabajadas.

Producto interior bruto (PIB): Valor de la producción total de bienes y servicios de la economía, excluidos los consumos intermedios e incluidos los impuestos netos sobre producción e importaciones. El PIB puede desagregarse por producto, gasto e ingresos. Los principales agregados del gasto que componen el PIB son el consumo final de los hogares, el consumo final de las Administraciones Públicas, la formación bruta de capital fijo, la variación de existencias, las importaciones y las exportaciones de bienes y servicios (incluido el comercio dentro de la zona del euro).

Ratio de déficit (Administraciones Públicas): Proporción entre el déficit público y el PIB a precios corrientes de mercado. Constituye uno de los criterios de convergencia fiscal establecidos en el apartado 2 del artículo 126 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea utilizado para determinar la existencia de un déficit excesivo. También se la denomina ratio de déficit presupuestario o ratio de déficit fiscal.

Ratio de deuda en relación con el PIB (Administraciones Públicas): Proporción entre la deuda pública y el PIB a precios corrientes de mercado. Constituye uno de los criterios de convergencia fiscal establecidos en el apartado 2 del artículo 126 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea utilizado para determinar la existencia de un déficit excesivo.

Remuneración por asalariado o por hora trabajada: Remuneración total, en efectivo o en especie, que una empresa paga a sus asalariados, es decir, los sueldos y salarios brutos, así como los componentes salariales variables, las horas extraordinarias y las cotizaciones sociales a cargo de la empresa, dividida por el número total de asalariados o por el número total de horas trabajadas.

Reservas internacionales: Activos exteriores controlados por las autoridades monetarias, de los que pueden disponer de inmediato para financiar directamente o para regular la magnitud de los desequilibrios en los pagos mediante la intervención en los mercados de divisas. Las reservas internacionales de la zona del euro se componen de activos no denominados en euros frente a no residentes en la zona del euro, oro, derechos especiales de giro y posiciones de reserva en el FMI mantenidas por el Eurosistema.

Saneamiento parcial: Ajuste a la baja del valor de los préstamos incluidos en los balances de las IFM cuando se considera que éstos han pasado a ser parcialmente incobrables.

Saneamiento total: Eliminación del valor de los préstamos de los balances de las IFM cuando se considera que éstos son totalmente incobrables.

Sociedad instrumental: Entidad cuya actividad principal es llevar a cabo operaciones de titulización. Suele emitir valores negociables que se ofrecen para su compra por el público en general o se venden en forma de colocaciones privadas, y que están respaldados por una cartera de activos (habitualmente préstamos) que mantiene la sociedad instrumental. En algunos casos, en la operación de titulización pueden participar varias sociedades instrumentales, de modo que una sociedad mantiene los activos titulizados y otra emite los valores respaldados por dichos activos.

Subasta a tipo de interés fijo: Procedimiento de subasta en el que el banco central establece con antelación el tipo de interés, y las entidades de contrapartida participantes solicitan el volumen de liquidez que desean obtener al tipo de interés fijado.

Subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena: Procedimiento de subasta en el que el banco central especifica previamente el tipo de interés (tipo fijo) y en el que las contrapartidas pujan por la cantidad de dinero que desean obtener a ese tipo, sabiendo de antemano que todas sus pujas se cubrirán (adjudicación plena).

Subasta a tipo de interés variable: Procedimiento de subasta en el que las entidades de contrapartida pujan tanto por el volumen de liquidez que desean obtener del banco central como por el tipo de interés al que desean participar.

Tasa de inflación implícita: Diferencial entre el rendimiento de un bono nominal y el de un bono indexado con la inflación con el mismo vencimiento o con un vencimiento tan similar como sea posible.

Tipos de cambio efectivos del euro (TCE, nominales/reales): Medias ponderadas de los tipos de cambio bilaterales del euro frente a las monedas de los principales socios comerciales de la zona del euro. Los índices de tipos de cambio efectivos nominales del euro se calculan frente a grupos diferentes de socios comerciales: el TCE-20, integrado por los 10 Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y 10 socios comerciales extracomunitarios, y el TCE-40, compuesto por el TCE-20 y otros 20 países. Las ponderaciones utilizadas reflejan la participación de cada socio en el comercio de bienes manufacturados de la zona del euro, así como la competencia en terceros mercados. Los tipos de cambio efectivos reales son tipos de cambio efectivos nominales deflactados por una media ponderada de precios o costes externos en relación con los precios o costes de la zona del euro. Por lo tanto, son medidas de la competitividad en términos de precios y costes.

Tipos de interés de las IFM: Tipos de interés aplicados por las entidades de crédito y otras IFM residentes en la zona del euro, excluidos los bancos centrales y los fondos del mercado monetario, a los depósitos y préstamos denominados en euros frente a los hogares y las sociedades no financieras residentes en los países de la zona.

Tipos de interés oficiales del BCE: Tipos de interés que fija el Consejo de Gobierno y que reflejan la orientación de la política monetaria del BCE. Son los tipos de interés de las operaciones principales de financiación, el de la facilidad marginal de crédito y el de la facilidad de depósito.

Tipo mínimo de puja: Tipo de interés más bajo al que las entidades de contrapartida pueden pujar en las subastas a tipo de interés variable.

Titulización: Operación o sistema por el que un activo o un conjunto de activos que generan un flujo financiero, que suelen ser préstamos (hipotecas, préstamos al consumo, etc.), es transferido del originador (habitualmente una entidad de crédito) a una sociedad instrumental. Esta sociedad instrumental convierte estos activos en valores negociables mediante la emisión de instrumentos de renta fija que atienden el pago del principal y los intereses con los flujos financieros generados por el conjunto de activos.

Vacantes: Término colectivo que incluye los empleos de nueva creación, los puestos de trabajo sin cubrir o los que estarán disponibles en un futuro próximo, respecto de los cuales la empresa ha adoptado medidas activas para encontrar un candidato idóneo.

Valor de referencia para el crecimiento de M3: Tasa de crecimiento interanual de M3 que se considera compatible con la estabilidad de precios a medio plazo. Actualmente, el valor de referencia para el crecimiento anual de M3 es 4,5 %.

Valores de renta variable: Representan una participación en la propiedad de una empresa, es decir, acciones cotizadas en Bolsa (acciones cotizadas), acciones no cotizadas y otras formas de participación. Los valores de renta variable suelen generar ingresos en forma de dividendos.

Valores distintos de acciones: Representan la promesa del emisor (es decir, del prestatario) de efectuar uno o más pagos al tenedor (el prestamista) en una fecha o fechas futuras. Habitualmente tienen un tipo de interés nominal específico (el cupón) y/o se venden a descuento respecto al importe que se reembolsará al vencimiento. Los valores distintos de acciones a más de un año se clasifican como valores a largo plazo.

Volatilidad: El grado de fluctuación de una variable dada.

Volatilidad implícita: La volatilidad esperada (es decir, la desviación típica) de las tasas de variación del precio de un activo (v. g., una acción o un bono). Puede obtenerse a partir del precio de los activos, de la fecha de vencimiento y del precio de ejercicio de sus opciones, así como de una tasa de rendimiento sin riesgo, utilizando un modelo de valoración de opciones como el modelo Black-Scholes.

Zona del euro: Incluye aquellos Estados miembros de la UE que, de conformidad con el Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea, han adoptado el euro como moneda única.